



分析师

苏静然

电话: 010-88085978

Email: sujingran@hysec.com

食品、饮料

调研简报

深深宝：最坏的时候或已过去

深深宝公司是传统饮料行业第一家上市公司，80-90年代曾辉煌一时。之后由于身陷恶性担保、大量应收坏账，加之国企固有的多元化弊病，近20年业绩一直沉迷不振。2006年之后随着历史欠帐清理，公司主业也出现改观。我们于5月20日调研了深深宝（000019），与公司董秘等高管进行了交流，对于公司现在的处境主要观点是：

- (1) 恶性担保和应收账款坏帐处置完毕，公司外部环境大大改善，最坏的时候应已过去
- (2) 主要子行业均为竞争激烈行业，“先稳定而后图发展”的战略适合公司长期发展
- (3) 主要财务指标改善，主营业务有望扭亏；随着深圳百事业绩恢复，今年业绩应有较大增长

投资建议：期待“乌鸡变凤凰”是我们长期关注深深宝的前提，但需要一定催化剂出现；深圳百事业绩转好促使今年股份公司业绩增长应是大概率事件。暂时不予投资评级，保持密切跟踪

1 资本市场的老故事——多元扩张、恶性担保、应收帐款坏账拖垮一家优秀公司

1.1 历史辉煌

深深宝 1993 年在深圳主板上市，正处 80-90 年代中国由物资极度匮乏到逐渐丰裕之时。公司抓住历史发展机遇，敢于创新，成为食品饮料行业中的龙头公司。也显示出当时的领导人长远的战略眼光：（1）1982 年与美国百事可乐国际有限公司合作投资欢乐汽水厂，产能达到 7.5 万吨，之后深圳百事一直是百事公司中国销售冠军。82 年生产出大陆第一罐百事可乐汽水，产值 771 万元，利润 86 万元。（2）1983 年与香港徐意发展公司合资兴办三井食品厂，生产三井牌调味品，主要产品耗油、鸡精、番茄酱等调味料引领了中国调味品市场潮流（3）1983 年与广州人民食品厂合资兴办珠江冷冻食品厂，年产量 2000 吨以上，打破香港进口冷冻食品独占深圳市场的局面。（4）1985 年从瑞典引进两条 80 年代最先进的利乐包装生产线，生产深宝牌系列软包装饮料，年产量达到 25000 吨，连续三年居国内同类产品之首，深圳地区市场份额 60% 以上。（5）从日本引进两条 80 年代自动化生产线，生产多维健乳品，产能 9000 吨，位于全国前列。

1990 年全国轻工博览会上，百事可乐系列汽水和深宝牌软包装系列饮料获得八枚金奖；多维健乳酸饮料和粒粒橙获银奖；三井牌系列调味品和深宝果冻获四枚铜奖，获奖之多居深圳市参展单位之首。1993 年公司上市，当年销售收入 3.35 亿，净利润 2774 万元，ROE 达到 12%。其下产品种类多达 12 个系列 53 个品类，且均为市场

畅销产品，供不应求。

表一 上市之初公司产品系列

可乐系列	百事可乐汽水、七喜、美年达；深宝可乐、雪品诗、橙汁
软包装饮料	菊花茶、柠檬茶、哈密瓜汁、芒果汁、黑加仑子汁、苹果葡萄汁、多维奶、清凉茶；深宝矿泉水
果汁系列饮料	粒粒橙汁、多维椰奶、百香果汁、马蹄爽、荔枝蜜
三井调味品	耗油、海鲜酱、辣椒酱
幸运牌雪糕	甜筒、四方杯、莲花杯、脆皮、公仔、牛奶、红豆、家庭装、芋头、一般雪糕
饼干系列	曲奇饼、椰汁酥、百花酥
面包、糕点	系列面包、点心、蛋糕、月饼
果冻	儿童营养食品深宝牌营养果冻
华宝香精	柠檬香精、橙香精
糖浆	深宝可乐糖浆
罐头系列	荔枝、菠萝、蘑菇、蔬菜、肉类、芦笋、柑篇、鱼
薯片	深宝牌系列薯片

资料来源：公司公告

1.2 多元化发展拖垮主业、恶性担保和应收账款坏账将公司拖入深渊

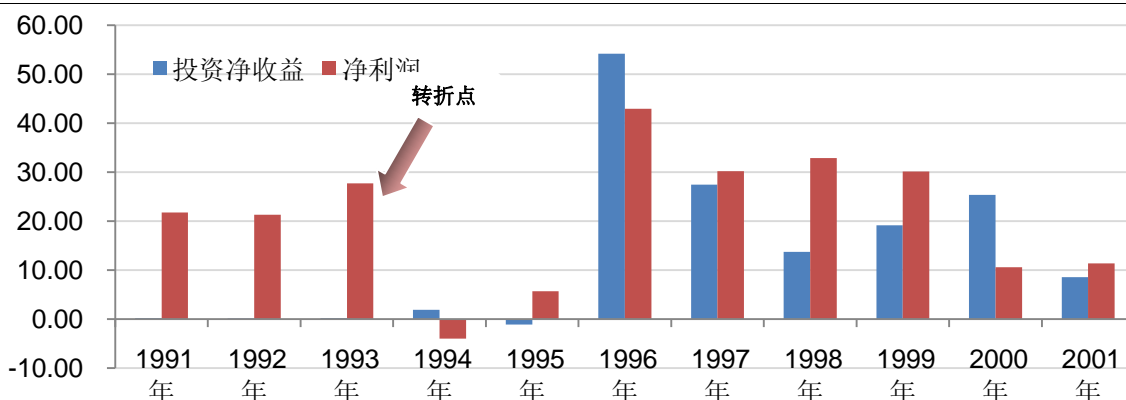
主业扩张不善、副业多元化是拖垮公司第一要素。深深宝的主要股东是深圳市投资发展公司和深圳农产品公司，实际控制人是深圳市国资委，控股约 60%。机制不活和多元化扩张的特征表现得非常明显。公司将发展“多元化、集团化、国际化”定位战略，在此思路指导下，主业和副业扩张都在加速：

93-96 年间先后在国内成立深宝辽源实业公司、深宝新民食品公司、新民深圳深宝多维有限公司、高健食品联营公司、深宝工贸公司和深宝物资供应公司，斥资 2200 万元兴办天然果汁厂等项目。由于扩张过度，加之对下属公司的管理鞭长莫及，期间费用以高于毛利的速度增长。不仅没给公司创造收益，反而成为拖累业绩的包袱。至 1996 年，该批子公司皆以改组和破产收场。

同时公司还涉足房地产、高科技胶囊制造等项目。并计划在四川、湖北和浙江等市兴办实业；在美国、加拿大筹办超级市场；在俄罗斯联邦开办食品厂；在澳大利亚开办快餐厂。

期间领导人发生多次变更，但此种思路一直未得到纠正，深深宝主业一直处于亏损之中。但公司控股公司深圳百事处于迅速发展时期，贡献上市公司投资收益从 1996 年 1792 万元增长至 2005 年 5755 万元。1994-2001 年间若无深圳百事公司投资收益和房地产转让收入，公司净利润连年为负。

图 1：1991-2001 年净利润与投资收益比较图



资料来源：公司年报

恶性担保和应收帐款坏账是拖垮公司第二要素。1998 年之后，公司业绩开始好转，主营业务利润出现上升势头。但恶性担保和应收坏账的问题浮出水面。1998 年公司为深圳中华自行车集团提供的 700 万元人民币和 80 万美元担保、为高健食品联营公司 844 万本息的人民币贷款担保均出现无法偿付情形。当年公司首次披露尚未解除的担保有 14800 万元人民币、4100 万港币和 80 万美元，而当年毛利润仅有 1600 万元。事后证明几乎每笔担保最终皆不能到期偿还，公司均承担连带责任。此问题一直困扰上市公司至 2007 年。

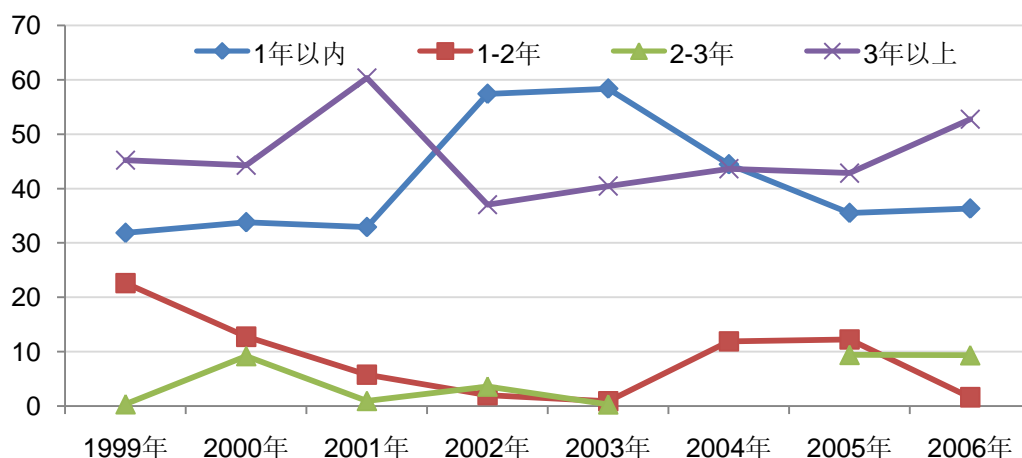
表二 1998 年公司披露未解除担保情况 单位：万元

单位：万元	人民币	港币	美元
深圳特力集团	500		
深圳莱英达集团	800	4100	
深圳农产品股份	9000		
深圳中华自行车	700		80
深圳益力矿泉水	200		
深圳南方通发	3000		
深圳高健食品联营	600		
合计	14800	4100	80

资料来源：公司公告

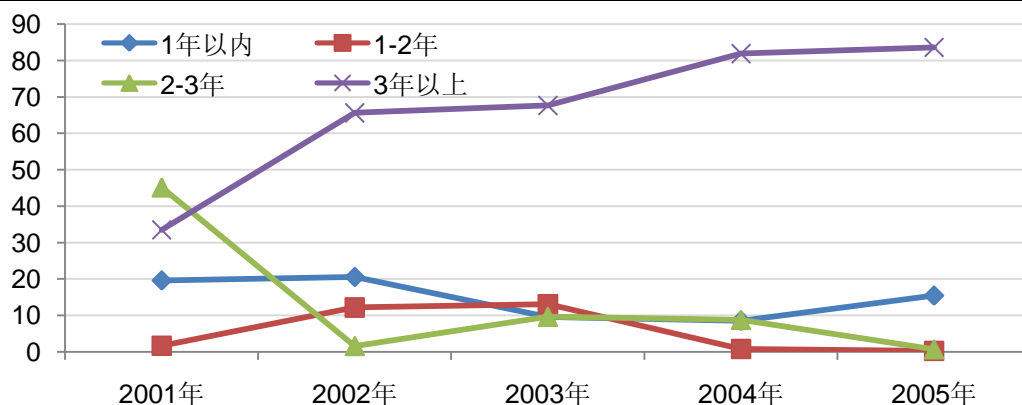
出现的另外一个问题是应收帐款坏账和资产减值日益沉重，并在 1999-2001 年集中爆发。1999 年由于会计政策变化，公司累计追溯调整 1996-1999 年间坏帐准备、存货减值准备和投资减值。共计调减未分配利润 3600 万元，包括：坏账 2433 万元，存货跌价 961 万元，长期投资减值准备 264 万元。2000 年度再次计提长期投资跌价准备 1200 万元和坏账准备 941 万元。2001 年提取长期投资跌价准备 494 万元，坏账准备 275 万元。此番调整后公司的应收帐款和其他应收款总额有了较大下降，但三年以上帐款占比仍然一直居高不下，随时有可能成为拖垮业绩的因素。

图 2：1999-2006 年应收帐款帐龄比例 (%)



资料来源：公司年报

图 3：2001-2005 年其他应收款帐龄比例 (%)



资料来源：公司年报

2 历史负担清理完毕，主业逐渐明晰，最坏的时候应已过去

2005 年之后，经过重新确定、提取坏账准备，加之公司对应收帐帐和其他应收款积极催收。截止 2009 年底，应收帐款和其他应收款总额从 1.18 亿下降到 5170 万，坏账准备基本清理完毕。经过赔付追偿、与银行协商和被担保公司重组，公司担保责任得以最终消化完毕。外部环境好转，有利于公司专心于主业，提升业绩。

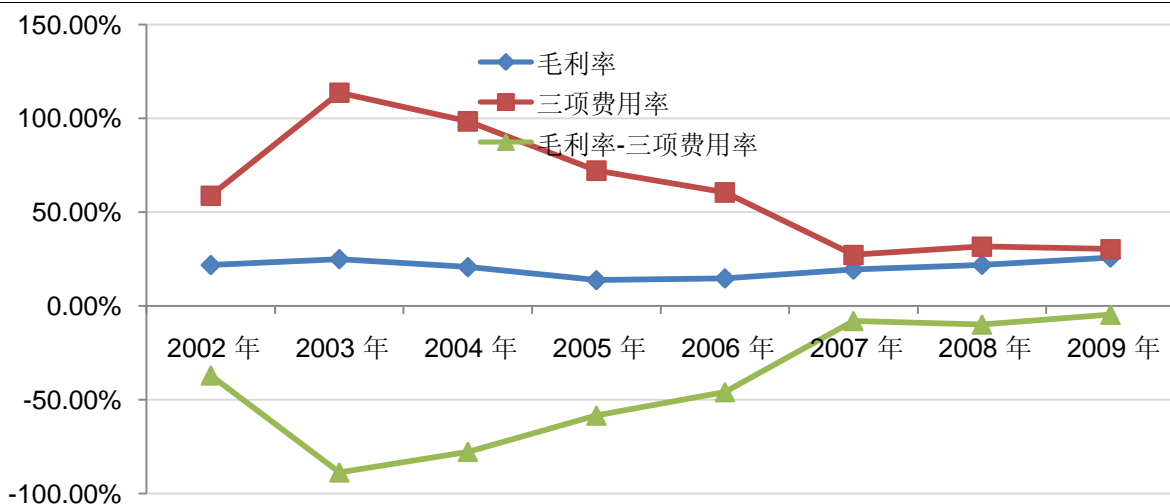
主营业务上，公司已确立以茶系列加工产品、“三井”调味品和软饮料为主业，继续参股深圳百事可乐公司的发展战略。各块主营业务处于恢复阶段，近几年保持上升势头：

茶系列加工产品：以茶粉、茶汁为主，每年销量增长保持在 20%-30%。2009 年销量达到 1700 吨，销售额超过 1 亿元。下游客户为主要茶饮料制造企业康师傅、立顿、娃哈哈等。尽管茶粉制造行业属于分散性、竞争激烈行业，公司已与主要客户建立起长期合作关系，近几年市场份额保持稳定。公司努力往上游茶园种植和下游高端茶叶制造方向努力。目前在江西婺源收购 500 亩地茶园，主要用于高端茶原料来源，并与杭州茶科所合作，自聘专家，研发生产高端茶。

“三井”调味品：产品系列包括耗油、番茄酱和鸡精系列，其中蚝油占 90%。销售区域性特征明显，江浙占比超过 60%，广东、北京等市场占约 30%。调味品系列也属竞争很激烈，海天、李锦记依凭资金和广告优势已占到行业绝对领导地位。公司历史包袱基本清偿完毕，目前面临主要问题是产能不足、资金支持不够。现阶段主要策略还是维护现有市场。2008-2009 年由于搬迁因素，影响到生产和销售。目前搬迁工作完成，产能超过 2000 吨。2009 年销售收入超过 1800 万，预计搬迁完成后，公司产销量和销售收入都将有增长。

软饮料系列：以利乐包的菊花茶为主。销售市场主要在福建，占比 70-80%，其余在深圳周边地区。由于深圳生产和人工成本相对较高，加之竞争激烈，该厂每年亏损 1000-2000 万元。2007 年业绩出现转机：产地迁到陆峰，成本费用降下来，主攻福建二、三线城市。2009 年销售额超过 4000 万元，实现了净利润为正。

图 3：2006 年之后公司毛利率、主营业务利润率均有较大改观（%）

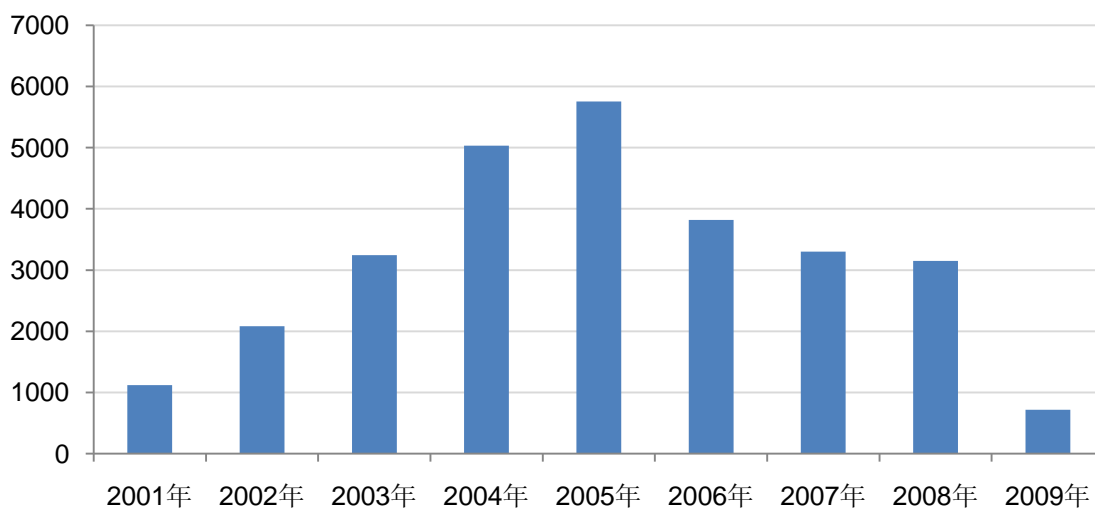


资料来源：公司年报

参股深圳百事：深圳百事是公司最为成功的投资，每年贡献公司投资收益大幅超过净利润。2008-2009

年受金融危机影响，百事贡献公司投资收益大幅下降。预计 2010 年之后将逐渐恢复。

图 3：2001-2009 年百事贡献公司投资收益（单位：万）



资料来源：公司年报

注：2006 年之后，公司对百事投资比例由 40%降为 30%

我们的观点：清除历史包袱和改制的完成使公司发展的外部环境有了极大的改善，主营业务在逐渐恢复中；金融危机重挫深圳百事，也延缓了股份公司业绩的恢复过程。但我们认为最坏的时期应该已经过去，公司业绩正处于长期最低点。目前采取的“先稳定市场，再图发展”的战略也适合公司现在处境。我们将严密关注公司发展进程，暂时不予投资评级。

宏源证券股份有限公司：

曾利洁 Tel: 010-88085790 Mobile: 13911603857

电子信箱: zenglijie@hysec.com

雷增明 Tel: 010-88085989 Mobile: 13910190573

电子信箱: leizengming@hysec.com

刘爽 Tel: 010-88085798 Mobile: 13683650095

电子信箱: liushuang@hysec.com

李晔 Tel: 010-88085756 Mobile: 18710020819

电子信箱: liye@hysec.com

牟晓风 Tel: 010-88085275 Mobile: 15910639397

电子信箱: muxiaofeng@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上