

星湖科技（600866）：关注呈味核苷酸扩产和双主业转型 增持（维持）

医药行业/化学原料药

当前股价：13.50

6个月目标价：19.25元

报告日期：2011年4月11日

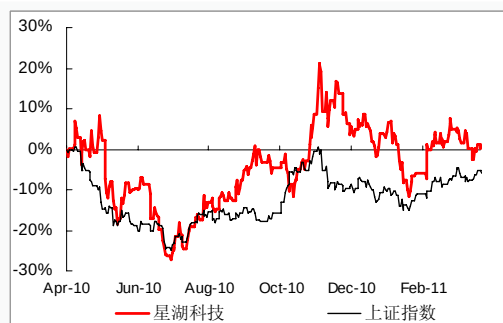
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,377	1,644	2,401	2,695
(+/-)	0.79%	19.40%	46.04%	12.23%
营业利润	327	367	467	491
(+/-)	33.29%	12.34%	27.19%	5.09%
归属于母公司 的净利润	285	316	403	424
(+/-)	26.93%	10.96%	27.44%	5.20%
每股收益（元）	0.55	0.61	0.77	0.81
市盈率（倍）	25	22	17	17

公司基本情况（2010年12月31日止）

总股本/已流通A股(万股)	52,110/52,110
流通市值（亿元）	69.41
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
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

近期，我们拜访了星湖科技，和公司管理层就公司目前的经营状况，未来发展规划及行业前景进行了沟通。

投资要点：

- **现有业务关注呈味核苷酸扩产。**呈味核苷酸生产技术门槛较高，全世界只有5-7家呈味核苷酸生产企业，行业集中度非常高。同时，下游调味品行业需求持续快速增长，预计未来几年市场需求仍可保持年均20%的增速。公司作为国内呈味核苷酸市场的领军者将充分享受行业增长收益。在经过反倾销和打击走私前后价格大幅波动后，呈味核苷酸市场供需基本趋于平衡，市场价格趋于理性，有望保持在合理水平。公司新增4000吨/年产能预计将于2011年8月建成投产，产能扩张有助于公司继续保持国内市场领先地位。
- **双主业转型，介入铝材领域。**2009年4月广新集团的入主，将公司定位为华南地区最大的生物工程龙头及华南地区高端铝材基地，推动星湖科技向双主业转型。由于珠三角地区还没有具备规模经营高端铝板带生产企业，公司发展铝材业务具有区位优势。新建的10万吨高精铝板带项目依托广新集团和华南铜铝业的资源和技术，未来成长空间可期。此外，在广东省国资整合的大背景下，不排除华南铜铝业注入公司的可能性。
- **狂犬病疫苗是未来业绩爆发的催化剂。**子公司安泽康研发的冻干人用狂犬疫苗2011年1月开始产业化建设，项目首期达产后产能为200万份/年。公司产品上市后将是国内首家鸡胚细胞培养的狂犬疫苗，比现有主流的Vero细胞培养的狂犬疫苗疫苗，具有更高的安全性。
- **维持“增持”评级。**不考虑公司所持有的广发证券投资收益，预计公司2011-2013年EPS分别为0.61元、0.77元和0.81元，对应最新收盘价，动态PE分别为22倍、17倍和17倍。目前化学原料药板块动态PE已达35倍，食品板块动态PE达38倍，公司估值明显偏低。随公司双主业的逐渐开展，未来狂犬疫苗的上市和铝板带项目二期的建设，公司还将迎来爆发式增长，此外，持有的广发证券股票更为公司股价带来想象空间。维持“增持”的投资评级。



目 录

1. 现有业务关注呈味核苷酸扩产	3
1.1 调味品是最大业务	3
1.2 呈味核苷酸供需平衡，公司受益产能扩张	4
1.3 呈味核苷酸价格有望保持在合理水平	5
1.4 锁定原材，成本控制得当	6
1.5 苏氨酸、利巴韦林盈利保持平稳	6
2. 双主业转型，铝板带业务开辟新的天地	7
2.1 广新集团入主，促双主业转型	7
2.2 铝板带项目是新的利润增长点	8
2.3 或将受益于广东省国资整合	9
3. 狂犬病疫苗是未来业绩爆发的催化剂	9
4. 增发事项正在进行时	10
5. 广发证券股票投资收益提升价值	10
6. 盈利预测与评级	10
7. 公司估值和投资建议	12
8. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司收入构成	
图表 2: 公司毛利构成	3
图表 3 公司主营业务分类	3
图表 4 呈味核苷酸二钠主要生产企业产能情况（单位：吨/年）	4
图表 5: 我国对进口核苷酸类食品添加剂反倾销案调查的最终裁定	5
图表 6: 国内I+G市场报价（单位：万元/吨）	
图表 7: 公司调味品业务毛利率变化	6
图表 8: 国内苏氨酸市场价格（单位：元/kg）	
图表 9: 公司饲料添加剂业务毛利率变化	7
图表 10: 广新集团主要控股子公司及持股比例	7
图表 11: 公司主要产品销售收入预测	11
图表 12: 星湖科技盈利预测表	12
图表 13: 相关上市公司主要估值指标比较	13

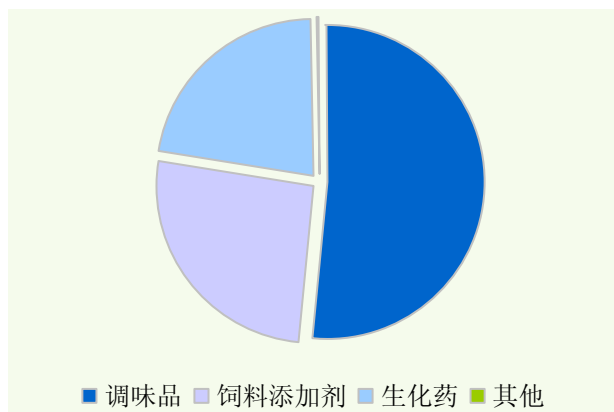
1. 现有业务关注呈味核苷酸扩产

1.1 调味品是最大业务

星湖科技现有业务主要包括调味品、饲料添加剂和生化药三部分。

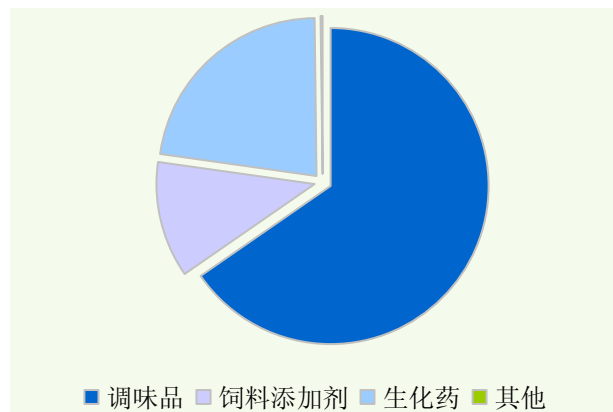
2010 年，公司实现收入 13.76 亿元，实现归属母公司净利润 2.83 亿元。其中，调味品实现收入 7.07 亿元，占公司营业收入比例为 51.38%，占毛利比例的 65.41%，是公司最主要的收入、利润来源；饲料添加剂实现收入 3.59 亿元，占公司营业收入比例为 26.04%，占毛利比例的 11.77%；生化药实现收入 3.06 亿元，占公司营业收入比例为 22.25%，占毛利比例的 22.65%。

图表 1：公司收入构成



资料来源：公司年报、天相投顾

图表 2：公司毛利构成



资料来源：公司年报、天相投顾

公司目前最大的一块调味品业务，主要产品为呈味核苷酸二钠（I+G）。呈味核苷酸二钠是由 5'-肌苷酸二钠（IMP）和 5'-鸟苷酸二钠（GMP）按 1:1 的比例混合而成，是一种具有高附加值的食品添加剂，主要用作食品鲜味增强剂，是新一代调味品（如增鲜味精、鸡精、高级酱油等）的主要增鲜成分，可应用到食品、饮料、快餐、方便食品、汤料等各个领域。

图表 3 公司主营业务分类

业务分类	具体产品
调味品	呈味核苷酸二钠 (I+G)、5'-肌苷酸二钠 (IMP)、5'-鸟苷酸二钠 (GMP)
饲料添加剂	L-苏氨酸、植酸酶
生化药	利巴韦林、肌苷、鸟苷、脯氨酸等

资料来源：公司网站 天相投顾

1.2 呈味核苷酸供需平衡，公司受益产能扩张

从需求来看，呈味核苷酸的最大下游为调味品行业。随着我国居民收入的不断增加和人们生活节奏的加快，方便快捷的调味品行业呈现强劲的增长势头，发展速度和规模在整个食品行业中都位居前列。统计数据表明我国调味品行业收入增长幅度近五年连续达到20%左右，即使在2009年世界经济危机爆发的大背景下，我国调味品行业产量和产值上仍均获得两位数的增长。据不完全统计，目前我国调味品行业规模已达到1500亿元。调味品行业需求的增长带动了呈味核苷酸二钠需求的增长，其中中高档调味品的市场容量进一步扩大，更进一步促进了呈味核苷酸需求快速增长。2009年国内呈味核苷酸的市场需求超过1.1万吨，2010年需求约在1.5万吨，预计未来几年呈味核苷酸需求仍可保持年均20%的增速。

从供给来看，由于呈味核苷酸的生产技术门槛较高，所以全世界只有5-7家生产企业可以生产，行业集中度非常高。目前全球主要生产厂家包括星湖科技、韩国希杰、日本味之素、麒麟味元等。自我国实施反倾销以及2008年打击走私产品以来，国外厂商对国内呈味核苷酸市场影响减小。目前国内生产呈味核苷酸的厂家仅有星湖科技、希杰（聊城）和梅花集团3家企业。

其中，星湖科技现有产能6000吨/年，新建4000吨扩产项目将于今年8月建成投产，届时星湖科技产能将达到1万吨/年。希杰（聊城）为韩国希杰集团在山东投资的工厂，现有产能7000吨/年，其中4000吨/年产能于2010年9月新建成投产。梅花集团为该市场的新进入者，2010年10月其通辽基地新增产能3000吨/年，目前经过半年的运行，已有产品产出，但开工率还不是很高。

图表4 呈味核苷酸二钠主要生产企业产能情况（单位：吨/年）

地区	公司名称	2009年产能	2010年产能	备注
国内	星湖科技	6000	6000	新增4000吨预计2011年8月建成投产
	希杰（聊城）	3000	7000	其中4000吨为2010年9月建成投产
	梅花集团	0	3000	其中3000吨为2010年10月建成投产，还拟新增6000吨
国外	希杰（印尼）	8000	8000	
	味之素（泰国）	8000	8000	
	麒麟味元（印尼）	6000	6000	

资料来源:天相投顾

从供需上看，由于近年来各大生产厂家均有扩产，随国内厂家新增产能建成并逐步达产，我国呈味核苷酸二钠市场将从国内产品供不应求，还需国外进口，逐渐转变为国内市场供需基本平衡的形势。

星湖科技今年8月扩产完成后，产能将达到1万吨/年，规模跻身全球第二，未来几年内仍是国内最大的呈味核苷酸生产企业，规模优势明显，产能扩张有助于公司巩固国内市场领先地位。此外，星湖科技从1999年开始生产呈味核苷酸，是在与日、韩企业的长期对抗中成长起来的，拥有丰富的生产经验。具有很好的市场把握能力，和良好的销售渠道，产能扩张将带来更大收益。

1.3 呈味核苷酸价格有望保持在合理水平

2002 年由于日、韩企业对中国实行倾销，企图扼杀新兴的国内生产企业，国内呈味核苷酸价格一度大幅下跌至 7-8 万/吨。2004 年起我国对日、韩产品实行反倾销调查，2006 年 5 月反倾销终裁决定对日本味之素征收 119%、韩国大象征收 25%、韩国其它公司征收 119%的高额反倾销税，国外企业退出，呈味核苷酸价格止跌。但随后出于环保压力及为规避我国反倾销税，日、韩企业搬迁至泰国、印尼建厂，继续对我国实行低价倾销策略，呈味核苷酸国内市场价格在 8 万元/吨左右徘徊了较长时间。2008 年三聚氰胺事件发生后，食品添加剂安全受到重视，我国开始实行食品生产追溯溯源制度，正规食品厂商不再敢使用水货，呈味核苷酸走私渠道被打击。同时，2009 年 3 月我国开始对进口于泰国、印尼的产品实行反倾销调查。反倾销和打击走私使国内呈味核苷酸价格从 2008 年底快速回升，2009 年市场价格最高接近 20 万元/吨，2010 年以来市场价格从峰顶缓慢回落，但基本保持在 15-16 万元/吨左右，随后因 2010 年 9 月反倾销终裁结果低于市场预期，同时出于对希杰（聊城）和梅花集团扩产影响的担忧，四季度市场价格有所回落。2011 年以来市场价格又小幅回升，目前又到 15-16 万元/吨左右。

图表 5：我国对进口核苷酸类食品添加剂反倾销案调查的最终裁定

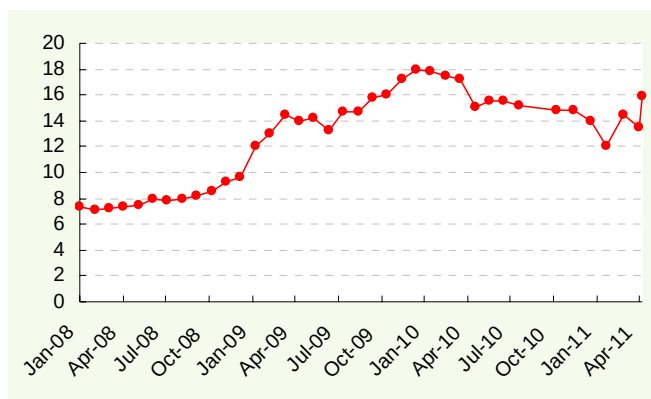
实行时间	国别	倾销公司	反倾销税率
2006 年 5 月 12 日起五年	日本	所有日本公司	119%
	韩国	大象株式会社	25%
		其他韩国公司	119%
2010 年 9 月 24 日起五年	印尼	印度尼西亚希杰集团	6.3%
		麒麟味元食品	6.9%
		其他印度尼西亚公司	29.7%
	泰国	味之素（泰国）股份有限公司	4.8%
		其他泰国公司	29.7%

资料来源：商务部、天相投顾

呈味核苷酸价格经历反倾销前后的大起大落，市场回归理性。虽然 2010 年反倾销终裁结果对印尼、泰国反倾销税的征收税率较低，但一方面终裁判定结果表明我国政府的继续反倾销的态度，反倾销税的征收也势必造成国外厂商进入我国成本上升；另一方面经过长期抗争我国主要厂商实力成长到可以和国外厂商抗衡水平，目前呈味核苷酸价格是国内外各大生产厂商之间共同分享市场理性博弈的结果。在国内市场供需基本平衡的形势下，预计近期呈味核苷酸提价的空间不是很大，但市场再现大幅低价倾销也并不太可能，预计后续价格仍可以保持基本稳定。

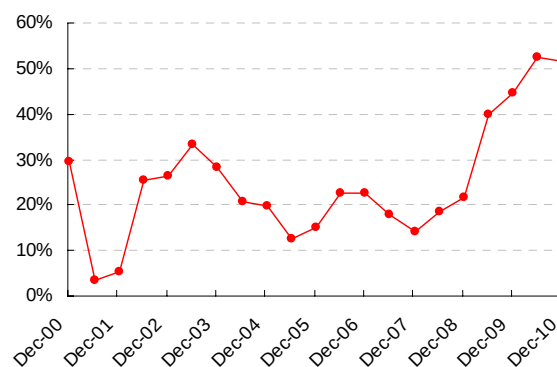
目前星湖科技呈味核苷酸出厂价比市场报价略低，在 10 万-14 万左右。从该业务的盈利状况来看，公司 2010 全年调味品业务毛利率超过 50%，公司表示对目前价格比较满意，不会采取低价策略来抢占市场。2010 年呈味核苷酸销量与 2009 年持平，几乎没有增长，是由于 2009 年呈味核苷酸市场价格大幅上涨时，经销商处于买涨不买跌心理，囤了大量的货，2010 年消化市场上的库存，影响了公司产品的销售，随市场库存消化完毕，供需平衡下，公司产品销量也会恢复正常，在产能扩张的带动下，还将有明显的增长。

图表 6：国内 I+G 市场报价（单位：万元/吨）



资料来源：食品商务网、天相投顾

图表 7：公司调味品业务毛利率变化



资料来源：公司定期报告、天相投顾

1.4 锁定原材，成本控制得当

公司主要产品均为发酵生产，原材料玉米淀粉价格对公司成本影响较大。在玉米价格上涨带动下，玉米淀粉从 2010 年初的 2100 元/吨涨至目前 3200 元/吨，上涨幅度超过 50%。为规避原材料上涨风险，公司采取与原料供应商提前半年和签订供应合同方式，来锁定一定时期的玉米淀粉价格和供应量。通这种方式使在原材料价格上涨的同时，公司成本下降较快，调味品业务毛利率达到历年高点。

同时，公司通过改进工艺，改良菌种，使产品收率有所提高。十几年的技术积累，也进一步扩大了呈味核苷酸的成本优势。

此外，为利用北方靠近玉米产地等资源天然优势。公司与黑龙江省肇东市人民政府签订合作的框架协议，在黑龙江省肇东市设立全资子公司肇东星湖生物科技有限公司，并以政府拍卖形势收购了当地赖氨酸新厂，由于发酵设备是通用的，未来公司呈味核苷酸生产可能向资源充足的东北地区转移。

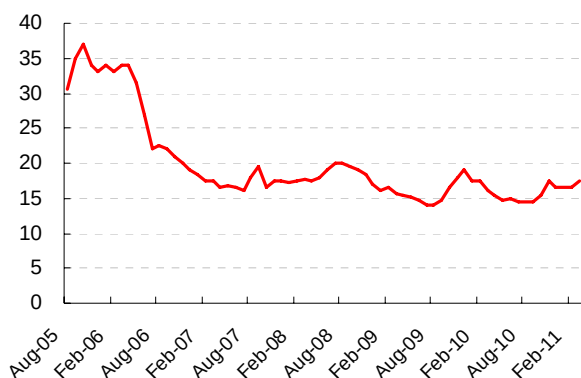
1.5 苏氨酸、利巴韦林盈利保持平稳

星湖科技饲料添加剂业务主要产品为苏氨酸产品。公司是国内最大的苏氨酸饲料添加剂生产企业，目前苏氨酸产能为 3 万吨/年。由于国内苏氨酸产能过剩严重，市场竞争比较激烈，近二年市场苏氨酸价格长时间处于低谷，价格变化幅度不大。目前市场主流苏氨酸价格在 16.5 元/kg 左右。

2010 年由于公司与原材料供应商提前签订供应合同，采取锁定成本方法，使公司苏氨酸毛利率有所提升。目前公司苏氨酸处于满负荷生产状态，但由于苏氨酸市场价格偏低，预计未来业绩难有较大幅增长。

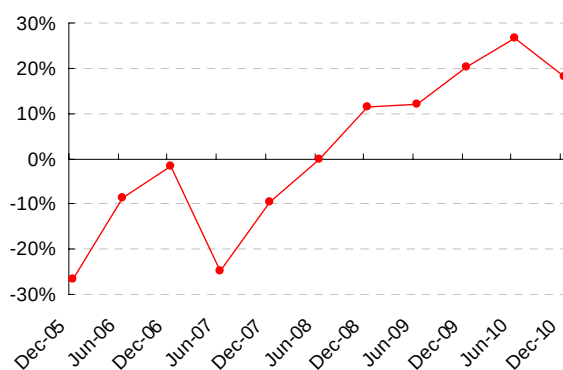


图表 8：国内苏氨酸市场价格（单位：元/kg）



资料来源：博亚和讯、天相投顾

图表 9：公司饲料添加剂业务毛利率变化



资料来源：公司定期报告、天相投顾

生化药业务中，公司肌昔、鸟昔不进行外售，全部供自生产呈味核苷酸(I+G)使用。利巴韦林又名病毒唑，是一种广谱抗病毒药物，星湖科技早在 2002 年就获得美国 FDA 原料药出口认证，是目前国内该产品唯一出口的厂家，产能约 500 吨/年。但因为利巴韦林是小品种用药，公司每年产销量变化不大。利巴韦林价格在全球疫情爆发时会有较明显上涨，公司销售随市场定价，不会主动提价，该业务对公司业绩贡献也比较稳定。

2. 双主业转型，铝板带业务开辟新的天地

2.1 广新集团入主，促双主业转型

广东省广新控股集团有限公司是广东省政府直属的国有大型企业集团，是广东省最大的外贸集团企业。主要业务涉及有色建材、矿冶化工、轻工食品、装备制造与电子电器、现代物流服务五大产业。近几年广新集团对实业项目的投资不断加大，并逐步加强资本运作。

图表 10：广新集团主要控股子公司及持股比例

100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	34.05%	50%	100%	100%	100%	16.55%	20.78%
广东省食品进出口集团公司	广东省轻工品进出口集团公司	广东省机械进出口集团公司	广东省土产进出口集团公司	广东省外贸开发公司	广东省五金矿产进出口公司	广东省东方进出口公司	中国包装进出口广东公司	广东外贸物资发展公司	广新控股有限公司	广东广新投资控股有限公司	广东省广告股份有限公司	湛江港广新能源矿业有限公司	广东广新置业发展有限公司	广东广新柏高科技有限公司	广东广新贸易发展有限公司	广东肇庆星湖生物科技股份有限公司	佛山塑料集团股份有限公司

资料来源：广新集团网站、天相投顾



2009 年 2 月 13 日，广新集团与肇庆市国资委签订了《股份转让协议》，将肇庆市国资委将所持有星湖科技 8624 万股股份协议转让给广新集团，同年 4 月 13 日登记过户办理完毕，广新集团变为星湖科技的第一大股东（持股 16.55%），肇庆市国资委退居第二大股东（持股 2.88%）。

广新集团的入主为公司带来了新的发展机遇。广新集团积极支持星湖科技扩大已有生物发酵主业产能，延伸产业链。同时，由于目前广新集团下并无适合的生物工程相关资产和技术人员，为推动星湖科技做大做强，将公司定位为华南地区最大的生物工程龙头及华南地区高端铝材基地，推动星湖科技向双主业转型。

公司在 2009 年年报中公布规划，表示要在 3-5 年内实现 50 亿元的销售收入。目前时间已经过了 1 年多，2010 年公司现有业务实现 13.76 亿元的销售收入，现有业务不足以支持公司增长计划，未来新材料铝材业务将是很大看点。

2.2 铝板带项目是新的利润增长点

2010 年 11 月，公司公告与广新集团及广东省清远市华南铜铝业有限公司（广新集团参股 39%），共同投资在肇庆设立广东星湖新材料有限公司，建设 10 万吨高精度铝板带项目，正式进入了铝材加工新领域。

10 万吨高精度铝板带项目，总投资 10.3 亿元人民币，其中星湖科技、广新集团及广东省清远市华南铜铝业有限公司的出资比例分别为 51%、19%和 30%。具公司估算项目达产后年平均年含税销售收入为 24.69 亿元，销售净利率约为 7-8%。项目将分两期投资建设，一期建设规模为年产 5 万吨高精度铝板带（包括高精度 PS 版铝板基 2.5 万吨，5 系列合金板带材 2.5 万吨）。根据建设进度，一期项目预计将于 2011 年下半年建成投产，年底出产品，2012 年达产。

公司进入高端铝材行业的一大优势在区域优势，目前国内大型铝材生产厂家都集中在北部地区及华东地区，珠三角地区尚没有一家具备规模经营高端铝板带生产企业。

PS 版铝基板是 PS 版生产过程的中间产品，即 PS 版的载体。PS 版（pre-sensitized plate）指一种铝基板经表面预涂感光涂层供胶版印刷用的印刷版，属于印刷行业新型感光耗材。PS 版铝基板毛利高于传统铝型材业务。随着国内印刷、包装业的高速发展，PS 版铝基板需求不断增长，但由于 PS 版基板的生产对熔体质量、晶粒度、均匀性和洁净度有很高的要求，目前高精度 PS 版铝基板国内产量仅能满足需求的 60%，每年尚需进口，公司产品将致力于进口替代，前景值得期待。

5 系列合金铝板主要用于制作集装箱、冷藏箱和汽车板等。目前国内集装箱主要以钢板为主，而国外主要以铝板为主，集装箱铝材是未来的发展方向。同时，华南地区有许多汽车生产企业，如广东省佛山就有一汽大众的生产基地，公司产品在珠三角地区将有较强的区域优势。

公司进入高端铝材行业的另一大优势在于，其大股东广新集团拥有铝矿资源、铝材加工、销售完整的产业链。集团旗下的华南铜铝业目前铝加工产能达到 17 万吨/年，居广东省第一。华南铜铝业与广西投资集团合资成立的广西来宾银海铝材股份有限公司拥有电解铝、铝箔板、铝型材等完善产业链，产能 40 万吨/

年，并靠近广西来宾铝矿资源及电解铝生产基地。此外，集团下的广东广新建材物资有限公司，开展铝产品贸易业务。依托广新集团和华南铜铝业的资源和技术，公司在铝材的加工和销售上会有明显的成本优势。

2.3 或将受益于广东省国资整合

广东省国资委曾明确表态，到“十一五”末上市公司的市值超过2万亿元，直接融资比例达到30%。2009年1月国家发改委发布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》提出，珠三角到2012年要培育出8家营业收入超过千亿元的“航母级”企业。2010年10月广东省国资委《加快省属企业经济发展方式转变的指导意见》也指出在未来五年，力争在现有基础上再形成3-4户资产超千亿元、1-2户营业收入超千亿元的国企航母。在政府的推动下，广东省属国有企业的资本运作将进一步提速，证券化率将进一步提高。

广新集团作为广东省国资下的“千亿航母”计划的种子选手之一，也将继续推进资本运作。根据公开信息，广新集团拟推动上市的公司包括：广东省广告股份公司、广东机械进出口国际招标股份有限公司、珠江桥股份有限公司、清远市华南铜铝业有限公司和香港威敏集团有限公司。

星湖科技作为广新集团下直接控股的二家A股上市公司之一，很可能成为广新集团资本运作的平台，不排除未来华南铜铝业有注入公司的可能性。

此外，广新集团下属的珠江桥股份有限公司已经报IPO程序。2010年7月为解决同业竞争问题，星湖科技已把部分调味品商标权转让给广东珠江桥生物科技股份有限公司，并停止了酱油、味精、复合调味料的产销业务，撤销从事食用味精及复合调味料生产销售的分支机构肇庆味精厂和全资子公司肇庆星湖调味品有限公司。目前星湖科技占其总股本的11%，为珠江桥的第二大股东。若珠江桥可顺利上市，星湖科技也将间接受益。

3. 狂犬病疫苗是未来业绩爆发的催化剂

公司控股子公司安泽康（北京）生物科技有限公司研发的冻干人用狂犬疫苗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月底取得SFDA批准的《药物临床试验批件》。由于该疫苗为国外同类产品，只需要进行三期临床，预计2012年可完成。2011年1月11日，公司公告安泽康开始实施冻干人用狂犬疫苗（鸡胚细胞）产业化项目。项目首期达产后产能为200万份/年，建设期为38个月。

狂犬病是致命性疾病，一旦发病死亡率接近100%，截至目前，世界上还没有一例狂犬病治愈的先例，接种狂犬病疫苗是预防狂犬病最有效的手段。近三年来，我国狂犬病发病率持续增长，年报告发病人数及病死人数均超过2000例，死亡人数高居我国30余种法定传染病报告病死数前三位，狂犬病疫苗需求旺盛。2009年国内狂犬疫苗造假事件曝光后，监管检验更加严格，业内一些企业因技术原因导致产品无法达标，因此狂犬病疫苗市场秩序向好，再现市场供不应求。

目前国内市场上销售人用狂犬病疫苗产品主要为Vero细胞培养的第二代疫苗，在销的精制鸡胚细胞培养的第三代疫苗只有Chiron公司（属诺华制药）一家的产品。



公司产品上市后将作为首家国内制鸡胚细胞培养的狂犬疫苗。

Vero 细胞的正式名称为“非洲绿猴肾细胞”，是传代细胞的一种。用于疫苗生产的细胞系均采用正常细胞群的连续传代后繁衍一定代数的细胞系。由于 Vero 细胞传代细胞调控生长的基因失调，使得传代细胞系具有无限的寿命，因此，理论上认为传代细胞系的 DNA 具有使其他细胞生长失控和产生致肿瘤活性的潜在能力，即存在理论上的潜在致肿瘤风险。目前 WHO 认为 130-150 代细胞无致肿瘤性，可以用于疫苗的生产。鸡胚细胞培养疫苗因不存在潜在致肿瘤风险，安全性优于 Vero 细胞培养的疫苗，且成本适中，将成为未来狂犬病疫苗发展方向。

狂犬疫苗属于二类疫苗，是自费接种疫苗。由各地疾控中心、医院等机构向疫苗生产企业购买，并对自愿注射者收取费用。目前进口疫苗价格几乎为国产疫苗价格的一倍以上，诺华同类产品销售价格为 580 元/人份，公司产品将面对进口替代市场，价格优势将十分明显。以公司产品 200/人份保守计算，预计项目首期达产后每年可新增销售收入 4 亿元。同时，而因审批程序及生产技术等壁垒，预计国内其他厂家进入一般要在 5 年以后。

狂犬疫苗产品将成为公司未来业绩上涨的催化剂。但由于狂犬疫苗项目建设期超过 3 年，预计短期之内还无法为公司贡献业绩。

4. 增发事项正在进行时

公司增发事项，2011 年 3 月 31 日获得中国证监会批复，核准公司向包括控股股东广新集团在内的不超过 10 名的特定投资者，非公开发行不超过 5000 万股股份，后续公司增发动作将较快实施。

根据之前公布的增发预案，公司拟非公开发行的发行价格不低于 9.60 元/股（基准日为 2009 年 11 月 11 日），拟募集资金净额不超过 4.85 亿元。主要用于投资年增 4,000 吨呈味核苷酸二钠技改项目。目前该项目已利用自筹资金提前建设。

5. 广发证券股票投资收益提升价值

截止至 2010 年 12 月 31 日，公司持有广发证券股票 740 万股，2010 年星湖科技将持有的广发证券股票从长期股权投资转入可供出售金融资产，公司表示根据市场情况，有可能择机动作一下。根据目前广发证券股价粗略测算，公司所持广发证券市值约 2.96 亿元，大约可贡献 EPS 0.43 元。持有的广发证券股票为公司股价带来想象空间。

6. 盈利预测与评级

盈利预测假设：

- 1) 呈味核苷酸新增 4000 吨/年产能于 2011 年 8 月建成投产，2013 年完全达产。假设产销率为 100%，2010 年分别销售 6000 吨、9200 吨和 10000 吨呈味核苷酸。公司呈味核苷酸销售价格基本保持稳定，随各生成厂家扩产，价格略有

下降，保持在 13-14 万元左右。

2) 苏氨酸和利巴韦林原料药销售保持平稳略增。

3) 铝板带项目仅考虑一期 5 万吨/年产能（按 51%的权益产能计算），一期项目于 2011 年三季度建成，2011 年内有少量产品产出，2012 达产 75%、2013 年完全达产，毛利率保持在 12%左右，随产能提高毛利率略有提高。

图表 11：公司主要产品销售收入预测

产品分类		2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
调味品	产能(吨)	6,000	6,000	10,000	10,000	10,000
	销量(吨)	5,000	5,000	6,000	9,200	10,000
	单价(万元/吨)	14.26	14.14	14	13	13
	收入(万元)	71,307	70,749	84,000	119,600	130,000
	yoy	64.64%	-0.78%	18.73%	42.38%	8.70%
	成本(万元)	39,505	34,411	42,000	60,996	67,600
	yoy	16.46%	-12.89%	22.05%	45.23%	10.83%
	毛利率	44.60%	51.36%	50.00%	49.00%	48.00%
饲料添加剂	收入(万元)	34,567	35,855	37,109	38,408	39,753
	yoy	12.54%	3.73%	3.50%	3.50%	3.50%
	成本(万元)	27,598	29,318	30,430	31,687	32,796
	yoy	1.57%	6.23%	3.79%	4.13%	3.50%
	毛利率	20.16%	18.23%	18.00%	17.50%	17.50%
生化药	收入(万元)	29,700	30,639	32,171	33,779	35,468
	yoy	28.43%	3.16%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本(万元)	20,986	18,055	19,302	20,268	21,281
	yoy	35.06%	-13.97%	6.91%	5.00%	5.00%
	毛利率	29.34%	41.07%	40.00%	40.00%	40.00%
铝板带	收入(万元)			10,625	47,813	63,750
	yoy				350.00%	33.33%
	成本(万元)			9,456	42,075	55,781
	yoy				344.94%	32.58%
	毛利率			11.00%	12.00%	12.50%
其他	收入	1,031	446	500	500	500
	成本(万元)	931	355	450	450	450
合 计	收入(万元)	136,605	137,688	164,405	240,100	269,471
	yoy	39.08%	0.79%	19.40%	46.04%	12.23%
	成本(万元)	89,020	82,139	101,638	155,475	177,908
	yoy	14.57%	-7.73%	23.74%	52.97%	14.43%
	毛利率	34.83%	40.34%	38.18%	35.25%	33.98%

资料来源：公司年报、天相投顾

图表 12: 星湖科技盈利预测表

单位 (万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	136,605	137,688	164,405	240,100	269,471
增长率 (%)	39.08%	0.79%	19.40%	46.04%	12.23%
减: 营业成本	89,020	82,139	101,638	155,475	177,908
毛利率 (%)	34.83%	40.34%	38.18%	35.25%	33.98%
减: 营业税金及附加	958	960	1,151	1,681	1,886
销售费用	4,636	4,103	4,932	7,203	8,084
管理费用	17,282	15,593	18,660	27,251	30,585
财务费用	1,196	1,617	1,315	1,801	1,940
期间费用率	16.92%	15.48%	15.15%	15.10%	15.07%
资产减值损失	1,103	163	0	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2,105	-434	0	0	0
营业利润	24,516	32,677	36,709	46,689	49,067
增长率 (%)	742.26%	33.29%	12.34%	27.19%	5.09%
加: 营业外收入	907	2,235	822	1,201	1,347
减: 营业外支出	442	1,283	329	480	539
利润总额	24,981	33,629	37,202	47,409	49,876
增长率 (%)	699.59%	34.62%	10.63%	27.44%	5.20%
利润率 (%)	18.29%	24.42%	22.63%	19.75%	18.51%
减: 所得税	2,613	5,366	5,580	7,111	7,481
实际税负比率 (%)	10.46%	15.96%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	22,368	28,263	31,621	40,298	42,394
归属于母公司所有者净利润	22,452	28,499	31,621	40,298	42,394
增长率 (%)	674.19%	26.93%	10.96%	27.44%	5.20%
净利润率 (%)	16.44%	20.70%	19.23%	16.78%	15.73%
少数股东损益	-84	-237	0	0	0
总股本 (万股)	52,110	52,110	52,110	52,110	52,110
每股收益 (元/股)	0.43	0.55	0.61	0.77	0.81
每股净资产 (元/股)	1.92	2.95	3.25	3.64	4.04
净资产收益率 (%)	22.38%	18.40%	18.66%	21.26%	20.11%

资料来源: 公司定期报告、天相投顾

7. 公司估值和投资建议

公司作为国有企业,经营风格比较稳健。不考虑公司所持有的广发证券投资收益,预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.61 元、0.77 元和 0.81 元,对应最新收盘价,动态 PE 分别为 22 倍、17 倍和 17 倍。目前化学原料药板块动态 PE 已达 35 倍,食品板块动态 PE 达 38 倍,公司估值明显偏低。随公司双主业的逐渐开展,铝板带项目二期的建设及未来狂犬疫苗上市,公司还将迎来爆发式增长,维持“增持”的投资评级。

以公司 2011 年业绩估算,呈味核苷酸业务约可贡献 EPS 0.53 元,饲料添加剂和生化药合计约贡献 EPS 0.18 元,新增铝板带业务约贡献 EPS 0.05 元。参考相关业务

可比公司 2011 年 PE，给予公司原有呈味核苷酸、饲料添加剂和生化药业务 25 倍的估值，价值 17.75 元；铝材业务给予 30 倍的估值，价值 1.50 元；合计星湖科技合理股价应为 19.25 元。公司目前股价为 13.50 元，还有很大的上涨空间。若考虑公司持有的广发证券股权价值，公司的股价可以提升更多。

图表 13：相关上市公司主要估值指标比较

分业务	股票代码	公司简称	EPS（元/股）			4 月 9 日 收盘价	PE（倍）			PB（倍）
			2010 年	2011 年	2012 年		2010 年	2011 年	2012 年	
原料药	600216	浙江医药	2.54	3.55	4.05	37.32	15	11	9	4.4
	002001	新和成	1.40	1.80	1.95	31.32	22	17	16	4.7
	600488	天药股份	0.12	0.21	0.25	9.53	79	45	38	3.3
	002332	仙琚制药	0.26	0.47	0.55	17.11	66	36	31	5.3
AVE							45	27	24	4.4
核苷酸、 氨基酸	600873	梅花集团	0.78	0.85	0.95	47.67	61	56	50	9.8
	000930	丰原生化	0.31	0.36	0.43	9.59	31	27	22	3.8
AVE							46	41	36	6.8
铝材	002082	栋梁新材	0.66	0.81	0.95	15.8	24	20	17	4.3
	002160	常铝股份	0.26	0.65	0.95	27.54	106	42	29	7.1
	000060	中金岭南	0.45	0.63	0.71	21.62	48	34	30	7.5
AVE							59	32	25	6.3

资料来源：天相投顾

8. 风险提示

1. 核苷酸价格大幅波动的风险。呈味核苷酸是公司当前第一大业务，最公司主要的收入、利润来源。公司业绩对呈味核苷酸价格变动敏感。若新进入企业采取极低价策略抢占市场份额，打破市场供需平衡，将造成呈味核苷酸市场价格大幅下跌，对公司产生较大的负面影响。

2. 铝板带项目低于预期的风险。公司原有业务和铝材业务毫不相管关，不能产生协同效应。公司介入铝材新领域，各方面的经验可能不足，存在管理风险，及项目产生效益低于预期的风险。

3. 狂犬疫苗产业化进程慢于预期的风险。公司冻干狂犬病（鸡胚细胞）疫苗，国内还没有企业生产同类产品，产品上市后存在市场认可的风险。

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客观与公正,但不对其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