



中报业绩平稳, 下半年毛利率将快速回升

报告摘要

中报业绩平稳增长。中国绿宝公告了2015年上半年业绩:收入为3.64亿元,同比增长27.1%。其中,杏鲍菇、蘑菇及草菇、罐头食品及其它加工食品的销售额分别为1.06亿元、1.62亿元、0.51亿元以及0.45亿元,毛利率分别为31.5%、40.5%、13.9%及13.9%,总体毛利率为30.82%,同比下降6.17个百分点,毛利率下降的主要原因是杏鲍菇上半年价格下降较快,由去年同期的7.61元/公斤下降到6.66元/公斤,相应的,杏鲍菇业务的毛利率由去年同期的37.6%下降为今年的31.5%;公司采用“全株循环利用技术”,对杏鲍菇生产后的废菌包进行循环再利用,用于草菇、双孢菇的培养基,提高综合利用率,降低生产成本。而绿宝的蘑菇及草菇虽然平均售价较去年同期略有提升,由7.54元/公斤上涨至7.67元/公斤,但今年种植面积上大幅度提升,杏鲍菇的废菌包补蘑菇及草菇不够,这样蘑菇及草菇还需要外购稻草及牛粪等传统原材料,造成成本提升,因此毛利率有所下降,由去年同期的47.4%下降为今年的40.5%。我们认为随着公司下半年淘汰老旧落后产能,实施新产能及技术升级,将来带来杏鲍菇产能的提高,从而能提供足够的废菌包为做原材料补充蘑菇及草菇,该部分毛利率有望快速回升;而杏鲍菇价格在3季度企稳后,四季度将迎来传统的价格上涨旺季,预计公司下半年杏鲍菇毛利率会出现环比的明显回升。

未来发展战略清晰。公司作为中国食用菌行业的龙头企业,通过20年的沉淀,已成为中国食用菌产品的领先综合供应商,不仅具有广泛的销售渠道优势,同时具备较强的研发实力、卓越的生产控制能力以及成熟的食物加工经验,能够为食用菌工厂的生产、技术、管理、销售等环节提供系列服务解决方案,在整合行业内闲置产能、提升资产效益的同时,利用第三方产能迅速在全国范围内推广以“绿宝”品牌为核心的食用菌产品,将绿宝公司逐步打造为食用菌产业的综合服务商。公司积极开展区域食用菌贸易,掌握区域定价权:食用菌等农产品受自身属性的制约,为确保新鲜食用菌产品能够及时被终端消费,工厂设定了最佳的物流半径,进而限制了农产品的流通范围。通过多年的经销商渠道积累与沉淀,公司计划在适宜的区域内开展多品种食用菌贸易业务,通过与当地厂家合作,掌握该区域的食用菌流通货源,从而获得区域定价权,在避免区域不必要竞争的同时,携手食用菌工厂共同促进该区域的食用菌产业持续健康发展。在国家一带一路战略带动下,公司首先关注到西北地区的食用菌发展现状,将结合公司的战略布局需要,适时介入该区域的食用菌贸易业务。此外,公司也通过线上、线下渠道双拓展,品牌直击终端:食用菌产品在商品流通过程中,绝大多数食用菌产品的品牌仅在经销商或批发商渠道中被接受,但品牌形象难以进入终端渠道,主要由于在整个长流通过程中,每个经销环节都通过拆分的形式不断地将货品分配到下一环节。为使“绿宝菇、放心菇”的产品理念以及“健康、营养、绿色”的品牌形象植入终端消费者心中,公司将寻觅行业中领先的线上、线下鲜蔬或食用菌销售平台,将公司食用菌产品直供终端环节。利用线上、线下相结合的优势,在推广品牌的同时,引导市场的消费需求,推动食用菌行业快速发展。

维持“买入”评级。我们预计,绿宝2015-2017年收入分别为6.30亿、7.99亿、11.12亿元人民币,净利润分别为2.09亿、2.92亿、3.57亿人民币。公司在手现金9亿元,给予2015年9倍市盈率,对应目标价5.27港元。

风险提示。1) 生物资产公允价值调整; 2) 食品安全问题; 3) 行业新进入者竞争

评级:

买入

上次评级: 买入

目标价格:

5.27 港元

期限: 12个月

上次预测: 5.27 港元

现价(2015年8月28日): 2.13 港元

报告日期:

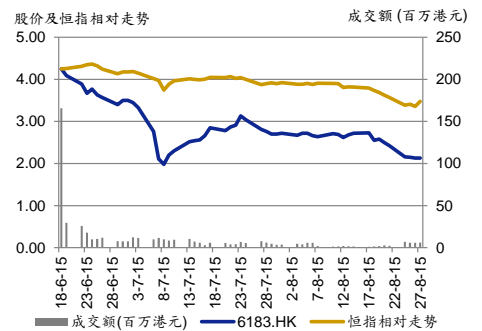
2015-8-28

总市值(百万港元)	1,065.00
流通市值(百万港元)	1,065.00
总股本(百万股)	500.00
流通股本(百万股)	500.00
12个月低/高(港元)	1.66/4.7
平均成交(百万港元)	6.90

股东结构

郑松辉	54.78%
中粮股权投资基金	5.29%
其它	39.93%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-13.88	NA	NA
绝对收益	-24.20	NA	NA

数据来源: 彭博、港交所、公司

许海韬

+852-22131422

行业分析师

xuhaitao@eif.com.hk

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010