

恒顺醋业 (600305)

主业稳定增长，关注国改进程

投资评级：增持（首次）

事件：恒顺醋业公布 16 年年报，16 年实现收入 14.5 亿，同比增 10.9%；归母净利 1.7 亿，同比降 28.9%，每股收益 0.28 元；扣非净利 1.6 亿，同比增 38.2%。拟每 10 股派现 0.85 元（含税）。4Q16 收入 3.9 亿，同比增 12.7%；归母净利 0.53 亿，同比增 79.4%。

投资要点：

■ **4Q16 业绩超预期。**4Q16 净利增长，主要来源于毛利率提升 3.2pct，管理费用率下降 3.1pct，以及非经常损益提升：原因一方面是同期计提开发产品减值准备导致基数较高；另一方面固定资产处置损失减少导致本期营业外支出下降。

■ **调味品主业稳定增长，料酒增速较快。**估计 4Q16 调味品营收增速约 14%，与前三季度大体持平。分品类看，2H16 料酒增速超 20% 超预期，应是与 5 万吨料酒投产，销售资源向料酒倾斜有关；2H16 黑醋、白醋增速大概 10%、9%，受益于提价增速均快于 1H16。调味品中高端产品增速较快，如三年陈、六年陈等，估计有 20% 以上增长，结构升级趋势明显。渠道方面华东以外市场增长显著，如北京、上海、两广、东北、陕西等地增速均超两位数；华东以内渠道深耕计划下沉到乡村，未来仍有增长空间。17 年料酒仍将是重点发展品类，伴随醋类高端项目建设完成，产能释放（预计 2H17 投产），预计 17 年收入可达 16.2 亿，同比增 12%。

■ **4Q16 毛利率走高，费用率同比改善。**4Q16 毛利率 41.8%，同比提升 3.2pct，主要来自于产品提价以及结构升级。管理费用率 14.2% 同比下降 3.1pct，主因在于一方面部分税金会计科目调整至“营业税金及附加”中，另一方面公司加强内部管理，费用率确有降低，将营业税金比率与管理费用率合计来看，同比仍下降 1.0pct。往 17 年看，受益于产品结构改善以及提价，毛利率大概率走高，公司处于扩张时期销售费用率可能增长，管理与财务费用率仍处于下降趋势，综合判断公司 17 年可实现净利 2.0 亿，同比增 18%。

■ **关注公司国改进程，高管增持未来前景看好。**恒顺国企改革仍有预期：一是引入战投进行混改，或员工持股，应是由省国资委牵头自上而下推进，猜测引入有国资背景且具备市场运作能力的企业可能性较大，仍需等待；二是公司内部完善激励与考核机制，可能会比引入战投提前落地。公司管理层已于 16 年公告增持股票，表明对未来发展充满信心，看好公司前景以及长期价值。

■ **盈利预测与估值：**预计 17-19 年公司营收增+12%、+11%、+10%，净利+18%、+16%、+13%，EPS 分别为 0.34、0.39、0.44 元，对应最新收盘价 PE 分别为 32、28、25 倍。考虑到公司为食醋行业龙头，品牌优势长期存在，同时具有国改预期，首次覆盖给予“增持”投资评级。

■ **风险提示：**区域扩张速度不及预期、原料价格大幅上涨、食品安全事件。

2017 年 04 月 18 日

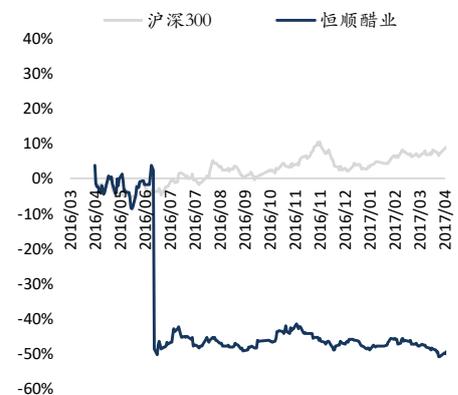
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.85
一年最低价/最高价	10.55/11.93
市净率	4.26
流通市值（亿）	67.02

基础数据

每股净资产	2.61
资产负债率	26.83
总股本（百万股）	602.74
流通股 A 股（百万股）	602.74

图表 1: 恒顺醋业三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	633.6	1028.0	811.1	888.7	营业收入	1447.3	1618.7	1798.3	1979.3
现金	149.5	492.9	220.0	240.0	营业成本	850.3	936.5	1032.4	1132.5
应收款项	117.8	139.1	154.5	170.1	营业税金及附加	25.1	28.1	31.2	34.4
存货	309.8	341.2	376.1	412.6	营业费用	221.4	247.7	271.5	292.9
其他	56.5	54.9	60.4	66.0	管理费用	155.3	170.0	187.0	203.9
非流动资产	1630.5	2534.2	3447.6	4345.2	财务费用	6.0	8.0	8.6	11.9
长期股权投资	47.7	47.7	47.7	47.7	投资净收益	-0.9	0.0	0.0	0.0
固定资产	970.9	1880.8	2800.4	3703.8	其他	0.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	188.8	182.5	176.4	170.5	营业利润	188.4	228.5	267.5	303.8
其他	423.1	423.1	423.1	423.1	营业外净收支	18.2	20.0	20.0	20.0
资产总计	2264.1	3562.2	4258.7	5233.8	利润总额	206.6	248.5	287.5	323.8
流动负债	523.9	1721.4	2301.4	3145.5	所得税费用	38.3	47.2	54.6	61.5
短期借款	66.2	1200.0	1736.2	2522.0	少数股东损益	-2.2	0.0	0.0	0.0
应付账款	157.3	183.7	196.7	219.0	归属母公司净利润	170.4	201.3	232.9	262.3
其他	300.5	337.7	368.4	404.5	EBIT	195.2	236.5	276.1	315.7
非流动负债	83.6	83.6	83.6	83.6	EBITDA	266.7	350.5	440.3	538.2
长期借款	25.4	25.4	25.4	25.4	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	58.2	58.2	58.2	58.2	每股收益(元)	0.28	0.33	0.39	0.44
负债总计	607.5	1805.0	2385.1	3229.1	每股净资产(元)	2.61	2.77	2.97	3.18
少数股东权益	85.1	85.1	85.1	85.1	发行在外股份(百万股)	602.7	602.7	602.7	602.7
归属母公司股东权益	1571.5	1672.1	1788.6	1919.7	ROIC(%)	9.3%	9.0%	7.3%	6.3%
负债和股东权益总计	2264.1	3562.2	4258.7	5233.8	ROE(%)	10.8%	12.0%	13.0%	13.7%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	41.2%	42.1%	42.6%	42.8%
经营活动现金流	314.0	357.8	385.0	485.4	EBIT Margin(%)	13.5%	14.6%	15.4%	15.9%
投资活动现金流	-223.0	-1047.6	-1077.6	-1120.1	销售净利率(%)	11.8%	12.4%	13.0%	13.3%
筹资活动现金流	-188.1	1033.2	419.8	654.6	资产负债率(%)	26.8%	50.7%	56.0%	61.7%
现金净增加额	-97.0	343.3	-272.9	20.0	收入增长率(%)	10.9%	11.8%	11.1%	10.1%
企业自由现金流	108.5	-694.5	-701.9	-641.2	净利润增长率(%)	-28.9%	18.1%	15.7%	12.6%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

