

湘财证券研究所

行业研究部

刘飞烨 分析师

执业编号：S0500511010006

联系人：

于青青

Tel： 021-68634518-8306

E-mail： yqq2836@xcsc.com

事件：

- 公司拟投资10亿元在新乡市建设食用菌生产基地。此项目建设期约为42个月，即2011年7月至2014年12月。项目达产后年生产能力为45000吨，为现有公司产能的2.6倍。

投资要点：

- **食用菌行业处于快速增长期。** 2009 年我国食用菌总产量为 2020 万吨，总产值达到 1105 亿，占世界总产量的 70%以上。2000 年至 2009 年我国食用菌产量及产值的年均复合增长率分别达到 13.48%和 19.20%，均保持较高增速。食用菌营养丰富，富含蛋白质、氨基酸等营养物质，具有抗癌、抗衰老等保健功效，能够提高机体免疫能力，一直享有“山珍”的美誉。联合国曾提出，人类最佳饮食结构为“一荤、一素、一菌”。2008 年我国每年人均食用菌消费量约为 14 公斤，每日人均消费量约为 40 克，2009 年我国每年人均食用菌消费量就增长至约为 16 公斤，每日人均消费量增长至约为 43 克，分别较同期上涨 14.29%和 7.5%。仍然较营养专家提出的每人每天应该消费的 250 克菌类还差 207 克，可见未来食用菌消费市场空间巨大。
- **全国战略性布局已经展开。** 目前我国北方市场主要为农户栽培供应，受季节、环境的因素影响较大，尤其是冬季，北方食用菌市场供应较为紧张。而目前公司的生产基地仅分布在广东省境内，产品的销售也主要集中在广东地区。由于该模式没有严格的地域限制，因此可以进行复制性的全国推广。此次新基地选择在新乡市辉县，此处位于河南省西北部，地处豫晋两省之交，北距北京市 600 公里，南距郑州 80 公里，地理位置优越，符合向郑州、北京等北方地区快速扩张，占领北方市场的需求。
- **新建基地产能为公司目前产能的 260%。** 目前公司的产能为 17319 吨，其中金针菇日产量为 33 吨，真姬菇日产量为 6 吨，白玉菇日产量为 1 吨。随着近三年公司品牌的不断建设，公司生产的“玉龙洞”、“顶康”品牌产品已经逐步得到市场认可，目前公司三大产品的因产能限制无法满足经销商订货量要求。此次新建的食用菌生产基地产能为 45000 吨，为现有产能的 260%，而金针菇的日产量为 90 吨，为现有产能的 273%，真姬菇的日产量为 40 吨，为现有产能的 667%，而白玉菇日产能为 20 吨，为现有产能的 2000%，此次新基地建设可在有效解决公司产能瓶颈的基础上，为迅速扩张北方市场奠定基础。
- **盈利预测。** 考虑到该项目的建设期较长，暂不上调盈利预测，预计公司 11 年和 12 年 eps 分别为 0.99 元和 1.55 元，给予“增持”评级。

表 1 分业务预测表

		2008	2009	2010 年	2011 年	2012 年
金针菇	销量 (吨)	5978.65	6552.12	10854.65	13352.10	16735.10
	均价 (元/吨)	10848.92	10172.30	10849.68	11175.17	11510.43
	销售收入 (万元)	6486.19	6665.01	11776.95	14921.20	19262.82
	单位成本 (元/kg)	6.60	6.00	6.50	6.78	6.75
	销售成本 (万元)	3943.67	3933.67	7058.35	9047.37	11289.50
	毛利 (万元)	2542.52	2731.34	4718.60	5873.83	7973.32
	毛利率 (%)	39.20%	40.98%	40.07%	39.37%	41.39%
真姬菇	销量 (吨)	599.44	1459.12	2095.80	3880.50	5675.10
	均价 (元/吨)	13846.09	17089.20	18610.00	20284.90	21907.69
	销售收入 (万元)	829.99	2493.52	3900.28	7871.56	12432.83
	单位成本 (元/kg)	12.98	10.33	8.60	10.44	10.28
	销售成本 (万元)	777.89	1507.78	1801.34	4051.34	5832.45
	毛利 (万元)	52.10	985.74	2098.94	3820.22	6600.39
	毛利率 (%)	6.28%	39.53%	53.82%	48.53%	53.09%
白玉菇	销量 (吨)	0	158.68	458.12	1,194.00	1,990.00
	均价 (元/吨)	0	20955.4	22474.8	23598.54	24778.47
	销售收入 (万元)	0	332.52	1029.62	2817.66	4930.91
	单位成本 (元/kg)	0	15.86	10	9.6	9.3
	销售成本 (万元)	0	251.65	458.12	1146.24	1850.7
	毛利 (万元)	0	80.87	571.49	1671.43	3080.21
	毛利率 (%)	0	24.32%	55.51%	59.32%	62.47%
合计	销量 (吨)	6578.09	8169.92	13408.58	18426.60	24400.20
	主营收入 (万元)	7316.17	9491.05	16706.85	25610.42	36626.56
	主营成本 (万元)	4721.56	5693.1	9317.81	14244.95	18972.64
	主营利润 (万元)	2594.62	3797.95	7389.05	11365.48	17653.92
	综合毛利率	35.46%	40.02%	44.23%	44.38%	48.20%

数据来源：湘财证券研究所

表 2 利润表
 利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	96	168	256	366
YOY	29.63%	75.27%	52.52%	43.01%
营业成本	57	93	142	190
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	7	12	18	27
管理费用	12	21	31	46
财务费用	4	4	1	3
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	18	37	64	101
营业外收入	3	6	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	20	43	67	104
所得税	0	0	0	0
净利润	20	42	67	104
YOY	78.95%	106.77%	58.02%	56.09%
少数股东损益	32	48	66	94
归属母公司净利润	20	42	67	104
EPS (元)	0.30	0.63	0.99	1.55

数据来源: 湘财证券研究所

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。
本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。