

恒顺醋业 (600305.SH)

提价和产品结构升级推动盈利能力提升

● 提价因素显现，盈利能力提升

提价拉动下半年收入增长加速。公司 2016 年营业收入 14.47 亿元，同比增长 10.87%，Q1-Q4 收入同增 7.9%/6.2%/16.69%/12.73%，其中公司酱醋调味品全年收入 13 亿元，同比增长 14.2%，下半年增速加快除了公司三季度有 1000 多万房地产收入外，主要由于公司四季度执行 40% 主力产品提价 9%，预计四季度销量受到提价影响略有放缓，但叠加提价影响收入增速仍保持提高。分品类来看，公司全年实现醋类产品增长 12%、白醋品类增长 8%、酱类和酱油均增长 13%、料酒类产品增长 17%。

公司提价和产品结构升级推动毛利率不断提高，拉动公司扣非后净利润高增长。归母净利润 1.7 亿元，其中扣非净利润 1.59 亿元较去年同期增长 40.46%。Q1-Q4 单季度扣非净利润增长 74.3%/1%/29%/68%。扣非净利润高增长主要源于公司提价和产品结构升级拉动毛利率提高，公司酱醋调味品毛利率 42.55%，同比增加 1.38 个百分点。三项费用率稳中有降，销售费用率提高 0.53 个 PCT，主要由于广告费和促销费大幅增长 33% 和 65%。管理费用率稳中有降，财务费用率由于银行贷款减少下降 0.54 个 PCT。

● 提价和产品结构升级将继续提高 17 年净利率

公司 2017 实现收入增长目标超 15% 仍有一定压力。由于公司 2016 年 19 个单品占比 40% 左右提价 9%，主要在 16Q4 执行，我们预计 17 年上半年受到提价影响销量将继续略有放缓，全年实现目标仍有一定压力。但是公司去年 5 万吨料酒已经投产，我们认为未来料酒将继续保持接近 20% 快速增长。同时公司 10 万吨高端醋项目将于 2017 年下半年投产（公司目前产能 30 万吨），2017 年下半年开始公司高端产品增速将提高。

公司 2017 实现利润增长目标超 20% 较为容易，净利率将继续提高。10 万吨高端醋项目投产将持续优化公司产品结构和提高毛利率，同时原材料上涨对醋影响预计低于酱油，提价叠加公司产品结构升级预计将提高公司毛利率 1-2 个 pct 左右，我们预计公司 17 年可实现 30% 左右利润增长。

我们认为目前公司处于业务开拓期和产能投放期，销售费用率和管理费用率有所提高实属正常，目前管理层已经持股，利益与上市公司一致，长期来看期间费用率有较大下降空间，公司盈利能力有望进一步提高。

***投资建议：**我们认为管理层持股长期将激发公司发展潜力，预计 17-19 年公司将继续加大市场投入优化产品结构，保障收入稳定增长，同时逐步提高毛利率，预计 17-19 年收入 16.5/18.75/21.17 亿元，增速 14%/13.66%/12.9%，17-19 年净利润为 2.21/2.63/3.06 亿元，增速 30%/19%/16%，EPS 为 0.37/0.44/0.51 元，目前股价对应 PE30/25/21，给予买入评级。

***风险提示：**销量放缓超出预期；业绩增速低于预期；食品安全事件；国企改革低于预期。

公司评级	买入
------	----

当前价格	10.85 元
------	---------

前次评级	买入
------	----

报告日期	2017-04-18
------	------------

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002

01059136605

wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：王文丹 S0260516110001

01059136617

wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

恒顺醋业 (600305.SH)：产 2016-10-28

品结构升级提升盈利能力，提
价效应四季度体现

恒顺醋业一季报点评：毛利率 2016-04-28

创历史新高，期待管理层持股
后业绩潜力爆发

恒顺醋业 15 年年报点评：管 2016-04-19

理层增持完成，静待公司潜力
爆发

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,305.43	1,447.27	1,650.04	1,875.43	2,117.35
增长率(%)	8.10%	10.87%	14.01%	13.66%	12.90%
EBITDA(百万元)	226.71	267.59	333.60	395.10	458.94
净利润(百万元)	239.65	170.41	220.92	263.23	306.28
增长率(%)	220.41%	-28.89%	29.64%	19.15%	16.35%
EPS(元/股)	0.795	0.283	0.367	0.437	0.508
市盈率(P/E)	32.28	41.31	29.60	24.84	21.35
市净率(P/B)	5.25	4.48	3.65	3.18	2.77
EV/EBITDA	33.92	26.09	19.32	15.97	13.36

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司公告2016年营业收入14.47亿元，同比增长10.87%，归母净利润1.7亿元，同比减少28.89%，归属于上市公司扣非后净利润1.56亿元，同比增加38.17%，点评如下：

1、提价因素显现，盈利能力提升

提价拉动下半年收入增长加速。公司2016年营业收入14.47亿元，同比增长10.87%，Q1-Q4收入同增7.9%/6.2%/16.69%/12.73%，其中公司酱醋调味品全年收入13亿元，同比增长14.2%，高于上半年10%增速，下半年增速加快除了公司三季度有1000多万房地产收入外，主要由于公司四季度执行40%主力产品提价9%，预计四季度销量受到提价影响略有放缓，但叠加提价影响收入增速仍保持提高。分品类来看，公司全年实现醋类产品增长12%、白醋品类增长8%、酱类和酱油均增长13%、料酒类产品增长17%。料酒下半年5万吨产能投产使得增速得到较大提升，同时公司持续进行产品结构升级，预计16年高端三年和六年陈醋增速较快超过20%增长。

公司提价和产品结构升级推动毛利率不断提高，拉动公司扣非后净利润高增长。归母净利润1.7亿元，其中扣非后净利润1.59亿元较去年同期增长40.46%（15年有一次性房地产处置收入）。Q1-Q4单季度扣非后净利润增长74.3%/1%/29%/68%。扣非后净利润高增长主要源于公司提价和产品结构升级拉动毛利率提高，公司酱醋调味品毛利率42.55%，同比增加1.38个百分点。三项费用率稳中有降，销售费用率提高0.53个PCT，主要由于广告费和促销费大幅增长33%和65%。管理费用率稳中有降，财务费用率由于银行贷款减少下降0.54个PCT。

2、提价和产品结构升级将继续提高17年净利率

公司2017实现收入增长目标超15%仍有一定压力。由于公司2016年19个单品占比40%左右提价9%，主要在16Q4执行，预计对2017年收入和利润影响更大。我们预计17年上半年受到提价影响销量将继续略有放缓，全年实现目标仍有一定压力。但是公司去年5万吨料酒已经投产，我们认为未来料酒将继续保持接近20%快速增长。同时公司10万吨高端醋项目将于2017年下半年投产（公司目前产能30万吨），2017年下半年开始公司高端产品增速将提高。

公司2017实现利润增长目标超20%较为容易，净利率将继续提高。10万吨高端醋项目投产将持续优化公司产品结构和提高毛利率，同时原材料上涨对醋影响预计低于酱油，提价叠加公司产品结构升级预计将提高公司毛利率1-2个pct左右，我们预计公司17年可实现30%左右利润增长。

我们认为目前公司处于业务开拓期和产能投放期，销售费用率和管理费用率有所提高实属正常，目前管理层已经持股，利益与上市公司一致，长期来看未来期间费用率有较大下降空间，公司盈利能力长期有进一步提高的可能性。

3、投资建议

16年5月管理层持股成本9.73元，我们认为管理层持股长期将激发公司发展潜力，预计17-19年公司将继续加大市场投入优化产品结构，保障收入的稳定增长，同时逐步提高毛利率，预计17-19年收入16.5/18.75/21.17亿元，增速14%/13.66%/12.9%，17-19年净利润为2.21/2.63/3.06亿元，增速30%/19%/16%，EPS为0.37/0.44/0.51元，目前股价对应PE30/25/21，给予买入评级。

4、风险提示

销量放缓超出预期；业绩增速低于预期；食品安全事件；国企改革低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	722	634	752	943	1195
货币资金	250	150	181	316	494
应收及预付	143	137	182	200	223
存货	325	310	389	428	478
其他流动资产	4	37	0	0	0
非流动资产	1539	1630	1644	1765	1872
长期股权投资	49	48	48	48	48
固定资产	709	877	944	1019	1079
在建工程	157	93	123	173	223
无形资产	189	190	189	185	182
其他长期资产	435	422	340	340	340
资产总计	2262	2264	2395	2708	3067
流动负债	625	524	495	547	604
短期借款	176	61	61	61	61
应付及预收	389	366	434	486	543
其他流动负债	61	97	0	0	0
非流动负债	80	84	25	25	25
长期借款	27	25	25	25	25
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	53	58	0	0	0
负债合计	705	608	520	572	630
股本	301	603	603	603	603
资本公积	773	471	471	471	471
留存收益	399	497	718	982	1288
归属母公司股东权	1473	1571	1792	2056	2362
少数股东权益	83	85	83	79	76
负债和股东权益	2262	2264	2395	2708	3067

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	282	314	204	353	398
净利润	238	168	218	260	303
折旧摊销	57	72	84	99	113
营运资金变动	99	68	-109	-5	-17
其它	-112	6	11	-1	-1
投资活动现金流	-47	-223	-121	-212	-213
资本支出	-242	-197	-123	-214	-215
投资变动	186	-30	2	2	2
其他	10	4	0	0	0
筹资活动现金流	-307	-188	-52	-7	-7
银行借款	596	164	0	0	0
债券融资	-885	-277	-44	0	0
股权融资	26	5	0	0	0
其他	-44	-80	-7	-7	-7
现金净增加额	-72	-97	32	134	178
期初现金余额	322	250	150	181	316
期末现金余额	250	153	181	316	494

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	8.1	10.9	14.0	13.7	12.9
营业利润增长	176.7	-32.3	37.6	18.6	16.7
归属母公司净利润增长	220.4	-28.9	29.6	19.2	16.4
获利能力(%)					
毛利率	39.7	41.2	43.0	43.4	43.7
净利率	18.2	11.6	13.2	13.9	14.3
ROE	16.3	10.8	12.3	12.8	13.0
ROIC	12.5	12.9	14.9	16.2	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	31.2	26.8	21.7	21.1	20.5
净负债比率	-	-	-0.1	-0.1	-0.2
流动比率	1.16	1.21	1.52	1.72	1.98
速动比率	0.60	0.58	0.68	0.89	1.13
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.64	0.71	0.74	0.73
应收账款周转率	13.53	14.63	14.00	14.12	14.16
存货周转率	2.33	2.68	2.42	2.48	2.49
每股指标(元)					
每股收益	0.80	0.28	0.37	0.44	0.51
每股经营现金流	0.94	0.52	0.34	0.59	0.66
每股净资产	4.89	2.61	2.97	3.41	3.92
估值比率					
P/E	32.3	41.3	29.6	24.8	21.4
P/B	5.3	4.5	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	33.9	26.1	19.3	16.0	13.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1305	1447	1650	1875	2117
营业成本	787	850	940	1062	1192
营业税金及附加	15	25	24	28	33
销售费用	193	221	257	290	324
管理费用	141	155	178	199	222
财务费用	12	6	-8	-9	-11
资产减值损失	25	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	146	-1	2	2	2
营业利润	278	188	259	307	359
营业外收入	12	21	8	10	10
营业外支出	8	3	4	4	4
利润总额	282	207	263	313	365
所得税	44	38	45	53	62
净利润	238	168	218	260	303
少数股东损益	-2	-2	-2	-3	-4
归属母公司净利润	240	170	221	263	306
EBITDA	227	268	334	395	459
EPS(元)	0.80	0.28	0.37	0.44	0.51

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 2年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。