

## 6183.HK 中国绿宝

未评级

## 成长型食用菌龙头，致力打造大健康产业

2016年03月04日

## 市场数据

报告日期	2016.03.04
收盘价(港元)	2.49
总股本(亿股)	5.0
总市值(亿港元)	12.45
股东净资产(亿元)	13.1
总资产(亿元)	13.6
每股净资产(元)	2.62

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度: 31/12	2012A	2013A	2014A	1H15A
营业收入(百万元)	425	472	546	364
增长率(%)	-	10.8%	15.7%	27.1%
毛利(百万元)	122	175	206	37
毛利率	28.63%	37.16%	37.66%	10.26%
核心净利润(百万元)	101	148	175	103
增长率(%)	-	46.2%	18.6%	9.2%
每股收益(元)	0.20	0.30	0.35	0.27

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

## 投资要点

- **行业集中度低, 公司成长空间较大:** 公司作为中国杏鲍菇第一大生产商, 2013年市场占有率仅为2.5%。未来两年内公司计划通过自有产能扩张和并购扩大公司现有菌种产能, 同时扩展其他新的菌种, 整体产能或从2016年到2017年上半年翻一番。同时, 公司具有强大的销售网络, 全国130余家客户及经销商, 销售产品到中国19个省市, 及全球50个国家与地区。
- **2H15公司业绩增速或上行, 未来盈利性有望趋稳:** 1H15公司毛利率回落, 主要受到杏鲍菇价格回落, 蘑菇和草菇成本上升影响。从3Q15开始杏鲍菇价格企稳, 4Q15迎来季节性反弹, 预计毛利率2H15出现环比增长。公司预计未来有望维持平稳的盈利水平, 首先杏鲍菇已达到市场供需平衡水平, 价格难出现大幅波动, 另外公司或将增加高毛利率渠道销售比重。
- **公司长期策略:** 公司致力于成为领先食用菌产品综合服务商, 力求维持业绩高成长, 在稳定盈利性的基础上, 通过自建产能并购等轻投资方式扩充现有菌种产能, 引进其他菌种, 形成公司新的业务增长点。另外, 打造亚洲大健康产品品牌。公司已研发生产的保健品已于2016年1月, 在新加坡和日本上市, 争取年内在中国国内上市。
- **我们的观点:** 公司市占率进一步提升的空间较大, 短期公司盈利能力或有恢复, 中长期公司大健康产业的开拓, 均有助于公司估值的提升。市场一致预期, 公司2015-17年收入/净利润复合增速分别为21%/20%, 目前股价低于发行价格, 对应2015/15年P/E为5倍和不足4倍, 建议投资者关注。
- **风险提示:** 食品安全; 生物资产公允价值调整; 菌菇价格的超预期下跌及成本的大幅上涨; 产能扩张和渠道拓展进度不达预期。

## 相关报告

## 海外消费研究

高级分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

联系人: 王佳卉  
wangjiahui@xyzq.com.cn

## 报告正文

## 公司简介

- **公司是全国食用菌产品的领先综合供货商：**其业务经营呈垂直一体化，覆盖种植及销售新鲜食用菌产品并生产及销售食用菌加工产品。公司主营产品包括杏鲍菇、蘑菇及草菇、罐头产品和其他加工食品，同时公司研发和生产的食用菌相关保健产品已于 2016 年 1 月在新加坡和日本上市。就产量而言，公司于 2013 年为中国杏鲍菇的第一大生产商及蘑菇的第七大生产商，所占市场份额分别为 2.5% 及 0.6%。
- **工厂化种植及循环利用技术支持公司高盈利能力：**公司具有高于行业平均水平的盈利能力，2014 年毛利率及纯利率分别达 37.7% 及 32.1%，1H15 总体毛利率虽有所下滑仍维持在 30% 以上。公司高盈利能力主要受益于其较高的食用菌栽培技术水平，公司的生物转化率高达 97-98%，同业一般为 95%；出菇废包率为千分之三，低于行业 3% 的一般水平；单包出菇量 0.45 公斤，行业平均 0.35kg。同时，公司的全株循环利用技术，将生产杏鲍菇的废菌包再循环利用，用来作草菇、双孢菇的培养基，体现了公司相对的成本优势。

## 投资要点：

- **行业集中度低，公司成长空间较大：**据公司预测数据，2014 年到 2018 年，中国杏鲍菇和蘑菇销量符合增速将分别为 14.7% 和 3.3%。而作为中国杏鲍菇第一大生产商，据市场最新统计数据 2013 年公司市场占有率仅为 2.5%。目前公司八个种植基地，种植基地占地面积约为 110 万平米。此外，公司在福建漳州建立两处加工食品基地，生产基地总建筑面积约为 2.3 万平米。公司未来两年内仍将通过自有产能扩张和并购的途径扩大公司现有菌种产能，并不排除扩展其他新的菌种。同时，公司目前已拥有较强的销售网，通过全国 130 余家客户及经销商，销售产品到中国 19 个省市，及全球 50 个国家与地区。公司渠道中近 70% 的客户为餐饮客户，已具备一定品牌效应。公司预计，整体产能或从 2016 年到 2017 年上半年翻一番。
- **2H15 公司业绩增速或上行，未来盈利性有望趋稳：**1H15 公司毛利率回落，主要受到蘑菇产品盈利性下降，而蘑菇产品占公司总收入的 74%，其中杏鲍菇价格下降 13% 影响毛利率回落，蘑菇及草菇价格虽有小幅上涨，杏鲍菇的废菌包今年不能支持蘑菇和草菇种植面积的提升，外购原材料增加形成蘑菇及草菇毛利率下降。从 3Q15 开始杏鲍菇价格企稳，4Q15 迎来季节性反弹，预计公司毛利率 2H15 会出现环比增长。蘑菇和草菇价格延续单边上涨行情，但短期内杏鲍菇扩产尚未完成前，种植蘑菇和草菇的牛粪及稻草外购成本仍难回落，预计蘑菇和草菇的盈利性在 2017 年有明显提升。公司预计未来有望维持平稳的盈利水平。一方面，杏鲍菇目前已达到市场供需平衡水平，价格难出现进一步大幅下跌，或平稳在 6-7 元/公斤左右的水平，而公司循环利用

技术带来的成本优势将持续。另外，公司表示未来或将增加海外和商超等高毛利渠道的销售比重来稳固公司的较高盈利水平。

- **公司长期策略：**公司致力于成为领先食用菌产品综合服务商，为食用菌种植企业提供上、下游配套，提升供应链的产出和质量，进而提升公司的品牌和市场占有率。同时，公司力求维持业绩高成长，在稳定盈利性的基础上，通过自建产能并购等轻投资方式扩充现有菌种产能，引进其他菌种，形成公司新的业务增长点。另外，打造亚洲大健康产品品牌。公司瞄准了中国庞大的保养品市场，在日本和新加坡成立分公司，利用当地先进的研发和生产技术，打造了食用菌保健品鹿角灵芝茶，食用菌功能性保健品包括肝宝胶囊、虫草玛卡胶囊以及灵芝孢子王胶囊，2016年1月已经在新加坡和日本上市，争取年内在中国国内上市。
- **我们的观点：**公司在集中度不高的市场上未来具有市占率进一步提升的较大空间，同时借助其较高食用菌栽培技术水平，享有成本优势，通过调整销售渠道控制产品均价，预计未来盈利性相对稳定。短期公司盈利能力或有恢复，中长期公司大健康产业的开拓，均有助于公司估值的提升。公司股权结构相对稳定，中粮作为公司第二大股东，持有公司 5.29% 股权，未发生过减持行为。公司 2012-2014 年的生物资产公允价值调整分别占营业收入的 23%/31%/38%，而 1H15 该比例为 36%。公司平均菌种生命周期为 53 天，相对其他农业品种生物生命周期短，生物资产公允价值变动风险相对较小。根据 Wind 市场一致预期（仅一家覆盖），公司 2015-17 年收入/净利润复合增速分别为 21%/20%。公司目前股价低于公司股票发行价格为 4.71 港币，对应 2015/15 年 P/E 分别为 5 倍和不足 4 倍，建议投资者关注。
- **风险提示：**食品安全；生物资产公允价值调整；菌菇价格的超预期下跌及成本的大幅上涨；产能扩张和渠道拓展进度不达预期。

## 投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场;

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;

增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyiqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					



香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。