

公司报告

招商证券(香港)有限公司

神冠控股 (829 HK)

调研纪要: 发展胶原蛋白产品多样化

- 中国第一大胶原蛋白肠衣制造商, 占有国内70%的市场份额
- 从单一的肠衣生产商向以胶原蛋白技术为核心的多样化方向发展, 进入食用级和药用级明胶、化妆品、保健食品领域
- 目前交易价格为11.9倍2015年预期市盈率, 较国际同业低34%

核心业务增长放缓, 2015年销售前景好于2014年

神冠控股是中国第一大胶原蛋白肠衣制造商, 目前占有国内70%的市场份额, 预计未来领导地位仍然保持。由于中国经济增长减速, 2012-2014年全国肉制品产品增长仅分别为5.4%、1.8%和2%。公司产品单一并受制于下游客户的需求, 2014年收入和利润同比下滑15.2%和29.0%至14.0亿和5.4亿人民币。收入下降的主因是2014年集团改进工艺, 从而折价销售旧工艺产品及库存, 导致平均售价下降。随着旧工艺产品于2014年大部分沽清, 2015年销售前景将好于2014年。

未来主要发展策略是胶原蛋白产品多样化

公司是国内最大的胶原蛋白技术应用者, 因此未来的主要发展策略是充分发挥胶原蛋白技术应用领先的优势, 从单一的肠衣生产商向以胶原蛋白技术为核心的多样化方向发展。2015年计划投入资本开支约1.8亿, 除继续对生产设备进行改造和提升, 将围绕大健康产业, 进入食用级和药用级明胶、化妆品、保健食品领域。

公司已开始为多元化发展布局

2015年1月, 公司收购三箭制药全部股权, 代价为人民币481万元, 从而使公司具备了药品生产资质。并于2015年3月邀请中央千人计划医学专家周斌兵博士加盟担任技术顾问。未来公司计划招聘一批生物工程、食品工程、日用化工、项目投资、电商营销等高级人才。

估值

神冠控股目前交易价格为 11.9 倍 2015 年预期市盈率, 较国际同业低 34%。主要风险为下游企业自行生产肠衣; 下游产业企业大幅减少采购。

盈利预测及估值

人民币百万元	2011	2012	2013	2014
营业额	1,502	1,648	1,654	1,403
同比增长(%)		10%	0%	-15%
净利润	689	748	771	547
同比增长(%)		9%	3%	-29%
每股盈利(元)	0.21	0.23	0.23	0.16
每股股息(元)	0.09	0.12	0.15	0.09
市盈率(X)	15.3	14.1	13.7	19.2
市净率(X)	0.5	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	36%	32%	29%	21%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

华玲

755-83277471

hualing@cmschina.com.cn

最新变动

未评级

前次评级	N/A
股价	HK\$2.54
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	N/A
前次目标价:	N/A

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
829 HK	7.2	9.0	-19.0
HSI	16.1	20.4	24.4

行业:

恒生指数	28061
国企指数	14489

重要数据

52周股价区间(港元)	1.99-3.45
港股市值(百万港元)	8360
日均成交量(百万股)	6.2
每股净资产(港元)	1.01

主要股东

富通有限公司	57.76%
仙盛有限公司	7.51%
神冠生物科技投资有限公司	0.11%
周亚仙等	0.01%
总股数(百万股)	2160
自由流通量	34.6%

相关报告

神冠控股调研要点

我们调研了神冠控股(829 HK)位于广西梧州的三个生产基地,并和公司主席兼总裁周亚仙女士、副总裁以及财务总监进行了交流。

公司的核心竞争力: 1) 产品质量稳定; 2) 规模效益带来的成本优势

1) 产品质量稳定。牛皮小分子结构活跃,因此维持其胶原蛋白制品的稳定性是最大的技术难点,神冠控股30多年专注胶原蛋白研究开发,积累了丰富的经验,已突破了技术难点。因此公司能够根据客户的需要调整配方及生产线,持续提供质量稳定的产品。2) 规模效益带来的成本优势。公司现于广西梧州市拥有3个生产基地,占地面积1200多亩(约80万平方米),共288条生产线,胶原蛋白肠衣年生产能力超过50亿米,为国内最大的胶原蛋白供应商。

未来主要发展策略是胶原蛋白产品多样化

公司是国内最大的胶原蛋白技术应用者,这一技术应用广泛,属于生物技术产业,也是新的领域。因此公司未来的主要发展策略是充分发挥胶原蛋白技术应用领先的优势,从单一的肠衣生产商向以胶原蛋白技术为核心的多样化方向发展。围绕大健康产业,打造胶原蛋白在食品、保健品、药品等方面应用的原材料及相关产品的生产基地。发展构想包括:

■ 食用级和药用级明胶

需求情况: 目前全球明胶产量32万吨(中国20万吨),过去5年每年增长达10%,预期未来几年增长将达15%以上。

公司优势: 公司具备食品药品生产资质,证照齐全;具有充足的原材料供应;具有先进技术达到国家环保标准的设施。

■ 化妆品 公司可生产护肤品原料胶原蛋白肽粉,此外也考虑通过建设电商团队销售胶原蛋白美容面膜。

需求情况: 化妆品市场一直保持高速增长,年平均增长超过15%,2014年销售额达1825亿元人民币。未来五年也有望保持10%以上的年均增长。

公司优势: 1) 公司与90年代初就通过“露仙娜”品牌生产和销售化妆产品,具有一定技术优势。2) 目前用牛皮小分子结构为原料的化妆品国内生产商不多,以胶原蛋白为原材料生产化妆品是公司的优势,产品有明显的特点。

■ 保健食品 生产胶原蛋白功能性保健食品

需求情况: 随着人们生活水平的不断提高,人们对保健产品需求日增,保健食品品类繁多,市场前景广阔,2014年中国保健品市场销售额达1600亿人民币。

公司已开始为未来多元化发展布局

■ **收购制药企业,获得药品生产资质。**2015年1月,公司与控股股东之一周亚仙女士之配偶沙曙明先生订立股权转让协议,购买三箭制药全部股权,代价为人民币4,810,000元,从而使公司具备了药品生产资质。

■ **加强技术团队建设。**公司于2015年3月23日邀请医学专家周斌兵博士加盟担任技术顾问。周博士是中国组织部第八批中央千人计划和上海市第二批千人计划引进专家,现任上海交通大学医学院儿科转化医学研究所所长,上海交通大学医学院转化医学协同创新中心首席科学家,美国新泽西医科大学兼职教授。未来公司计划招聘一批生物工程,食品工程,日用化工,项目投资,电商营销等高级人才。

■ **检测中心取得法定检测能力。**2015年公司旗下中冠检测技术服务公司取得独立第三方食品检验机构资质认定。中冠公司拥有国内最先进的胶原蛋白产品检测仪器,为神冠发展胶原蛋白原料基地以及相关产业奠定基础。

图1: 明胶是公司的重点发展方向



来源: 网络, 招商证券(香港)

图2: 胶原蛋白面膜将是公司技术应用领域



来源: 网络, 招商证券(香港)

公司简介与估值

神冠控股是中国第一大胶原蛋白肠衣制造商，目前占有国内 70% 的市场份额，预计未来领头地位仍然保持。世界最大胶原蛋白制造商英国 Devro 占据全球一半的胶原蛋白市场。自公司推出用于西式低温肉的胶原蛋白肠衣以来，促进了低温肉制品在我国的迅速推广，及双汇、雨润等龙头公司在该品类产品上的快速发展。公司产品相对国际同业有着明显的价格优势，公司有望在满足国内市场需求后快速打入国际市场。公司为中国首家取得食用胶原蛋白肠衣技术发明专利的公司，并拥有一批国家授权的专利发明。尽管有四项专利保护期截止到 2005 年或 2016 年底，但公司生产工艺与设备很难被新进入者复制，我们了解到公司最大客户慑于技术壁垒也无力纵向一体化地进入这个领域，所以我们认为公司在相当长的一段时间里可以继续保持这种优势。

广西为中国牛皮集散地，公司原料采购有“地利”之优。公司相对同业具有原料采购稳定、采购成本低的优势，加之控制得当的管理费用使得公司在国内市场比国际同业更具有竞争优势，享有高毛利率，未来可能依赖降价策略保持公司规模效应。

神冠控股目前交易价格为 11.9 倍 2015 年预期市盈率，较国际同业低 34%。公司主要风险为下游企业自行生产肠衣；下游产业企业大幅减少采购。

图3: 国际同业与下游客户估值表

公司名称	股票代码	市值 (当地货币/百万)	P/E (X)			P/B (X)			ROE (%)		
			FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E
神冠控股	0829 HK	8,360	19.2	11.9	11.4	0.3	2.3	2.1	20.8	20.5	19.3
肠衣 (欧美)											
Devro	DVO LN	479	117.3	19.1	16.9	3.8	3.3	2.9	3.0	18.1	18.5
Viscofan	VIS SM	2,054	19.8	23.2	21.6	3.6	4.3	3.9	19.4	19.9	19.2
平均			52.1	18.0	16.6	2.6	3.3	3.0	14.4	19.5	19.0
港股下游客户											
雨润食品	1068 HK	5,742	154.6	69.3	46.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	1.1
万洲国际	0288 HK	78,220	8.9	11.0	10.0	1.6	1.7	1.5	20.7	16.4	16.3
A股下游客户											
双汇发展	000895	69,428	19.9	19.6	17.2	6.0	5.3	4.2	27.1	27.1	27.6
平均			56.6	25.7	20.5	2.6	2.9	2.5	15.2	17.1	17.0

来源: 彭博, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014
流动资产	1,089	1,328	1,506	2,055
现金及现金等价物	488	720	641	400
交易性金融资产	-	-	-	-
其他短期投资	204	-	56	-
应收账款及票据	166	186	218	200
其它应收款	48	52	90	63
存货	182	205	500	847
其他流动资产	-	164	-	546
非流动资产	1,103	1,555	1,679	1,644
长期投资	51	144	98	124
固定资产	923	1,244	1,406	1,338
无形资产	106	106	116	122
其他	24	60	60	59
资产总计	2,192	2,883	3,185	3,699
流动负债	237	440	501	998
应付账款	52	41	109	98
应交税金	18	24	22	12
短期借款	43	167	200	783
其他	124	208	170	105
长期负债	50	98	40	65
长期借款	20	60	-	-
其他	30	38	40	65
负债合计	287	538	541	1,063
股本	29	29	29	28
留存收益	709	1,144	1,443	1,971
其它储备	1,168	1,173	1,173	636
少数股东权益	-	-	-	-
归属于母公司所有者权益	1,905	2,345	2,644	2,636
负债及权益合计	2,192	2,883	3,185	3,699

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014
经营活动现金流	697	763	467	281
净利润	689	748	771	547
折旧与摊销	46	55	75	93
营运资本变动	5	10	(321)	(342)
其他非现金调整	(43)	(50)	(58)	(17)
投资活动现金流	206	(337)	(144)	(423)
资本性支出	(235)	(440)	(215)	(58)
出售固定资产收到的现金	1	0	0	0
投资增减	960	1607	1307	180
其它	0	(164)	164	(546)
筹资活动现金流	(717)	(151)	(503)	11
债务增减	(77)	164	(27)	585
股本增减	0	4	0	(59)
股利支付	259	312	462	499
其它筹资	(382)	(7)	(14)	(17)
其它调整	(517)	(623)	(923)	(997)
现金净增加额	185	273	(179)	(132)

利润表

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014
主营业务收入	1,502	1,648	1,654	1,403
营业成本	572	689	687	633
毛利	930	959	967	770
其他收入	63	70	73	38
销售、行政及一般费用	124	102	100	117
其他营业费用合计	-	-	-	-
营业利润	868	928	940	691
利息支出	0	-	6	15
利息收入	-	2	-	-
权益性投资损益	-	-	-	-
其他非经营性损益	-	-	-	-
非经常项目损益	-	-	-	-
除税前利润	868	930	934	676
所得税	163	182	163	129
少数股东损益	15	-	-	-
归属普通股股东净利润	689	748	771	547
EPS (元)	0.207	0.225	0.232	0.165

主要财务比率

	2011	2012	2013	2014
年成长率				
营业收入		10%	0%	-17%
营业利润		7%	1%	-27%
净利润		9%	3%	-29%
获利能力				
毛利率	61.9%	58.2%	58.5%	54.9%
净利率	44.1%	43.5%	44.7%	38.0%
ROE	36.2%	31.9%	29.2%	20.8%
ROIC	35.8%	29.1%	27.3%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	13.1%	18.7%	17.0%	28.7%
流动比率	4.6	3.0	3.0	2.1
速动比率	3.8	2.6	2.0	1.2
营运能力				
资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.4
应收帐款周转率		7.6	6.3	5.1
应付帐款周转率		14.8	9.2	6.1
估值比率				
PE	15.3	14.1	13.7	19.2
PB	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.6	1.4	1.3	1.8

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828