

海南椰岛 (600238.SH)

饮料行业

评级：买入 维持评级

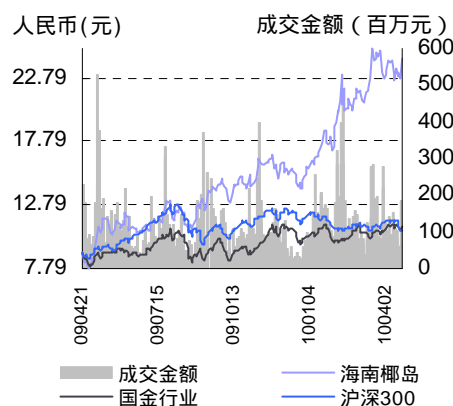
业绩点评

市价(人民币)：24.28元
目标(人民币)：31.98-36.24元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	163.72
总市值(百万元)	4,030.48
年内股价最高最低(元)	25.07/7.79
沪深300指数	3173.37
上证指数	2979.53



相关报告

- 1.《木薯乙醇通过发改委初审、海南旅游岛提升土地价值有限》，2010.2.4
- 2.《三安光电股价大涨,海南椰岛业绩超预期》，2009.12.30
- 3.《椰岛酒提供安全边际,木薯乙醇打开上行空间》，2009.6.8

谢刚

分析师 SAC 执业编号：S1130207030221
(8621)61038269
xie@gjzq.com.cn

保健酒增速提升，多重题材构成催化剂

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	-1.436	0.688	1.220	1.099	1.210
每股净资产(元)	2.51	3.80	5.01	5.69	6.77
每股经营性现金流(元)	-0.33	1.06	-1.06	1.07	1.35
市盈率(倍)	-3.52	23.16	19.90	20.66	18.75
行业优化市盈率(倍)	9.62	16.76	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	N/A	N/A	77.41%	-9.94%	10.15%
净资产收益率(%)	-57.19%	18.12%	24.36%	19.32%	17.88%
总股本(百万股)	166.00	166.00	166.00	166.00	166.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 海南椰岛 09 年共实现净利润 1.14 亿元，EPS 为 0.688 元，10 年 1 季度实现净利润 6662.58 万元，EPS 为 0.401 元，同 08 年的巨亏 2.38 亿元及 09Q1 的 485 万元净利润相比，业绩强势反转得到验证。
- 10Q1 实现 EPS 为 0.401 元，已经超越了过去五年来全年最好业绩水平。

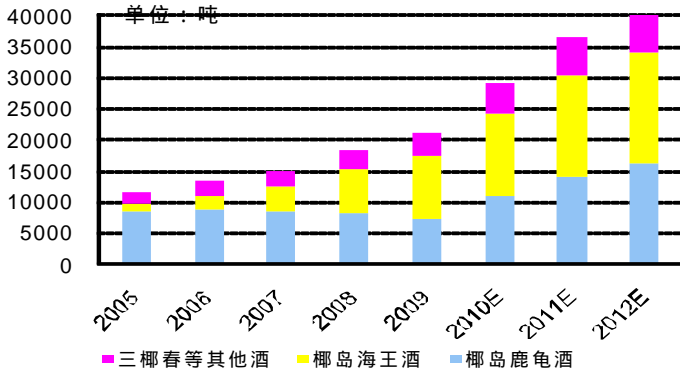
经营分析

- **09 年保健酒销量增长 14.5%，销售额增长 12.3%**：在金融危机滞后冲击集中体现的 09 年，公司克服了外部大环境不利因素，采取了多项得力措施，譬如将保健酒营销中心从上海迁回总部、加大品牌宣传力度、开发市场适销品种、调整激励政策等，进一步夯实了保健酒业务的发展基础。全年保健酒销量增长 14.5%，销售额增长了 12.3%，其中海南市场增长 56.38%，内陆市场增长 10%左右。
- **09 年椰岛酒销售均价小幅上涨，但由于成本上升也较快，毛利率下降 1.16 个百分点**：我们预计公司 09 年椰岛鹿龟酒销售均价上升至 39 元/公斤，椰岛海王酒则为 25 元/公斤，全年销售均价在 30.89 元/公斤附近，较 08 年小幅上涨。由于成本上升也较快，09 年椰岛酒的毛利率约 57.99%，较 08 年小幅下降 1.16 个百分点。
- **预计 10 年保健酒销售额增长 40%**：由于经济形势恢复良性增长，国内多数二线白酒销售火爆，我们预计椰岛海王酒和椰岛鹿龟酒会延续 09 年 4 季度以来量价齐升的格局，全年保健酒销量和销售额增长率约 30-50%。
- **木薯乙醇静待利好**：木薯乙醇项目已获发改委初审通过，目前静待财政部会签，倘若获得财政补贴（按量发放），则有望提升股价空间 5.74-10 元。
- **多重题材构成估值提升催化剂**：三安光电股权还有 1.78 亿元市值可以变现，中谷糖业官司判决款若获执行则有望追缴部分欠款，可冲回已计提的坏账准备，公司 10 万平方米房地产项目有望在今年年底封顶预售，出于谨慎，我们的盈利预测均未考虑这些情景，我们认为以上题材有利于提升公司盈利预测超预期的概率，并构成估值水平提升的催化剂。

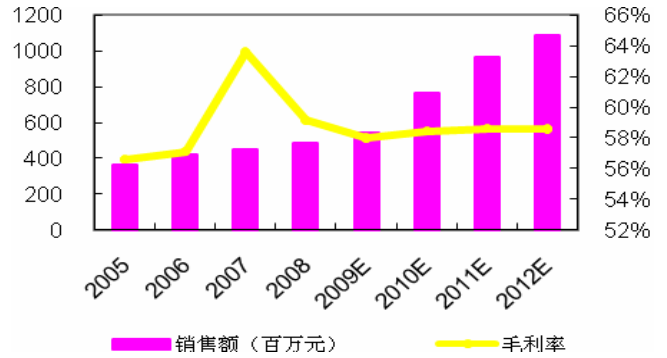
盈利调整

- **盈利预测**：预计 10-12 年实现净利润 202.54/182.41/200.93 百万元，同比增 77.4%/-9.9%/10.2%，EPS 为 1.22/1.10/1.21。
- **分拆估值**：白酒等主业 25×10PE 和 20×11PE 合理估值为 21.98-30.50 元，木薯乙醇估值 5.74-10 元，目标估值总价 31.98-36.24 元，积极买入。

图表1：海南椰岛保健酒销量预测（吨）



图表2：海南椰岛保健酒销售额及毛利率预测



来源：国金证券研究所

图表3：海南椰岛盈利预测简表

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股盈利 (元)	0.341	-1.436	0.688	1.220	1.099	1.210
净利润增长率	75.43%	N/A	N/A	77.41%	-9.94%	10.15%
先期预期每股收益 (元)						
市场EPS预测均值 (元)	N/A	N/A	N/A	0.569	N/A	N/A
市盈率 (倍)	58.20	-3.52	23.16	19.90	20.66	18.75
行业优化平均市盈率 (倍)	119.94	58.09	115.21	115.21	115.21	115.21
市场优化平均市盈率 (倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70	29.70
股息率	0.00%	1.58%	0.50%	0.04%	1.85%	0.57%
PE/G (倍)	0.77	#VALUE!	#VALUE!	0.26	-2.08	1.85
净资产收益率	9.79%	-57.19%	18.12%	24.36%	19.32%	17.88%
每股净资产 (元)	3.48	2.51	3.80	5.01	5.69	6.77
市净率 (倍)	5.70	2.01	4.20	4.85	3.99	3.35
每股经营性现金流 (元)	0.71	-0.33	1.06	-1.06	1.07	1.35
已上市流通股 (百万股)	115.97	144.72	155.18	163.72	163.72	163.72
发行股数 (百万股)	166.00	166.00	166.00	166.00	166.00	166.00

来源：国金证券研究所

图表4：海南椰岛估值水平

	2010E	2011E
EPS	1.220	1.099
平均PE	25.00	20.00
白酒估值	30.50	21.98
木薯乙醇估值	5.74	10.00
总估值	36.24	31.98

图表5：海南椰岛木薯乙醇项目盈利预测分析

木薯乙醇EPS	达产率	产量 (万吨)	油价 (美元)						PE	股价提升空间	
			40	50	60	70	80	100		20	20
20%	2	-0.020	0.004	0.028	0.052	0.076	0.124	20	20		
40%	4	0.026	0.074	0.122	0.170	0.217	0.313	20	20		
60%	6	0.072	0.144	0.215	0.287	0.359	0.502	20	20	5.74	7.18
80%	8	0.118	0.213	0.309	0.405	0.500	0.692	20	20	8.1	10.00
100%	10	0.163	0.283	0.403	0.522	0.642	0.881	20	20		

来源：国金证券研究所化工分析师刘波

图表6：海南椰岛销售收入预测表

项 目	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
保健酒									
平均售价(元/公斤)	40.72	37.30	37.80	35.53	31.48	30.89	31.21	31.83	31.79
增长率(YOY)	N/A	-8.42%	1.36%	-6.00%	-11.41%	-1.89%	1.04%	2.00%	-0.11%
销售数量(吨)	8,000.00	9,750.00	11,200.00	12,680.00	15,420.00	17,655.96	24,413.34	30,391.45	34,142.64
增长率(YOY)	N/A	21.88%	14.87%	13.21%	21.61%	14.50%	38.27%	24.49%	12.34%
销售收入(百万元)	325.79	363.64	423.38	450.57	485.41	545.32	761.84	967.33	1,085.53
增长率(YOY)	N/A	11.62%	16.43%	6.42%	7.73%	12.34%	39.70%	26.97%	12.22%
毛利率	61.19%	56.60%	57.11%	63.61%	59.14%	57.99%	58.44%	58.60%	58.59%
销售成本(百万元)	126.44	157.82	181.59	163.94	198.32	229.11	316.62	400.50	449.50
增长率(YOY)	N/A	24.81%	15.06%	-9.72%	20.97%	15.53%	38.20%	26.49%	12.23%
毛利(百万元)	199.35	205.82	241.79	286.63	287.10	316.21	445.22	566.84	636.04
增长率(YOY)	N/A	3.25%	17.47%	18.55%	0.16%	10.14%	40.80%	27.32%	12.21%
占总销售额比重	25.23%	27.20%	31.28%	39.88%	42.45%	37.20%	47.91%	51.99%	53.00%
占主营业务利润比重	79.21%	84.38%	92.63%	85.19%	105.13%	96.09%	98.23%	98.77%	99.11%
保健品									
销售收入(百万元)	28.33	31.90	32.41	17.01	22.21	4.57	5.57	6.57	7.57
增长率(YOY)	N/A	12.61%	1.62%	-47.53%	30.56%	-79.41%	N/A	N/A	N/A
毛利率	58.85%	37.86%	50.31%	72.60%	63.62%	60.05%	58.05%	56.05%	54.05%
销售成本(百万元)	11.66	19.82	16.11	4.66	8.08	1.83	2.34	2.89	3.48
增长率(YOY)	N/A	70.05%	-18.74%	-71.07%	73.33%	-77.39%	N/A	N/A	N/A
毛利(百万元)	16.67	12.08	16.31	12.35	14.13	2.75	3.23	3.68	4.09
增长率(YOY)	N/A	-27.55%	35.03%	-24.27%	14.42%	-80.57%	N/A	N/A	N/A
占总销售额比重	2.19%	2.39%	2.39%	1.51%	1.94%	0.31%	0.35%	0.35%	0.37%
占主营业务利润比重	6.62%	4.95%	6.25%	3.67%	5.17%	0.83%	0.71%	0.64%	0.64%
贸易									
销售收入(百万元)	924.52	925.95	880.39	603.13	580.02	672.50	739.76	798.94	862.85
增长率(YOY)	N/A	N/A	-4.92%	-31.49%	-3.83%	15.95%	10.00%	8.00%	8.00%
毛利率	3.55%	2.16%	0.40%	3.37%	-1.59%	0.79%	0.54%	0.29%	0.04%
销售成本(百万元)	891.71	905.95	876.84	582.80	589.23	667.20	735.77	796.62	862.51
增长率(YOY)	N/A	N/A	-3.21%	-33.53%	1.10%	13.23%	10.28%	8.27%	8.27%
毛利(百万元)	32.81	20.00	3.55	20.34	-9.22	5.31	3.99	2.31	0.34
增长率(YOY)	N/A	N/A	-82.23%	472.27%	-145.32%	-157.59%	-24.84%	-42.06%	-85.33%
占总销售额比重	71.61%	69.25%	65.04%	53.38%	50.72%	45.87%	46.52%	42.94%	42.13%
占主营业务利润比重	13.04%	8.20%	1.36%	6.04%	-3.37%	1.61%	0.88%	0.40%	0.05%
木薯淀粉									
销售收入(百万元)	12.40	10.47	13.56	23.71	9.75	6.47	5.97	5.47	4.97
增长率(YOY)	N/A	N/A	29.55%	74.84%	-58.87%	-33.68%	-7.73%	-8.38%	-9.15%
毛利率	22.94%	7.77%	-5.86%	12.29%	-17.33%	-23.18%	-18.18%	-13.18%	-8.18%
销售成本(百万元)	9.56	9.65	14.35	20.79	11.44	7.97	7.05	6.19	5.37
增长率(YOY)	N/A	N/A	48.70%	44.86%	-44.98%	-30.37%	-11.48%	-12.26%	-13.16%
毛利(百万元)	2.85	0.81	-0.79	2.91	-1.69	-1.50	-1.08	-0.72	-0.41
增长率(YOY)	N/A	N/A	-197.74%	-466.50%	-157.99%	-11.29%	-27.64%	-33.58%	-43.62%
占总销售额比重	0.96%	0.78%	1.00%	2.10%	0.85%	0.44%	0.38%	0.29%	0.24%
占主营业务利润比重	1.13%	0.33%	-0.30%	0.87%	-0.62%	-0.46%	-0.24%	-0.13%	-0.06%
油类等其他									
销售收入(百万元)	0.00	5.13	3.94	35.53	46.10	237.17	77.17	82.17	87.17
增长率(YOY)	N/A	N/A	-23.10%	801.32%	29.75%	414.50%	-67.46%	6.48%	6.08%
毛利率	0.00%	101.39%	4.07%	40.01%	-37.36%	2.67%	2.42%	2.17%	1.92%
销售成本(百万元)	0.00	-0.07	3.78	21.31	63.32	230.85	75.31	80.39	85.50
增长率(YOY)	N/A	N/A	-5418.28%	463.66%	197.10%	264.56%	-67.38%	6.75%	6.36%
毛利(百万元)	32.81	5.20	0.16	14.21	-17.22	6.33	1.87	1.78	1.67
增长率(YOY)	N/A	N/A	-96.91%	8761.26%	-221.18%	-136.74%	-70.51%	-4.53%	-6.15%
占总销售额比重	0.00%	0.38%	0.29%	3.14%	4.03%	16.18%	4.85%	4.42%	4.26%
占主营业务利润比重	13.04%	2.13%	0.06%	4.22%	-6.31%	1.92%	0.41%	0.31%	0.26%
销售总收入(百万元)	1291.03	1337.08	1353.69	1129.94	1143.49	1466.04	1590.31	1860.48	2048.10
销售总成本(百万元)	1039.37	1093.17	1092.67	793.51	870.39	1136.95	1137.08	1286.59	1406.36
毛利(百万元)	251.67	243.91	261.01	336.44	273.09	329.10	453.23	573.89	641.73
平均毛利率	19.49%	18.24%	19.28%	29.77%	23.88%	22.45%	28.50%	30.85%	31.33%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	2	3
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	2.67	2.50	2.45

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-06-09	买入	12.22	16.72 ~ 16.95
2 2009-12-30	买入	15.58	N/A
3 2010-02-04	买入	23.06	N/A

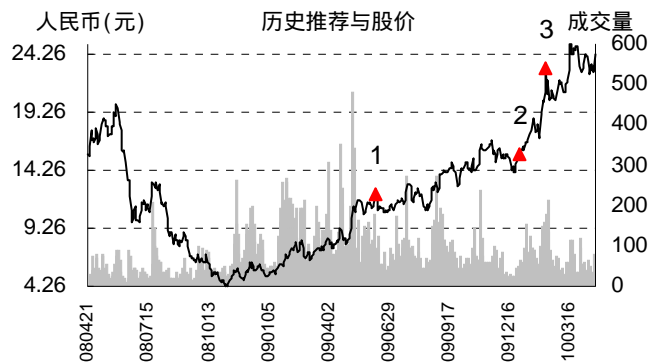
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室