



未有评级

600238.SS

价格: 人民币 10.26

板块评级: 增持

本报告要点

- 保健酒新园区建设将为长期发展打下良好基础
- 白酒行业景气，公司白酒业务收入增长迅速，带动酒业综合毛利率提升

我们的观点有何不同？

- 我们认为公司硬件好转，主业梳理力度加大，未来大发展的基础已经开始夯实
- 我们认为公司需要顶层设计以解决制度劣势

主要催化剂/事件

- 顶层设计出现实质转机，如公司引入战略投资者
- 营销调整取得较好效果，销售额及毛利率上升

股价表现



	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	40	2	35	(9)
相对新华富时 A50 指数	29	4	30	10

发行股数(百万)	448
流通股(%)	32.69
流通市值(人民币 百万)	3,094
3个月日均交易额(人民币 百万)	68
主要股东(%)	
海口市国有资产经营公司	17.72

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月13日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*苏铖为本报告重要贡献者

海南椰岛

硬件好转，主业梳理，顶层设计决定大发展

公司 2011 年报显示：2011 年营业总收入 15.27 亿元，同比下降 4.85%；实现营业利润-7,016 万元，同比下降 127.86%；实现利润总额-2,619 万元，同比下降 112.08%；实现归属上市公司股东净利润-3,901 万元，同比下降 119.86%，扣除非经常损益后净利润为-1.02 亿元，同比大幅下降。每股收益-0.09 元。市场对公司跟踪较少，没有较为一致的预期，但公司此前已经做出接近的业绩预告。

要点

- 市场对公司业绩无有效一致预期，但维持 2011 年业绩洼地判断，公司基本面，尤其是硬件条件已经显著好转，为未来发展夯实基础。
- 主业梳理力度加大，淡出油脂、淀粉等长期微利或亏损业务，集中发展酒业，审慎发展房地产，推进燃料乙醇。
- 白酒景气，增速较快，预计 2011 年白酒业务收入增长 100%以上。保健酒受酒厂搬迁影响，正在恢复当中，礼品保健酒旺季发货力度减小，餐饮渠道销售表现良好。
- 公司制度劣势以及治理缺陷须顶层设计解决，这将决定公司能否抓住机遇实现大发展。
- 期待进一步梳理和明晰产权，增进管理层激励，解决管理层利益同股东利益一致性问题。

主要风险

- 各方对公司顶层设计推动力不强，实施进度低于预期。
- 保健酒营销改革效果不明显。
- 公司治理风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,466.04	1,604.93	1,527.14	-	-
变动(%)	34.55	9.47	(4.85)	-	-
净利润(人民币 百万)	114.17	196.4	(39.01)	-	-
全面摊薄每股收益(人民币)	0.25	0.44	(0.09)	-	-
变动(%)	150.6	72.03	(119.86)	-	-
摊薄市盈率(倍)	41.0	23.3	-	-	-
每股经营现金流量(人民币)	1.06	0.14	(0.51)	-	-
价格/每股现金流量(倍)	9.7	73.3	-	-	-
净资产收益率(%)	18.1	26.7	(5.9)	-	-
每股股息(人民币)	0	0.056	0	-	-

资料来源: 公司数据及中银国际研究 (每股经营现金流量按当年股本计)

业绩概述

公司 2011 年报显示：2011 年营业总收入 15.27 亿元，同比下降 4.85%；实现营业利润 -7,016 万元，同比下降 127.86%；实现利润总额 -2,619 万元，同比下降 112.08%；实现归属上市公司股东净利润 -3,901 万元，同比下降 119.86%，扣除非经常损益后净利润为 -1.02 亿元，同比大幅下降。每股收益 -0.09 元。

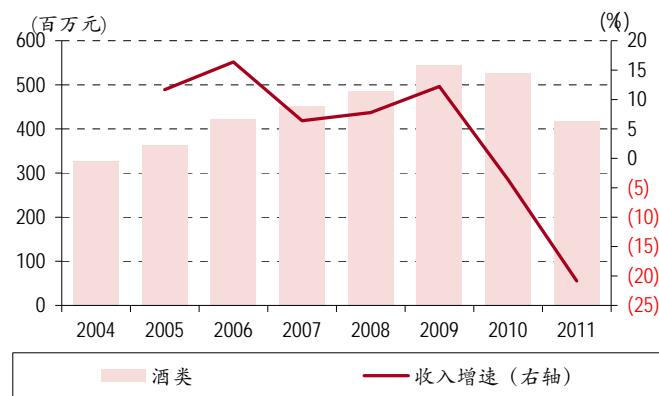
市场对公司跟踪较少，没有较为一致的预期，但公司此前已经做出接近的业绩预告。我们此前的未有评级报告并未对公司 2011-12 年业绩进行预测，以提示基本面的变化以及交易性机会为主。

2011 业绩洼地，2012 年轻装上阵

2011 年净利润大幅下滑主要原因有：

- 1) 盈利能力最好的酒类业务收入同比下降；
- 2) 酒类业务毛利率较大幅度下滑，带动综合毛利率大幅下滑，一个主要原因是高端产品由于酒厂搬迁造成产销量下降；
- 3) 营业税金率以及三项费用率合计较上年增长 2.32 个百分点；
- 4) 扣除非经常损益后净利润同比大幅下滑的最主要原因是三安光电股权转让收益同比大幅减少。

图表 1.历年酒类业务收入及增速



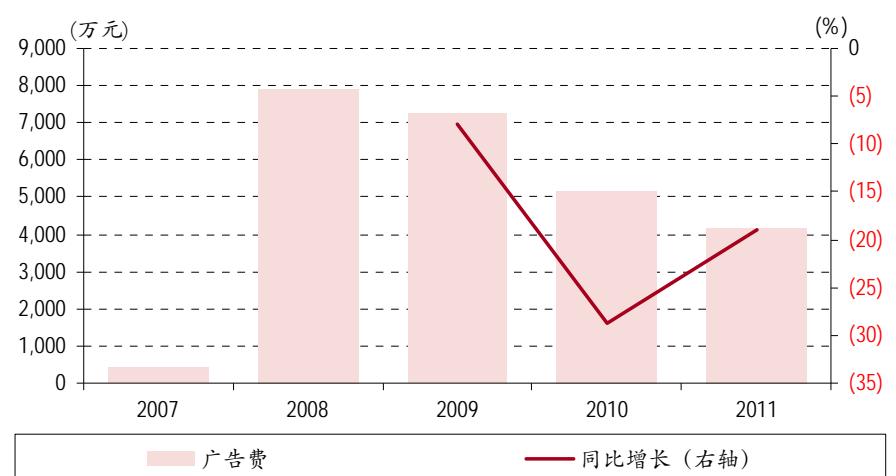
资料来源：公司公告

图表 2.酒类业务毛利率和综合毛利率



资料来源：公司公告，中银国际研究整理

图表 3. 广告费投入



资料来源：公司公告，中银国际研究

酒类业务收入下滑，主要是保健酒产销下降。中高价位酒生产恢复缓慢，上半年酒类业务同比增长 8.2%，下半年酒类业务收入下降 31.2%，其中第四季度保健酒销售政策调整是其中一个主要原因，尤其是 11、12 月份，公司没有采取往年惯用销售策略，即向商超礼品渠道和经销商压货，以让利吸引经销商打款进货，这导致礼品市场销售收入下滑，差异大致在 1.5 亿元附近。而普通装餐饮渠道产品实际灌装量增加 25% 左右，由于销售额占比略小，整体收入下降。

2011 年第四季度未有向渠道和经销商压货，克服寅吃卯粮恶性循环，第二年退货情况将大为改观，对 2012 年上半年的收入增长形成正面支撑，普通装和餐饮渠道装的增长，表明普通消费群体接受度比较稳定，销售基础仍在。

我们预计白酒业务收入增长较快，增速在 100% 以上，约 8,000-9,000 万。这同白酒行业整体产量和收入增速都很快的情况接近。公司营业税金同比增长显著快于酒类收入增速，同时营业税金率中主要是消费税同比增长 19.82%。海南本地酒类市场保持了良好的发展势头，海口大曲白酒系列产品的宣传力度不断加强，市场效果明显，白酒的市场份额不断增大，“知客”、“古调”、“品德”、“儒法堂”四个海口大曲系列品牌影响力不断增强，同时，海南米酒、三椰春、宝岛白等各类低端产品市场覆盖面继续扩大。

食品饮料业务增长快，椰汁贡献大。椰汁产品带动食品饮料业务收入快速增长，上半年食品饮料业务收入仅 1,554 万元，全年收入 5,402 万元，主要是椰汁贡献，椰汁收入超过 4,000 万元，毛利率也由上半年 22.65% 上升至 27.62%。公司椰汁业务收入在完全委托加工情况下实现，显示出公司椰岛品牌的影响力，以及市场对海南本土大企业进军椰汁领域的接受度高。未来公司食品和饮料板块将合二为一，精简机构，加强合力。期待有所发展。

业务梳理，着力突出主业

公司已经淡化位于湖北的油脂业务，2011 年度，该项业务收入仅 2,486 万元，同比下降 87.40%；公司最近对淀粉业务进行重组，以实物资产作为主要出资，同专业淀粉企业进行合作，让出控股权。淀粉业务重组有利于盘活资产和减轻上市公司负担。海南椰岛的淀粉业务发展并不顺利，2005 年以来，淀粉业务大多数年份均为微利或亏损，2010 年度洋浦淀粉总资产 1.47 亿元，负债总额 1.39 亿元，净资产仅 815 万元，2010 年度，洋浦淀粉营业收入 2,121 万元，净利润亏损达 1,110 万元。2011 年度，公司淀粉业务继续亏损，对上市公司业绩形成拖累。

2012年公司将审慎开发房地产。海口市中心位置的椰岛广场2011年11月开盘预售，受调控影响，预售效果不及预期，目前公司房地产销售“合同成交额”超过2亿（椰岛广场为主），实现现金流低于目标。2012年，公司将加强营销，争取销售5亿（楼盘总量11亿左右）。此外，公司阶段性停止新盘开发。

顶层设计促公司大发展

业务多元，酒业占比低。公司目前面临最突出问题是发展问题，公司此前走过多元化弯路，目前来看，公司主业仍然是酒类企业当中最不突出的。2011年公司酒类业务收入占比27.3%，贸易业务占比最高，2012年若房地产业务收入达到5亿元，则酒类业务收入占比仍不能得到提升。白酒上市公司在本轮景气当中主业大部分趋于高度清晰，聚焦主业战略推动酒业快速发展。公司淡出油脂、淀粉等业务是一个良好开端。

股权结构和治理缺陷须顶层重新设计。蓬勃发展的白酒行业，多数企业股权较为集中，同时拥有强有力的股东或高度职业化的经营团队。例如国资意志占主导的茅台、五粮液、汾酒等，高度职业化团队领衔的洋河，而公司作为海南的“一张名片”，国资作为其大股东仅占17.72%的股份，第二大股东持股14.97%，其他股东持股均低于2%，且第一、二大股东并非一致行动人，此外，公司管理团队利益同股东利益并不完全一致，这都造成公司制度劣势，尤其同洋河乃至剑南春这样的企业有较大差距。

顶层设计的最直接方式之一是引入战略投资者。酒业繁荣的大背景下，海南地方不会轻易错失将海南椰岛酒类板块以及特色食品饮料板块做大做强的机遇。为此，梳理和明晰公司产权、理顺管理层同股东利益显得十分必要和紧迫。

图表 4.公司 2011 年利润表分析

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业总收入	1,604.93	1,527.14	(4.85)
营业收入	1,604.93	1,527.14	(4.85)
营业总成本	1,622.30	1,634.54	0.75
营业成本	1,310.36	1,311.27	0.07
营业税金及附加	37.37	47.60	27.36
销售费用	159.77	155.56	(2.64)
管理费用	84.85	104.74	23.44
财务费用	20.44	15.25	(25.42)
资产减值损失	9.50	0.13	(98.66)
其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	269.18	37.25	(86.16)
汇兑净收益	0.00	0.00	
营业利润	251.81	(70.16)	(127.86)
加: 营业外收入	41.27	50.03	21.24
减: 营业外支出	76.31	6.06	(92.06)
利润总额	216.77	(26.19)	(112.08)
减: 所得税	21.25	13.57	(36.15)
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	
净利润	195.52	(39.75)	(120.33)
减: 少数股东损益	(0.88)	(0.75)	(14.81)
归属于母公司股东的净利润	196.40	(39.01)	(119.86)
每股收益(元)	0.44	(0.09)	
盈利能力(%)			
毛利率	14.1	18.4	
经营利润率	(4.6)	15.7	
税前利润率	(1.7)	13.5	
净利率	(2.6)	12.2	

资料来源：公司资料，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371