

恒顺醋业 (600305.SH)

调味发酵品行业

评级：增持 维持评级

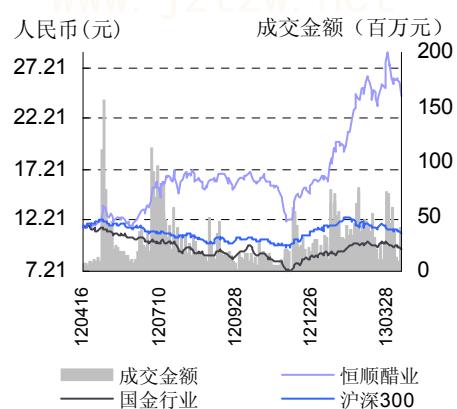
业绩点评

市价（人民币）：24.49元
 目标（人民币）：24.50-26.95元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	127.15
总市值(百万元)	31.14
年内股价最高最低(元)	28.69/11.48
沪深300指数	2436.82
上证指数	2181.94



相关报告

- 《按目标推进，唯内部调整，触发因素可期》，2012.12.26
- 《自上而下推力形成，启动尚待时机》，2012.8.13

赵晓媛	联系人 (8621)61038227 zhaoxy@gjzq.com.cn
陈钢	分析师 SAC 执业编号: S1130511030031 (8621)61038215 cheng@gjzq.com.cn
肖喆	分析师 SAC 执业编号: S1130512070001 (8621)61038276 xiaoze@gjzq.com.cn
钟凯锋	联系人 (8621)60870959 zhongkf@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	-0.301	-0.291	0.495	0.907	1.402
每股净资产(元)	3.34	3.99	4.44	5.04	6.41
每股经营性现金流(元)	-0.27	1.40	-0.28	8.81	3.35
市盈率(倍)	-33.01	-55.75	49.46	27.01	17.47
行业优化市盈率(倍)	27.58	22.50	25.39	25.39	25.39
净利润增长率(%)	N/A	-3.11%	N/A	83.09%	54.61%
净资产收益率(%)	-9.01%	-7.31%	11.15%	17.97%	21.88%
总股本(百万股)	127.15	127.15	127.15	127.15	127.15

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 恒顺醋业 12 年全年实现净利润-3705.8 万元，同比下降 264.11%，EPS -0.29 元；全年实现收入 11.47 亿，同比增长 12.67%。

经营分析

- 第一，房地产剥离使 12 年成为公司经营分水岭。12 年底，公司公告分立控股子公司恒顺置业发展有限公司及其全资子公司镇江恒顺房地产开发有限公司，使公司减少 4 亿左右的负债，并使公司能够将注意力集中到酱醋调味品主业上，预计 13-14 年市场会看到公司在主业上的持续发力。
- 第二，12 年酱醋调味品收入同比增长 18.76%，且是在新老管理层交替的情况下完成，显示公司强大的产品、品牌和扎实的渠道。12 年，公司实现总收入 11.47 亿，其中酱醋调味品 8.30 亿，同比增长 18.76%。同时我们注意到，这一增长是在两方面不利的情况下完成的，第一，12 年经济增长速度放缓，消费品上市公司增长基本是个位数，第二，公司董事会换届，内部处于新老交替的过渡时期。我们认为，这反应了公司强大的产品力、品牌力，以及扎实的渠道。公司 13 年的渠道会继续深化，销售体系激励也有所改善，预计 13 年 20% 收入增长规划偏保守，存在超预期的可能。
- 第三，产品结构调整带动毛利率的提升。通过品牌整合，公司淘汰了毛利低、市场占有率不高的呃品牌，从产品研发和市场推广上进一步进行品种结构的优化，高端产品和高毛利子品类（白醋）的发力带动公司毛利率进一步提升，在四季度达到 38.26%。其中，酱醋调味品 12 年毛利率达到 39.74%，同比增加 2.41%。
- 第四，经营拐点初现，老牌国企将焕发新活力。我们认为，公司剥离房地产业务、回归主业，展现了积极的做大做强决心，人员和思路的调整逐步走向正轨，经营拐点初现，“恒顺”食醋第一品牌将展现其应有的实力。

盈利调整和投资建议

- 我们预计 2013-2014 年的净利润为 6300 万 /1.15 亿，对应 EPS 为 0.495/0.907。其中酱醋调味品实现收入 10.29 亿，公司产品毛利率高（接近 40%），按照 10-11% 的净利润率，主营业务净利润对应 13 年 EPS 将达到 0.82 元 -0.90 元。由于公司强大品牌逐步产生收益，我们的目标价相当于主业 13E EPS 的 30x，即 24.50-26.95 元。

风险提示

- 内部调整速度慢于预期

图表1：盈利预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,149	1,018	1,147	1,173	1,495	1,917							
增长率	-11.4%	12.7%	2.3%	27.4%	28.2%								
主营业务成本	-792	-690	-762	-744	-941	-1,198							
%销售收入	68.9%	67.8%	66.5%	63.4%	62.9%	62.5%							
毛利	357	327	385	429	554	719							
%销售收入	31.1%	32.2%	33.5%	36.6%	37.1%	37.5%							
营业税金及附加	-38	-26	-28	-29	-37	-48							
%销售收入	3.3%	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%							
营业费用	-100	-117	-137	-135	-172	-228							
%销售收入	8.7%	11.4%	11.9%	11.5%	11.5%	11.9%							
管理费用	-110	-121	-121	-129	-164	-211							
%销售收入	9.6%	11.9%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%							
息税前利润 (EBIT)	109	64	99	136	180	232							
%销售收入	9.5%	6.3%	8.6%	11.6%	12.1%	12.1%							
财务费用	-64	-127	-138	-61	-36	-5							
%销售收入	5.6%	12.5%	12.0%	5.2%	2.4%	0.3%							
资产减值损失	-2	4	-44	0	0	0							
公允价值变动收益	0	0	12	0	0	0							
投资收益	0	0	5	5	6	7							
%税前利润	0.0%	0.0%	-7.4%	6.0%	3.7%	2.8%							
营业利润	43	-59	-66	80	150	234							
营业利润率	3.7%	n.a	n.a	6.8%	10.0%	12.2%							
营业外收支	-2	25	-2	4	4	4							
税前利润	41	-34	-68	84	154	238							
利润率	3.6%	n.a	n.a	7.2%	10.3%	12.4%							
所得税	-19	-4	10	-21	-38	-59							
所得税率	46.5%	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	22	-38	-58	63	115	178							
少数股东损益	4	0	-21	0	0	0							
归属于母公司的净利润	17.8	-38.2	-37.1	63.0	115.3	178.2							
净利率	1.6%	n.a	n.a	5.4%	7.7%	9.3%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金净流	153	-34	178	-35	1,120	426							
资本开支	-294	-74	-130	-75	-95	-96	每股指标						
投资	15	35	0	-1	0	0	每股收益	0.140	-0.301	-0.291	0.495	0.907	1.402
其他	18	9	138	5	6	7	每股净资产	3.336	3.340	3.986	4.441	5.045	6.406
投资活动现金净流	-261	-29	9	-71	-89	-89	每股经营现金流	1.204	-0.268	1.400	-0.278	8.812	3.349
股权募资	3	0	1	0	-33	0	每股股利	0.073	0.075	0.036	0.040	0.040	0.040
债权募资	349	61	-24	-60	-1,000	-200	回报率						
其他	-321	-5	-274	-86	-46	-14	净资产收益率	4.20%	-9.01%	-7.31%	11.15%	17.97%	21.88%
筹资活动现金净流	31	57	-297	-147	-1,079	-214	总资产收益率	0.59%	-1.16%	-1.36%	2.10%	4.91%	6.64%
现金净流量	-77	-6	-110	-253	-48	122	投入资本收益率	2.68%	3.17%	4.32%	5.21%	13.10%	17.28%

来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	1.62

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-08-13	增持	16.60	18.38 ~ 18.38
2 2012-12-26	增持	15.83	18.38 ~ 18.38

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 6793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net