

2017年08月24日

公司研究

评级：增持（维持）

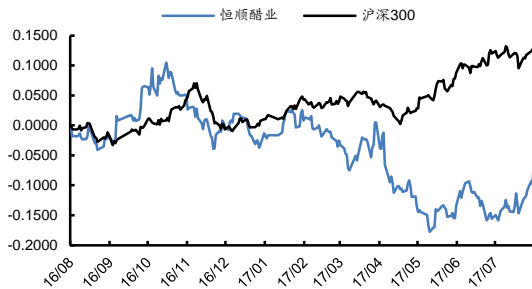
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
证券分析师：陈鹏 S0350517070001
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

业绩符合预期，Q2 收入增速回升

——恒顺醋业（600305）中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
恒顺醋业	10.4	7.9	-6.8
沪深 300	0.3	9.7	12.8

市场数据 2017-08-23

当前价格（元）	10.59
52 周价格区间（元）	9.09 - 12.72
总市值（百万）	6383.00
流通市值（百万）	6383.00
总股本（万股）	60273.80
流通股（万股）	60273.80
日均成交额（百万）	51.55
近一月换手（%）	20.95

相关报告

《恒顺醋业（600305）2016 年年报点评：调味品增速重回两位数，2017 净利率有望改善》——2017-04-18

《恒顺醋业（600305）调研简报：恒顺是镇江香醋代表企业，提价有望提高全年增速》——2017-02-21

《恒顺醋业（600305）2016 年中报点评：醋类产品稳健增长，提价有望增强毛利率》——2016-08-23

《恒顺醋业（600305）2015 年三季报点评*三季度业绩稳步增长，看好公司未来潜力（增持）*食品饮料行业*余春生》——2015-10-27

事件：

恒顺醋业发布中报，2017 年上半年实现营业收入 7.34 亿元，同比增长 5.67%，实现归属于上市公司股东的净利润 9388.47 万元，同比增长 23.55%，EPS0.1558 元，业绩符合预期。

投资要点：

■ **Q2 收入增速回升：**上半年酱醋调味品实现收入 6.67 亿元，同比增长 3.25%，其中二季度实现收入 3.64 亿，同比增长 8.69%，Q2 增速有所回升，但是离 2016 年报制定的 15% 收入增长目标仍有较大差距。上半年增速低迷主要是 2016 年 6 月份公司宣布未来三个月内对旗下经典醋系列共 19 个单品进行提价，提价平均幅度约 9%，经销商备货导致渠道库存增加，为了消化渠道库存导致公司后续发货减少。经过上半年的调整和消化，目前库存已经处于正常水平，下半年收入增速应该会好转。

■ **推进产品结构升级：**公司从 2013 年开始逐步剥离地产等非核心业务，聚焦调味品主业，目前香醋类产品收入占比接近 80%，高端醋产品占比仅为 15%，未来仍有较大提升空间。公司积极顺应消费升级趋势，新建 10 万吨高端醋产品灌装生产线建设项目设备安装进入调试阶段，预计 2017 年下半年可以投产。近几年推出三年陈、六年陈等高端产品，增速明显高于整体，预计未来随着消费升级持续进行，高端产品增长空间仍然优于普通产品，产品结构会得到持续优化。

■ **毛利率仍可提升：**公司近几年毛利率处于上升趋势，主要是逐步剥离毛利率较低的房地产业务，同时，调味品业务向高毛利率的料酒、醋饮料等产品延伸，拉动整体毛利率稳步上升。2017 上半年销售毛利率 41.37%，同比下降 0.16 个百分点，自去年下半年提价后毛利率并没有提升，主要是一方面原材料涨价，另一方面因为公司去年提价的同时对产品进行了换包装，而且提价过程持续时间长，一定程度影响了上半年的销量，固定成本摊销变大影响了毛利率水平。未来随着公司 10 万吨高端醋产能释放以及向料酒、醋饮等高毛利产品延伸，公司毛利率仍有提升空间。

■ **期待国企改革：**公司国企机制下管理层和营销人员有效激励不足，难以激发经营活力，导致恒顺与海天等民营企业相比，在生产、经

《恒顺醋业(600305)调研简报：改革进行时,效果渐明朗（增持）*食品饮料*余春生》——
2014-03-01

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

营、管理上有较大差距。公司自 2014 年开始酝酿国企改革，由于种种原因进度低于市场预期，短期内仍难以落地。我们认为，公司在产品、品牌、产能方面都有一定优势，但是机制问题一直是制约公司发展的重大因素，未来如果能够在激励机制上有所突破，公司发展有望迈上新台阶。

■ **投资建议：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.34 元、0.40 元、0.46 元，对应当前股价 PE 分别为 31X、27X、23X。公司是食醋龙头，具备产品、品牌、渠道优势，不断推进产品结构升级，期待国企改革，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**食品安全事件；新品销售不达预期；国企改革不达预期

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1447.27	1572.57	1752.16	2001.31
增长率(%)	10.87%	8.66%	11.42%	14.22%
净利润（百万元）	170.41	204.54	240.16	276.75
增长率(%)	-28.89%	20.02%	17.42%	15.23%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.34	0.40	0.46
ROE(%)	10.61%	11.85%	12.78%	13.45%

资料来源：公司数据，国海证券研究所

表 1: 恒顺醋业盈利预测表

证券代码:	600305.SH				股价:	10.59	投资评级:	增持	日期:	2017-08-2 3
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标					
ROE	10.61%	11.85%	12.78%	13.45%	EPS	0.28	0.34	0.40	0.46	
毛利率	41.25%	41.40%	42.00%	42.00%	BVPS	2.75	2.98	3.26	3.57	
期间费率	26.44%	25.36%	25.00%	24.73%	估值					
销售净利率	11.77%	13.01%	13.71%	13.83%	P/E	37.46	31.21	26.58	23.06	
成长能力					P/B					
收入增长率	10.87%	8.66%	11.42%	14.22%	P/S	4.41	4.06	3.64	3.19	
利润增长率	-28.89%	20.02%	17.42%	15.23%						
营运能力					利润表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.64	0.66	0.65	0.70	营业收入	1447.27	1572.57	1752.16	2001.31	
应收账款周转率	14.63	14.82	15.00	15.17	营业成本	850.32	921.53	1016.25	1160.76	
存货周转率	2.68	2.86	2.88	2.93	营业税金及附加	25.13	27.31	30.43	34.75	
偿债能力					销售费用					
资产负债率	0.27	0.29	0.31	0.25	管理费用	155.31	150.97	166.46	190.12	
流动比	1.21	1.37	1.51	1.92	财务费用	5.98	5.58	8.81	4.56	
速动比	0.62	0.85	1.04	1.25	其他费用/(-收入)	72.44	61.33	65.00	67.23	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润		188.37	225.09	267.48	311.00
现金及现金等价物	149.51	368.67	612.15	576.32	营业外净收支	18.23	18.23	18.23	18.23	
应收款项	101.73	110.54	123.16	140.68	利润总额	206.60	243.32	285.70	329.22	
存货净额	309.79	335.74	370.25	422.90	所得税费用	38.34	41.36	48.57	55.97	
其他流动资产	36.89	36.89	36.89	36.89	净利润	168.26	201.95	237.13	273.26	
流动资产合计	633.58	890.53	1185.32	1225.75	少数股东损益	-2.15	-2.58	-3.03	-3.49	
固定资产	854.45	908.70	917.11	923.05	归属于母公司净利润	170.41	204.54	240.16	276.75	
在建工程	93.36	50.00	50.00	50.00	现金流量表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	188.80	187.78	185.77	182.76	经营活动现金流	235.97	238.93	277.18	304.63	
长期股权投资	47.68	47.68	47.68	47.68	净利润	168.26	201.95	237.13	273.26	
资产总计	2264.05	2530.67	2831.46	2875.66	少数股东权益	85.06	82.48	79.44	75.95	
短期借款	61.00	161.00	261.00	61.00	折旧摊销	72.44	61.33	65.00	67.23	
应付款项	157.25	170.42	187.94	214.67	公允价值变动	1.17	1.17	1.17	1.17	
预收帐款	32.92	35.14	39.15	44.72	营运资金变动	-0.49	-11.63	-15.46	-22.11	
其他流动负债	91.33	91.33	91.33	91.33	投资活动现金流	-146.10	-52.69	-52.69	-52.69	
流动负债合计	523.91	650.06	785.92	640.06	资本支出	-171.54	-65.00	-65.00	-65.00	
长期借款及应付债券	25.42	25.42	25.42	25.42	长期投资	-6.79	-6.00	-6.00	-6.00	
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	14.81	0.00	0.00	0.00	
长期负债合计	83.63	83.63	83.63	83.63	筹资活动现金流	-173.13	32.92	18.99	-287.76	
负债合计	607.53	733.69	869.55	723.69	债务融资	-115.92	100.00	100.00	-200.00	
股本	602.74	602.74	602.74	602.74	权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益	1656.52	1796.98	1961.91	2151.97	其它	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债和股东权益总计	2264.05	2530.67	2831.46	2875.66	现金净增加额	-83.26	219.17	243.47	-35.82	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。