

星湖科技（600866）：产能释放将助推业绩提升

增持（维持）

医药行业/化学原料药

当前股价：14.29 元

报告日期：2011 年 3 月 7 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,366	1,377	1,828	2,213
(+/-)	77.68%	0.79%	32.80%	21.02%
营业利润	245	327	510	641
(+/-)	-270%	33%	56%	26%
归属于母公司的净利润	225	285	438	550
(+/-)	-262%	27%	54%	25%
每股收益（元）	0.43	0.55	0.84	1.06
市盈率（倍）	33	26	17	13

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	52,110/52,110
流通市值（亿元）	74.47
每股净资产（元）	2.95
资产负债率（%）	30.26

股价表现（最近一年）



证券分析师 彭晓

执业证书编号：A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

联系人：崔国涛

010-66045556 cuiqt@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年，公司实现营业收入 13.77 亿元，同比增长 2.48%；营业利润 3.27 亿元，同比增长 33.29%；归属于母公司所有者净利润 2.85 亿元，同比增长 26.93%；基本每股收益 0.55 元，略低于我们此前预期。
- 营业收入小幅增长，毛利率大幅提升。**报告期内公司营业收入同比仅增长 2.48%，但综合毛利率同比大幅上升 5.51 个百分点至 40.34%。分产品看，生化药（肌苷、利巴韦林、脯氨酸等）营业收入同比增长 3.16%至 3.06 亿元，毛利率同比上升 11.73 个百分点至 41.07%；调味品（呈味核苷酸、酱油等）营业收入同比下降 0.78%至 7.07 亿元，毛利率同比上升 6.76 个百分点至 51.36%；饲料添加剂（苏氨酸等）营业收入同比增长 3.73%至 3.59 亿元，毛利率同比减少 1.93 个百分点至 18.23%。
- 期间费用控制良好。**2010 年公司期间费用率为 15.48%，同比减少 1.44 个百分点。其中，销售费用率同比减少 0.41 个百分点至 2.98%；管理费用率同比减少 1.33 个百分点至 11.33%；财务费用率同比上升 0.30 个百分点至 1.17%。
- 主打产品呈味核苷酸二钠前景乐观，产能释放将增厚公司业绩。**报告期内，公司调味品业务收入 7.07 亿元，占公司总收入比例达 51.34%，毛利比例高达 65.60%，是公司最主要的利润来源。我们非常看好呈味核苷酸二钠前景主要有以下原因：**第一，各大厂商之间博弈回归理性。**目前全球呈味核苷酸行业集中度很高，生产厂商仅有 5-7 个，主要有星湖科技、韩国希杰、日本味之素、麒麟味元等，星湖科技是现阶段国内最大的呈味核苷酸生产企业，2002 年之后希杰、味之素等对中国实施倾销，价格一度大幅下跌至 8 万/吨，目前该产品价格已经回归到 15-17 万/吨，此轮涨价是真实的价值回归，各大厂商之间的竞争必将趋于理性。**第二，反倾销税征收形成政策利好。**自 2010 年 9 月 24 日起，对原产于印度尼西亚和泰国的进口核苷酸类食品添加剂征收反倾销税（印度尼西亚希杰集团 6.3%，麒麟味元食品公司 6.9%，其他印度尼西亚公司 29.7%，味之素（泰国）股份有限公司 4.8%，其他泰国公司 29.7%），本次实施征收反倾销税的期限为起 5 年，反倾销税征收有利于公司进一步扩大国内市场份额。**第三，下游需求旺盛，产能释放助推公司业绩提升。**呈味核苷

酸下游产品主要有鸡精、高级酱油等，其下游产品近年来保持了近 20% 的复合增长率，2010 年国内市场需求约为 1.2 万吨，预计 2011 年国内市场需求将上升达到 1.4 万吨以上，我们判断未来两年国内供给仍存在缺口，公司 4000 吨呈味核苷酸二钠扩产预计今年中期完成，保守估计将分别增厚公司 11 年、12 年 EPS0.2 元、0.48 元。

- **冻干人用狂犬疫苗踏上产业化征程，有望成为新的利润增长点。**11 年 1 月 10 日公司发布控股子公司安泽康（北京）生物科技有限公司实施冻干人用狂犬疫苗（鸡胚细胞）产业化公告，公司按进度向安泽康提供借款人民币 9909 万元用于项目建设。安泽康研发的冻干人用狂犬疫苗（鸡胚细胞）已经完成临床前研究、新药申报并通过药品技术审评，于 2010 年 4 月 7 日取得 SFDA 批准的《药物临床试验批件》，按照药品研发进程，需要进入临床试验阶段。目前国内市场上，Vero 细胞的狂犬疫苗约占 85% 的批签发份额，09 年国家提高狂犬疫苗标准后，仅有辽宁成大的质量符合国家要求，国内狂犬病疫苗行业呈现供不应求的景气局面。由于 Vero 细胞属于传代细胞，培养人用狂犬病疫苗提取物残留致癌物质，存在一定的安全性隐患，鸡胚细胞疫苗安全性较高，为未来狂犬病疫苗的发展方向，市场空间广阔。安泽康此次项目建设期为 38 个月，首期达产后产能为 200 万人份/年，预计每年销售额达到 3.88 亿元（含税）。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年每股收益分别为 0.84 元和 1.06 元（暂不考虑铝板带项目），对应前一交易日 14.29 元的收盘价，动态市盈率分别为 17 倍和 13 倍，考虑到公司主打产品呈味核苷酸二钠前景可期和广新集团优质资产注入的预期，以及公司丰富的后续题材，我们维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示。**呈味核苷酸价格波动超预期；人用狂犬病疫苗产业化进度低于预期。

图表 1 星湖科技分产品盈利预测（万元）

		2009A	2010A	2011E	2012E
调味品	收入	71,307.43	70,748.85	114,000.00	150,000.00
	增速	—	-0.78%	61.13%	31.58%
	毛利率	44.60%	51.36%	50.00%	50.00%
	成本	39,505.09	34,411.27	57,000.00	75,000.00
生化药	收入	29,700.10	30,638.71	31,557.87	32,504.61
	增速	—	3.16%	3.00%	3.00%
	毛利率	53.30%	53.50%	53.00%	53.00%
	成本	20,985.60	18,054.66	14,832.20	15,277.17
饲料添加剂	收入	34,566.62	35,854.59	37,288.77	38,780.32
	增速	—	3.73%	4.00%	4.00%
	毛利率	20.16%	18.23%	18.50%	18.50%
	成本	27,598.02	29,318.40	30,390.35	31,605.96
合计	收入	135,574.15	137,242.14	182,846.64	221,284.93
	增速	—	1.23%	33.23%	21.02%
	毛利率	35.03%	40.41%	44.09%	44.92%
	成本	88,088.71	81,784.33	102,222.55	121,883.13

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 2 星湖科技盈利预测（万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	136,605	137,688	182,847	221,285
同比增长	77.68%	0.79%	32.80%	21.02%
减：营业成本	89,020	82,139	102,223	121,883
综合毛利率	34.83%	40.34%	44.09%	44.92%
营业税金及附加	958	960	1,276	1,544
资产减值损失	1,103	163	0	0
减：期间费用	23,114	21,314	28,341	33,746
期间费用率	16.92%	15.48%	15.50%	15.25%
其中：销售费用	4,636	4,103	5,485	6,639
管理费用	17,282	15,593	21,027	24,895
财务费用	1,196	1,617	1,828	2,213
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	2,105	(434)	0	0
营业利润	24,516	32,677	51,007	64,112
营业利润率	17.95%	23.73%	27.90%	28.97%
加：营业外收支净额	465	951	500	500
利润总额	24,981	33,629	51,507	64,612
减：所得税	2,613	5,366	7,984	10,015
实际所得税率	10.46%	15.96%	15.50%	15.50%
净利润	22,368	28,263	43,524	54,597
归属母公司所有者净利润	22,452	28,499	43,838	54,977
同比增长	-262.04%	26.93%	53.82%	25.41%
净利润率	16.44%	20.70%	23.98%	24.84%
少数股东损益	(84)	(237)	(314)	(380)
每股收益（元）	0.43	0.55	0.84	1.06

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040