



## 股票分析(一)：2898 龍潤茶 – 逃脫困境的轉型

在一次不小心的錯誤中，當我想查找紫金的股價資料等的時候手指滑過了一格，就按到了龍潤茶的版面。眼裡看得有點「熟口熟面」，心生好奇，就去找了一點龍潤茶的資料。果真沒錯！

### 一. 前言

龍潤茶前身為龍發製藥，前身業務主要為銷售「排毒美顏寶」。其後龍發製藥於二零零九年七月二十三日以一億六千萬為代價全面收購龍潤茶業創富有限公司，並將公司名稱更改為龍潤茶。

根據二零一零年九月三十日的中期報告數字，龍潤茶的茶品收入已佔全集團收入 88 %。(藥品收入 2,320 萬；茶品收入 1 億 7236 萬)。而且茶品收入亦由收購的最初兩季的 2,947 萬大幅攀升至其後的兩季 9,338 萬以及最近兩季的 1 億 7236 萬，增長速度迅速。

集團並成功利用其新業務為公司扭轉過往數年的虧損，於零九年第四季至一零年第一季及一零年第二季至第三季分別獲得三百萬以及三千三百萬的稅後盈餘。

### 二. 收益分析

在收入方面，無論是在零九年的收購轉型的前或後，藥品的收入增長均是緩慢的。藥品收入於零八年至今一直以來均於二千萬，一直無大進展，甚至是每年微減，以致令集團於零九年前的業績一直強差人意，平均每年虧損一千萬餘。所以如果此集團在零九年中沒有進行收購，不出三年集團便會資不抵債陷入危機。所以此併購及轉型幫助到 2898 脫出困境。

不過集團在收購後收入有突破性增長，首兩季的連預算收入為 4,082 萬（因集團於五月二十一日始

宣佈收購，所以我將實質收入 2,947 萬投射至六個月量)，之後倍增至 9,332 萬以及 1 億 7236 萬。公司併購開始後邊際利潤雖有作遞減（由大約 60%下跌至約 45%），但銷售以及行政開銷也有明顯的大幅減少（由約 85%下跌至約 25%）。從收益方面來看，新業務的效益明顯比舊業務的效益為高，雖暫時只有三個報表數字，但是我認為是值得期待的。

另外必須要留意到於零九年第二季至十零年第一季於其他一項中有接近六千萬額外開支，此只為收購之時的暫時性損益，主要來自一次性的授出購股權開支。我認為在短期之內也不會再出現這類個別開支。

所以就收益方面，無論是收益還是損益，在併購後均見有明顯改善。而如果忽略了那六千萬購股權開支的話，損益佔總收益的比率錄得連續七個報表期間的減少。大體而言，是有利企業的。

### 三．資產分析

在併購前，2898 的資產情況非常糟糕，因為當時 2898 的淨資產平均大約以每年減少一千七百萬的速度大幅向下。如果併購沒有發生而且情況延續，於二零十二年前 2898 必將資不抵債，即使其原本的負債也已經不多。

但與收益一樣，在併購後，資產情況有了 360 度的轉變。減去無形資產以及商譽後，每股淨資產值成功回到數年前比較健康的水平，同時現金的緊拙亦已解決。雖然負債數量上增加了，不過以負債 / 資產比率來看，負債是大幅減少了的。

但眾多數字中有一項是不太健康的，就是現金流方面。無論公司虧損還是盈餘，現金流錄得連續四年不停的減少。尤其是在併購後，能夠發現到資產表中應收款項一欄中有比較不尋常的上升，由併購前的 9 百萬(佔總資產 11.2%)大幅上升至現今的 1 億 2453 萬(佔總資產 30.4%)。但我認為管理層應該會對這堆未收款項有過比較詳細的分析，賒帳的公司應有一定的還款能力，否則管理層也不會如此無止境的向外借出大筆款項。不過，這還是值得留意在未來應收款項一項有否改善。

### 四．其他及總結

在過往數年內，2898 均沒有供股以及分拆等等影響。而 2898 也沒有進行過派息，不過這是可以

理解的，因為 2898 經歷過 2006-2009 共 4 年的虧損，在業務穩定向好前不派息也是正常不過的選擇。

在最近兩季，全部指標均大幅轉好，每股盈利亦上升到一個不錯的位置。雖然這只是六個月的向好，絕不可忽視只是偶然巧合的可能性。不過，如果龍潤茶的快速增長能夠持續，每股盈利會上升至約 9 仙（一年），這將會是一個十分吸引人的數字。而大股東於近月沒有大幅變動，亦沒有基金有超過 5 % 的持貨（於超過一年前，Rocket Capital Holdings 曾持有 2898 14.1% 的股本，不過現今已經減少到少於 5%）。

所以，我認為 2898 龍潤茶可以考慮在 0.50 左右作小量買入。本次分析不作目標價預測。

## 財務報表以及其他分析指標數值：

(All figures in ,000)	10Q2+3	10Q1+09Q4	09Q2+Q3	09Q1+08Q4	08Q2+Q3	08Q1+07Q4	07Q2+Q3	07Q1+06Q4	06Q2+Q3	06Q1+05Q4	05Q2+Q3
Total Revenue	195567	114076	46045	19627	19154	24946	16425	22202	24361	28702	28831
OPT Cost	-117479	-59657	-24975	-8220	-8028	-13408	-8539	-10983	-8178	-9666	-9172
Gross Profit	78088	54419	21070	11407	11126	11538	7886	11219	16183	19036	19659
Gross Margin (%)	39.92	47.7	45.75	58.11	58.08	46.25	48.01	50.53	66.42	66.32	68.18
Selling Cost	-15474	-8908	-3788	-3389	-3335	-5601	-6915	-6362	-11194	-13980	-10083
Admin. Cost	-16249	-14633	-10698	-10872	-10612	-13374	-11930	-12022	-11984	-13795	-12572
Other	-101	-18878	-37470	168	433	-1149	319	-141	172	-1639	3488
Cost Margin (%)	-16.27	-37.18	-112.83	-71.8	-75.07	-80.67	-112.79	-83.43	-94.43	-102.48	-66.48
EBIT	46264	12000	-30886	-5507	-3254	-8586	-10640	-7306	-6823	-10378	492
EBIT Margin (%)	23.65	10.51	-67.07	-28.05	-16.98	-34.41	-64.77	-32.9	-28	-36.15	1.7
Taxes	-13116	-8964	-2764	0	0	0	0	0	0	5	-237
Net Profit	33148	3036	-33650	-5507	-3254	-8586	-10640	-7306	-6823	-10373	255
Net Margin (%)	16.94	2.66	-73.08	-28.05	-16.98	-34.41	-64.77	-32.9	-28	-36.14	0.88
EPS (cent)	2.3	0.21	-2.48	-0.92	-0.54	-1.43	-1.77	-1.18	-1.17	-1.69	0.04

(All figures in ,000)	10Q2+3	10Q1+09Q4	09Q2+Q3	09Q1+08Q4	08Q2+Q3	08Q1+07Q4	07Q2+Q3	07Q1+06Q4	06Q2+Q3	06Q1+05Q4	05Q2+Q3
Fixed Assets:	222163	218281	219506	56465	58426	59159	60167	62356	64899	66911	71112
Intan. Assets:	159081	161522	164778	0	0	0	0	0	0	0	0
Assets:											
Cash	24125	44262	65727	5599	9503	19941	11662	10739	15562	14277	19919
Other	163071	99562	64799	24576	26798	24282	27611	32147	35142	41592	49152
Liabilities	-72583	-58463	-127591	-37061	-42826	-49790	-39652	-35256	-39241	-40270	-47809
Total Equity	336776	303642	222441	49579	51901	53592	59788	69986	76362	82510	112193
Total Equity - I.A.	177695	142120	57663	49579	51901	53592	59788	69986	76362	82510	112193
FCF	-18742	-13789	-7907	-1133	-1745	-5697	-4219	-578	2514	-34731	-36000
A/C Receivable	124535	66446	39321	9831	10690	11757	10252				
% Revenue	63.67	58.24	85.39	50.08	55.81	47.12	62.41				
% Assets	30.42	18.34	11.23	11.34	11.28	11.37	10.3				
Med. Revenue	23202	20187	17127	19627	19154	24946	16425	22202	24361	28702	28831
Tea Revenue	172365	93328	29479	0	0	0	0	0	0	0	0
Stock amt. (M)	1436	1436	1136	600	600	600	600	600	600	600	600
Stock price (\$)	0.62	0.76	0.96	0.4	0.435	1.84	1.37	0.5	0.44	0.48	0.5
								(停牌中)	(停牌中)		

	10Q2+3	10Q1+09Q4	09Q2+Q3	09Q1+08Q4	08Q2+Q3	08Q1+07Q4	07Q2+Q3	07Q1+06Q4	06Q2+Q3	06Q1+05Q4	05Q2+Q3
PE	13.47	180.95	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
PB	5.01	7.679	18.912	4.84	5.028	20.6	13.748	4.286	3.457	3.49	2.673
BVPS (\$)	0.123	0.098	0.05	0.082	0.086	0.089	0.099	0.116	0.127	0.137	0.186
ROE (%)	9.84	0.99	-15.12	-11.1	-6.26	-16.02	-17.79	-10.43	-8.93	-12.57	0.22
ROA (%)	8.09	0.83	-9.61	-6.35	-3.43	-8.3	-10.69	-6.94	-5.9	-8.44	0.15
CROCI (%)	13.73	3.95	-13.88	-11.1	-6.26	-16.02	-17.79	-10.43	-8.93	-12.57	0.43
debt/equity (%)	-21.55	-19.25	-57.35	-74.75	-82.51	-92.9	-66.32	-50.37	-51.38	-48.8	-42.61