

维维股份 (600300)

增发事项获批，未来存在并购预期

投资评级：暂不评级（首次）

投资要点

■ **食品业务稳中有升，白酒业务触底恢复。**公司持续聚焦“大食品”发展战略，通过外延式扩张，扩大白酒产业，进军茶产业，持续扩大“大食品”战略蓝图。截止 2015 年上半年，食品板块业务毛利占比已经高达 97%。白酒业务触底恢复，2015 年上半年白酒业务收入同比增加 4.13%。以枝江酒业、贵州醇、茗酒坊为代表的白酒板块在行业的深度调整中逐步成熟。枝江酒业调整产品结构，抢占终端资源；贵州醇酒业扩大销量、降低成本；茗酒坊主推汉元系列自营产品，布局 O2O 平台。

■ **公司主业盈利稳健；毛利率环比改善，费用率下降。**公司主营业务稳定，盈利能力逐步提升。2015 年前三季度净利润同比下降 49.94%，主要原因是股票投资受三季度股灾影响亏损较大，而扣除股票投资因素后净利润同比增长 43.34%。随着 4 季度股票市场反弹，投资收益将大幅增长，利润将大幅改善。同时，公司三季度毛利率回升至 36.7%，创近三年单季度高点。而公司费用率稳步下降，2015 年前三季度销售费用率为 14.93%，同比下降 2.5pct；管理费用率为 7.65%，同比下降 0.33pct；财务费用率为 3.45，同比下降 0.66pct。

■ **维维产业园的粮食物流项目稳步推进，粮食大宗交易平台以及期货业务值得期待。**维维产业园占地约 400 亩，拟建设 50 万吨粮食仓储设施，六朝松生产车间同步迁入，建设日处理 500 吨小麦的面粉加工车间和年生产 3 万吨挂面生产线项目。公司近期不断落实粮食储运子公司布局，我们认为未来粮食大宗交易平台以及期货业务将成为公司重要的利润增长点。

■ **非公开发行获批，存在外延并购可能。**2015 年 8 月，公司非公开增发方案获批。本次定增拟募集资金总额为 5 亿元，发行对象为深圳金素资产管理中心（有限合伙）、深圳金务股权投资中心（有限合伙）和深圳金慧股权投资中心（有限合伙），发行价格不低于 4.98 元/股。我们预测增发募集资金主要用于外延并购，方向集中在大农业、大食品和大健康板块。并购后公司进一步拓展产业群，利用目前完善成熟的营销网络及品牌影响力，发挥协同效应。公司二股东大冢为日本的药品制造龙头，在华投资金额绝大，未来不排除二股东对公司资本运作给予强力支持。

■ **盈利预测与估值：**公司专注发展“大食品”主业，逐步剥离其他业务。增发事项获批，存在外延并购预期，我们看好公司未来的发展。考虑增发摊薄和可能的收购，预计 15-17 年 EPS 分别为 0.1/0.17/0.22 元，对应当前股价估值分别为 72X/41X/32X，估值较高暂不评级。

■ **风险提示：**食品安全问题、行业需求继续低迷

2016 年 1 月 4 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

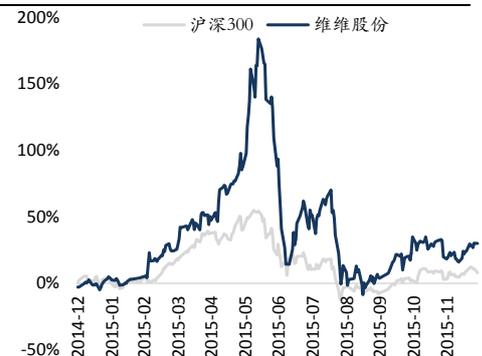
mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

18502518602

yanq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	7.17
一年最低价/最高价	4.8/14.9
市净率	4.58
流通市值（亿）	119.88

基础数据

每股净资产	1.57
资产负债率	55.53
总股本（百万股）	1672.00
流通股 A 股（百万股）	1672.00

图表 1: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	4056.3	3741.0	4659.9	5214.1	营业收入	4462.4	4551.7	5917.2	7324.9
现金	676.9	837.5	1062.5	843.5	营业成本	2907.0	3095.1	3875.2	4784.7
应收款项	433.2	660.9	859.2	1063.6	营业税金及附加	139.9	136.6	177.5	219.7
存货	2259.0	1696.0	2123.4	2621.8	营业费用	698.4	696.4	923.1	1142.7
其他	687.3	546.6	614.9	685.2	管理费用	373.3	345.9	473.4	586.0
非流动资产	3464.2	3597.4	3783.9	3954.4	财务费用	169.1	136.2	133.2	133.2
长期股权投资	21.4	21.4	21.4	21.4	投资净收益	16.9	100.0	18.0	18.0
固定资产	2157.4	2339.1	2574.0	2793.0	其他	114.6	36.6	182.5	224.7
无形资产	968.9	920.4	872.0	823.6	营业利润	306.3	278.0	535.4	701.3
其他	316.5	316.5	316.5	316.5	营业外净收支	1.9	17.0	10.0	10.0
资产总计	7520.5	7338.4	8443.8	9168.5	利润总额	308.2	295.0	545.4	711.3
流动负债	3659.4	3251.5	3585.2	3958.1	所得税费用	129.3	123.9	229.1	298.8
短期借款	2195.0	2000.0	2000.0	2000.0	少数股东损益	-21.7	6.0	11.1	14.4
应付账款	579.1	424.0	530.8	655.4	归属母公司净利润	200.6	165.1	305.3	398.1
其他	885.3	827.5	1054.3	1302.7	EBIT	483.7	414.2	645.6	811.5
非流动负债	514.4	594.4	594.4	594.4	EBITDA	681.2	616.1	873.9	1067.4
长期借款	204.5	284.5	284.5	284.5	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
其他	309.9	309.9	309.9	309.9	每股收益(元)	0.12	0.10	0.17	0.22
负债总计	4173.8	3845.9	4179.6	4552.5	每股净资产(元)	1.57	1.65	1.99	2.18
少数股东权益	725.0	728.9	736.1	745.4	发行在外股份(百万股)	1672.0	1672.0	1772.4	1772.4
归属母公司股东权益	2621.7	2763.6	3528.2	3870.6	ROIC(%)	3.8%	3.0%	4.9%	5.6%
负债和股东权益总计	7520.5	7338.4	8443.8	9168.5	ROE(%)	7.7%	6.0%	8.7%	10.3%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	34.9%	32.0%	34.5%	34.7%
经营活动现金流	131.2	630.7	177.8	260.4	EBIT Margin(%)	10.8%	9.1%	10.9%	11.1%
投资活动现金流	-419.6	-331.9	-412.1	-423.6	销售净利率(%)	4.5%	3.6%	5.2%	5.4%
筹资活动现金流	85.7	-138.2	459.3	-55.7	资产负债率(%)	55.5%	52.4%	49.5%	49.7%
现金净增加额	-202.7	160.6	225.0	-219.0	收入增长率(%)	-11.8%	2.0%	30.0%	23.8%
折旧和摊销	197.5	201.9	228.3	255.9	净利润增长率(%)	149.0%	-17.7%	84.9%	30.4%
资本开支	-475.4	-405.5	-412.1	-423.6	P/E	59.75	72.62	41.63	31.92
营运资本变动	-23.6	159.8	-358.0	-398.0	P/B	4.57	4.34	3.40	3.10
企业自由现金流	167.1	196.5	-167.3	-95.1	EV/EBITDA	23.72	25.70	18.50	15.50

资料来源: 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

