



主业进一步突出 盈利能力有待提高

——恒顺醋业 (600305) 2011 年中报点评

2011 年 8 月 17 日

推荐/维持

恒顺醋业

财报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: ynynljw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

公司 8 月 16 日发布 2011 年中报: 实现营业收入 4.80 亿元, 同比增长 11.51%, 其中, 酱醋调味品实现销售收入 3.32 亿元, 同比增长 21.41%; 归属于上市公司股东净利润 1,351.21 万元, 同比增长 3.81%, 每股收益 0.106 元。

表 1: 公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入 (百万元)	549.51	207.97	222.56	190.07	528.29	192.45	287.64
增长率 (%)	147.60	-4.84	10.35	-6.93	-3.86	-7.46	29.24
毛利率 (%)	26.07	29.40	27.37	28.65	34.14	33.15	31.06
期间费用率 (%)	20.05	22.12	24.64	25.66	23.61	26.59	25.97
营业利润率 (%)	2.10	8.07	1.52	2.56	6.03	6.41	2.13
净利润 (百万元)	15.99	7.92	5.10	2.11	16.71	8.45	5.06
增长率 (%)	-121.91	1.81	-9.83	35.93	4.53	6.72	-0.72
每股盈利 (季度, 元)	0.13	0.06	0.04	0.02	0.13	0.07	0.04
资产负债率 (%)	79.17	80.59	85.30	85.90	84.75	85.12	85.90
净资产收益率 (%)	3.67	1.78	1.18	0.51	3.97	1.97	1.18
总资产收益率 (%)	0.57	0.41	-0.01	0.09	0.65	0.28	0.17

评论:

积极因素:

- **酱醋调味品毛利率略有提高, 收入占比稳中有升。**受宏观因素影响, 上半年国内 CPI 高企, 公司主要原材料玉米、大米、大豆和小麦等价格一直处于高位运行态势, 对公司生产成本造成一定的压力。在此情况下, 公司通过营销改革的持续进行, 品牌整合力度的不断加大, 产品结构的进一步优化进行部分转移, 上半年, 公司酱醋类产品销售毛利率增加 1.79 个百分点, 达到 36.63%。实现销售收入 3.32 亿元, 占公司总营业收入的 69%, 同比增加 4 个百分点, 主营业务进一步突出。
- **房地产投资收益进一步提升。**上半年, 公司通过统筹房地产项目推进, 优化房地产规划方案等办法, 不断提高恒顺房地产的投资效益, 报告期公司确认的房地产收入为 8300 多万元, 同比增长 34.70%, 毛利率也增加了 4.49 个百分点。

- **产品结构持续优化。** 2010年以来，公司不断对食醋产品结构进行优化延伸，已经基本完成现有恒顺、金山、北固山等品牌的梳理，将原有200 多个产品整合为100 个左右，并最终形成食醋的拳头产品。上半年，公司以研发机制的创新推动产品附加值的提升，以研发思路的调整推动产品市场竞争力的提高，目前已完成食醋及延伸产品的新品开发共计40 余种，包括醋豆子、醋糕、醋糖、世博会高档礼品醋系列产品等。

消极因素：

- **盈利能力有待提高。** 报告期公司营业收入同比增长11.51%，但净利润同比仅增长3.81%，净利润的增速比营业收入的增速低7.7个百分点，而且在1351.21万元的净利润里，营业外收入（财政补贴）为302万元，占比约为22%。我们认为公司盈利不高主要跟原材料价格上涨、报告期内加大了营销改革和推广，向银行融资，期间费用同比有所提升以及百盛商城上半年投资收益同比下降52%有关。

业务展望：

- **营销体制改革。** 2011年初，公司聘请专业的营销咨询机构对公司的销售进行全方位的诊断，并且对海天的“地招”营销模式进行分析和借鉴，寻找更为适合公司产品特点的销售模式，进一步完善营销网络。如果营销体制改革能够成功，将会在未来3-5年很大程度的提振公司业绩。
- **山西“勾兑醋”事件有利于公司和行业的发展。** 山西老陈醋位列中国“四大名醋”之首，颇负盛名。但山西陈醋缺乏强势企业，再加上刚刚发生的“勾兑醋”事件，使得山西老陈醋的声誉受到极大的损害，这些在短期内都有利于像恒顺醋业这样的品牌食醋企业。同时，山西“勾兑醋”事件对山西陈醋甚至是整个食醋行业都会造成深远的影响，也会促使管理部门尽快出台食醋行业的管理政策以及相关标准，规范行业的发展，长期来说，有利于促进行业的健康发展。
- **食醋产品价值严重低估。** 食醋是酒或是酒糟进一步发酵的产物，和白酒一样，也蕴含着丰富的历史文化内涵，所以应该享有高溢价的资格。其次，食醋具有强大的保健和养生功能。现在对醋的使用已不仅仅局限于传统烹调，越来越多的人开始把食醋作为营养饮品、保健品。在当今社会，保持健康已经成为这个时代的课题，所以食醋的这些衍生功能将赋予食醋较高的附加值。而目前食醋的价格与其价值严重不符，所以未来食醋产品提价预期明显。
- **公司启动“醋酒并举”的发展战略。** 2010年底，公司启动“醋酒并举”的发展战略，组建黄酒事业部，采用“东方之韵”，“一品苏黄”作为主要品牌。报告期内，公司3万吨黄酒项目已经初步建成，产能已部分释放，目前已进入产品上市阶段。其中，恒顺老酒、京口优黄、京口特黄、一品苏黄、东方之韵等系列产品市场的覆盖到了苏、锡、常和苏北部分城市以及上海地区，年内预计可形成销售额2000万元左右，3-5年内，实现销售额5000万左右。

盈利预测和投资建议：

公司作为中国食醋行业龙头企业，拥有巨大的潜在的品牌价值，存在较大的提价空间，而且公司正在迎来产品结构优化、营销体制改革等新时期，所以我们看好公司未来3-5年的发展。我们预计公司2011-2013年EPS为0.37元、0.42元和0.52元，对应的PE分别为41倍、36倍和29倍，考虑到公司目前的估值较高，继续给予“推荐”评级。

风险提示：

国家对于房地产的严厉调控，营销体制改革达不到预期，食品安全问题。

表 2：公司 2011-2013 年盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1173.97	1148.89	1269.52	1530.28	1901.22
(+/-)	68.09%	-2.14%	10.50%	20.54%	24.24%
经营利润 (EBIT) (百万元)	153.97	163.73	179.95	217.15	265.40
(+/-)	432.03%	6.34%	9.91%	20.67%	22.22%
净利润 (百万元)	30.97	31.84	39.37	46.99	58.42
(+/-)	-162.92%	2.80%	23.65%	19.35%	24.32%
每股净收益 (元)	0.244	0.25	0.31	0.37	0.46
市盈率	63	61	50	41	33

资料来源：东兴证券研究所

表 3：公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入增长 11.51%，	上半年酱醋类产品销售收入大幅增加、房地产收入增加
2	营业利润增长-8.58%	原材料价格上涨，期间费用上升，百盛商城投资收益下降
3	净利润增长 3.81%	公司销售收入增长
4	财务费用增长 66.67%	公司向银行融资规模及利率上升
5	营业外收入增长 731.48%	收到财政补贴增加
6	总资产较年初增长 8.92%	货币资金增加以及规模扩大致存货增加等引起
7	归属于母公司所有者权益较年初增长 0.94%	本期盈利抵减利润分配后引起的所有者权益增加

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介
刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介
李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。