

2011 年 8 月 3 日

海南椰岛

主业如破壳翡翠，价值前景渐明

A

未有评级

600238.SS - 人民币 11.05

刘都*

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(1)	6	15	15
相对新华富时 A50 指数 (%)	4	11	25	22

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	448
流通股(%)	67.83
流通股市值(人民币 百万)	3,359
3 个月日均交易额(人民币 百万)	72
主要股东(%)	
海口市国资经营公司	17.72

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 苏毓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

由于多元化发展, 公司滋补酒主业近年来发展缓慢, 酒厂易地扩建将带动主业驶入快速发展轨道; 结合海南国际旅游岛大开发背景, 公司食品饮料板块迎来发展契机, 公司椰汁产品试生产和招商效果好, 进军椰汁产业将构建更为确定的利润增长点。总体而言, 公司基本面改善趋势渐趋明朗, 中期战略买入时机渐行渐近, 近期公司控制权问题会带来交易性机会。建议关注。

主要发现

- **搬迁实现保健酒新的高起点发展。**新产区布局合理, 发酵、配制、储酒和灌装齐全, 产能、技术工艺水平大幅提升, 是支撑保健滋补酒做大的基础。
- **旅游人口带动地产特色名白酒海口大曲消费, 未来产销将继续增长, 销售收入将在目前几千万的基础上显著提高。**
- **饮料发展前景好, 自建工厂 2012 年投产。**公司目前椰汁饮料主要是委托加工形式, 产能严重不足, 无法满足经销商订货需求。药谷酒厂二期将于 10 月份动工, 饮料生产线也将同时建设, 明年将实现投产, 实现销售额大幅增长。
- **木薯乙醇项目争取年内获批。**由于非粮能源补贴标准基本确定, 财政部已对项目进行批复, 年内完成各项手续的概率非常高。公司木薯乙醇项目是非粮新能源以及循环经济示范项目, 具有较强成本优势。
- **房地产项目滚动开发, 为主业助力。**公司房地产项目土地成本较低, 销售具有一定优势。目前房地产以支持主业发展为主要定位。
- **公司控股权前途不明, 我们不排除有新的战略投资者进入的可能性。**股权之争, 侧面印证股权价值存低估可能, 但螳螂捕蝉, 黄雀在后, 控股权归属尚难定论, 但这同时也带来相对较为确定的交易性机会。

风险因素

- 公司治理风险。

图表 1. 投资摘要-市场预期

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,466	1,604	2,025	3,305	4,297
变动(%)	34.55	9.47	26.22	63.18	30.00
净利润(人民币 百万)	114	196	162	324	430
全面摊薄每股收益(币)	0.25	0.44	0.36	0.72	0.96
变动(%)	-	71.93	(17.35)	100.00	32.72
市盈率(倍)	43.4	25.3	30.6	15.3	11.5

资料来源: 万得资讯

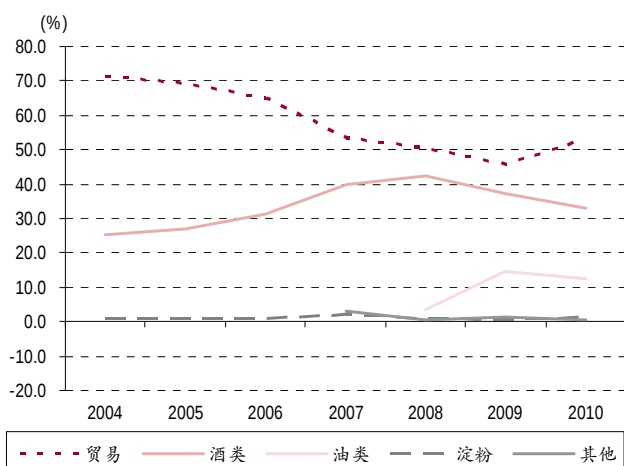
公司概况

公司是滋补保健酒老牌企业，主打产品椰岛鹿龟酒、椰岛海王酒等滋补酒。椰岛鹿龟酒由米酒和鹿茸、龟板等 14 种中药材配制而成，具有祛风湿、补肾虚、调气血、健脾胃等滋补健身功效，在南方地区具有良好的饮用基础。

近年来，公司滋补酒业务发展较为缓慢，落后于主要竞争对手“中国劲酒”，同时也同国内增长较快的保健品市场形成较强反差，主要原因在于主业过于分散（房地产业务介入较深，另外还进入油脂、淀粉、贸易、食品和芒果汁等业务），战略不够清晰，同时公司独特的营销模式（区域销售人员扮演经销商角色）对公司酒业发展也造成一定障碍。

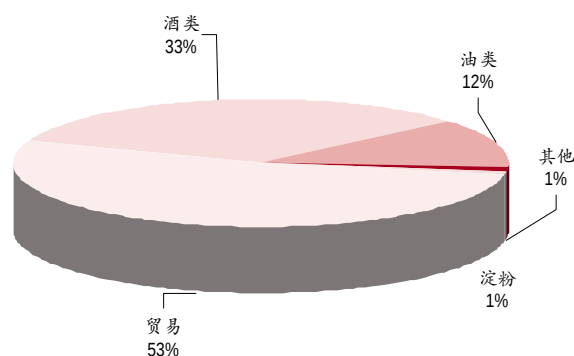
酒类业务收入占比不到一半，其他低盈利能力企业合计占比超 6 成。

图表 2. 历年酒类业务收入占比情况



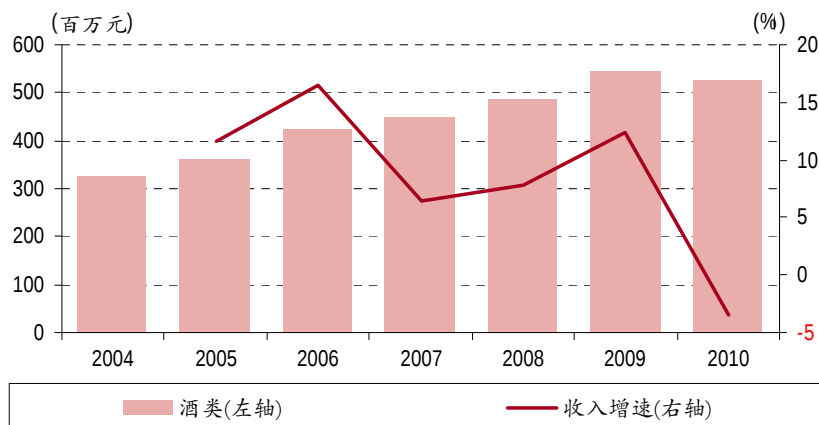
资料来源：公司公告

图表 3. 2010 年收入构成



资料来源：公司公告，中银国际研究整理

图表 4. 酒类业务收入及增速



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

主业战略逐渐清晰

公司自上市以后，公司在经营当中走了多元化的弯路，果汁饮料收入持续萎缩，淀粉业务和食用油脂业务长期亏损，贸易长期徘徊在亏损边缘，乙醇项目至今仍未获批。从 2010 年开始，公司明确了存量房地产开发支撑酒类主业的市場培育和技术改造，促进酒类主业的健康的战略方向。

房地产业务存量滚动开发

公司最近两年对存量土地进行了梳理，对省外的部分闲置房产和土地进行处理，包括出售、置换、转变性质等，例如 2010 年对广东中山、新疆等地的零星房产进行了处置。

目前公司土地存量接近 2,300 亩（市值 20-30 亿元），主要分布于海南、湖北和上海等地，其中海南、湖北最多，可用于商业开发的土地约占 70%，而这些土地获得成本极低，在房地产开发当中具有明显成本优势。

公司目前在建房地产项目主要是位于市区的椰岛广场项目和儋州别墅区项目（已更名为“隆华新村”，属旧房改造项目）。椰岛广场占地约 42 亩，建筑面积 11 余万平米，售价初步定为 10,000 元/平米，目标刚性需求，预订率超过 50%，预计年底可实现开盘预售。

图表 5.海口市区椰岛广场项目现场



资料来源：项目所在地实地考察

图表 6.椰岛广场展示中心小区示意图



资料来源：实地考察，中银国际研究整理

酒类业务居核心地位，新厂区建设姗姗来迟

公司原有两个酒类生产基地，即澄迈老城酒厂、海口酒厂（现椰岛广场所在地）。2010 年 3 月份公司开始海口酒厂的易地扩建工程，当年 8 月份即实现药谷酒厂一期部分投产。

公司以酒厂搬迁为契机，力求实现酒类业务硬件水平、生产规模、技术质量水平、产品档次大提升的目标，新厂区建设，将迎来酒类业务大发展的新契机。

搬迁之前，由于酒厂位于闹市，厂区占地面积有限，酒业产能仅 2 万吨，2006 年销量即达到 1.5 万吨以上，产能严重制约企业发展；其次，厂区出口直面市区主干道，旺季运输非常不便；此外，由于老厂区占地面积有限，公司发酵能力不足，主要采取外购基酒的模式进行配置生产，导致品质不稳定，不能有效支撑中高端产品的生产和销售。

以上问题都会因新厂区建设而得到根本解决。公司药谷厂区一期已经建成发酵车间、储存车间、配制和灌装车间，一期能力已经达到 3 万吨。固态米酒发酵尚未投产，固态米酒发酵是为中高档滋补酒提供基酒，预计 12 月底可投产，赶上春节旺季产销。

一期建设当中还包括新的技术中心，已于 2010 年 6 月投入使用，技术中心配置了高端的精密仪器和各类实验设备，硬件配备处于行业领先水平。通过产品配方、原材料选择与检测、基酒工艺及调配、提取工艺、质量分析控制等全过程、全方位的立体改进，使现有产品技术含量达到更高的水平，全面提升产品功效和口感，为产品市场拓展奠定坚实的技术基础。

药谷厂区二期将于今年 10 月份动工，明年下半年预计能投产。全部达产后，产能可达 8 万吨，是搬迁之前的 4 倍，对应销售规模在 20 亿元以上。

海口大曲是海南本地最有影响力的地产白酒品牌，由于公司没有稳固的基酒供应基地，海口大曲产量不高，销售收入占比也较低，未来将通过加强基酒合作、药谷酒厂海口大曲现代化灌装车间建设来提高海口大曲的品质、档次和产能。在国际旅游岛大背景下，海口大曲主要面对旅游人口，主打海南特色牌，争取实现海南白酒市场 30% 份额（海南白酒市场规模在 30 亿元左右）。

大力发展椰汁饮料业务

椰汁成为重点发展对象，是融资投入的重点业务。

公司 2010 年下半年开始以 OEM 委托加工形式从事椰汁生产，原料主要采用进口椰汁原浆。2011 年春季糖酒会招商，市场反响强烈，订单接近 3 亿元，公司确信椰汁产品市场前景看好，决定加大对椰汁饮料的投入。公司于药谷厂区预留了 15,000 平米土地建设椰汁饮料生产车间，预计年底筹划相关融资事项。药谷厂区二期预计 10 月份动工建设，椰汁生产线前期可能以自筹资金投入。同椰汁生产线配套的是海外设立的原浆基地，公司计划明年于国外设立原浆基地，解决椰汁原料供应问题。

我们认为公司进军椰汁产业具有一定可行性：

其一，椰汁是个大产业。椰子汁的饮用没有区域限制，可以全国市场推广，四季可以饮用，市场容量大，可以容纳几家大企业同时发展，同时这个品类可以做的更大，比如可乐、牛奶、肉制品等。

其二，椰岛品牌可以有效延伸。椰汁产品特点鲜明，海南独有资源（过去其他地方，如山东等地也推椰子汁产品，鲜有成功），就在这个意义上，椰岛，“来自椰子岛的椰汁产品”，品牌鲜明，成功机会大。

其三，竞争对手过于保守。主要竞争对手椰树公司招商政策是一个省市地区就一个经销商，而一个大的地区，有实力的经销商不会只有一两个，没有经销上椰树产品的经销商，对经销椰岛牌椰汁十分积极。公司产品组合中既有黑罐产品，也推出 PET 包装、利乐包装产品，包装上有所创新，定价以“追随定价策略”为主，比对手要低一些，这也有利于打开销路。

预计 2011 年椰汁产品销售收入 5,000 万左右，2012 年收入可达 2-3 亿元。

图表 7.铁罐装椰汁



资料来源：公司网站

图表 8.PET 瓶椰汁



资料来源：公司网站

木薯乙醇项目增值，预计年底可动工建设

2008 年 7 月，海南椰岛董事会审议通过了《关于实施“10 万吨燃料乙醇项目”的决议》，公司计划与中石化合作投建木薯乙醇项目，公司占有 60% 的权益，未来乙醇项目的销售将通过中石化的渠道。木薯生产线 16 个月可以建成，计划投资 3-4 亿元，共 20 万吨产能，一期 10 万吨。

木薯乙醇的原料将主要来自海南本岛以及公司同老挝政府合作的木薯种植项目。公司木薯乙醇项目本身具备多项优势，是较好的循环经济示范项目：1) 原料非粮；2) 国家补贴高；3) 乙醇产量大，但由于设在港口位置且紧贴中石化基地，节省高额物流费用，直接管道发到中石化存储罐；4) 能源节约，公司和中石化合作，大量的蒸汽能源由中石化供应，无需建设锅炉房，节省大量固定资产投资；5) 原材料木薯供给地近，来自东南亚的原料享受税收减免政策。

由于政府基本停止了新申请项目的审批，因此海南燃料乙醇项目具有强稀缺性。预计公司乙醇项目年底可以完成全部审批手续，在百美元油价背景下，燃料乙醇项目会具有较好的经济效益；而一旦获批，合资公司权益本身价值即会有明显升值。

其他业务情况

淀粉业务寻求出售，但由于价格不理想，公司采取了引入合作的方式。

持有的三安光电股份已全部出售，是 2011 年上半年实现投资收益（4,508 万元）的最主要贡献来源。

加大土地处置力度。我们预计公司自主开发上海地块的可能性较小，而出售的可能性较大，如果年内出售，则可回笼资金 2 亿元左右，利润贡献巨大。

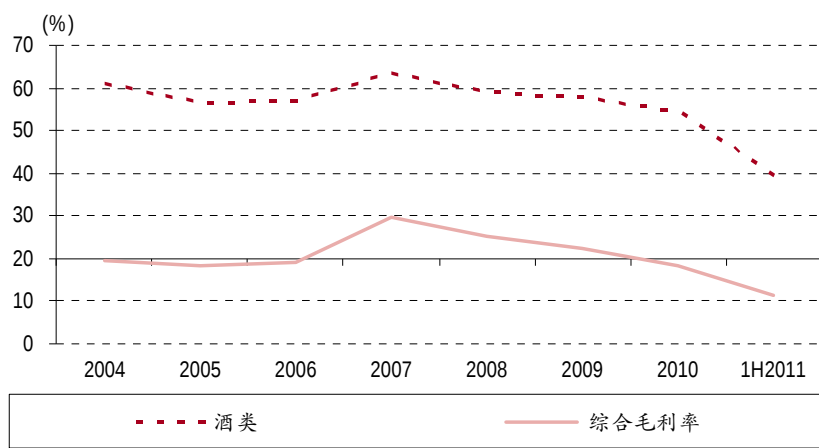
可能加强对销售模式的改革，收入和利润双提升

公司的销售模式较为独特，营销总部下辖设立于各地的 20 余家销售子公司，销售子公司面对设立于全国 500 多个地市县的数目庞大的营销部，营销部全由公司分布于各地的市场销售人员控制，营销部从公司以较低价格购入产品，然后以较高价格出售给下游终端，利润无法最大化体现在公司合并报表当中。

此外，由公司市场销售人员扮演经销商角色，实际上对公司业务发展也有很大不利影响，因为营销部资源和实力都不能和当地有实力的经销商相提并论；其次，营销部仅代理椰岛一个产品，在品牌力不能支持的情况下，无法进行强势推广，借助有实力的经销商，在其他强力产品的带动下，可以加强椰岛产品的渠道推广。

公司 2007 年对鹿龟酒的营销模式做了调整，当年收入增长 6.4%，毛利率提高 6.5 个百分点。预计公司会进一步对销售模式进行调整，增强对优质专业经销商的招徕力度。公司在推广椰汁产品时，已经注意到这个问题，在招商上避免同营销部有较多重合。

图表 9. 毛利率情况



资料来源：公司公告

随着高档滋补酒的生产恢复以及营销模式的改革，我们预计公司滋补酒业务毛利率会有显著回升。

控制权争夺激烈，未来仍有变数

公司大股东是海口市国资经营公司，第二大股东是深圳富安控股。富安控股自 2009 年 8 月始持续增持公司股份，至 2010 年 6 月底持股比例已达 13.11%（第一大股东为 1341%），2011 年 6 月底持股比例较 2010 年底继续提高 1.34 个百分点，同大股东仅相差 3.27 个百分点。

图表 10.截至 2011 年 6 月 30 日主要股东情况

股东名称	持股(万股)	比例 (%)	性质	较 2010 年底增持股份(%)
海口市国有资产经营有限公司	7,942	17.72	流通股	4.31
深圳市富安控股有限公司	6,474	14.45	流通股	1.34
北京易贸商通科技有限公司	773	1.73	流通股	-
海口宜轩实业有限公司	559	1.25	流通股	-
刘万强	430	0.96	流通股	-
北京嘉华筑业实业有限公司	396	0.88	流通股	-
文传慧	243	0.54	流通股	-
龙琼珍	239	0.53	流通股	-
海南合甲房地产开发有限公司	232	0.52	流通股	-
彭少贤	219	0.49	流通股	-
合计	17,507	39.07		

资料来源：公司公告，中银国际研究

公司股权较为分散，且大股东海口市国资经营公司持股比例较低，预计未来继续增持可能性减弱（资金原因），因此我们认为公司控股权发生变化的可能性非常高。

目前海南省“大企业进入，大项目带动”发展战略已经深入人心，文化出版、汽车、航空、浆纸、化肥、太阳能等领域相继有成功的大企业引入案例。在国际旅游岛定位的大背景下，依托海南特有资源的食品饮料产业也势必进入战略大发展的轨道。

不排除海南椰岛公司成为海南食品饮料产业大发展的启动平台同大企业深入合作，进而快速做大做强可能性。

初步结论

公司控股权之争从侧面反映公司价值可能存在低估，另外我们预计公司控股权可能会存在多种可能性，但每种可能性对公司而言都可能构成利好。

就公司基本面而言，随着公司战略逐渐清晰、公司过长的业务战线逐步收缩，药谷新厂区建设将带动公司进入主业大发展的快车道。

近期建议积极关注股权问题带来的交易性机会，未来关注主业恢复和新发展的战略买入机会。

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 15 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