

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): 28.51 元

产品结构提升见效, 增发是下一步重点

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)	35.93
年内股价最高最低(元)	31.61/12.09
沪深 300 指数	2331.43
上证指数	2085.60



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 13 年上半年实现净利润 1813.3 万元, 同比增长 207.95%, EPS 0.143 元, 扣非后实现净利润 1663.6 万, 同比增长 208.09%; 实现收入 5.52 亿, 同比增长 7.22%; 经营活动现金流 1.61 亿, 同比增长 184.55%。公司拟以资本金转增股本, 每 10 股转增 10 股。

13 年上半年经营分析

- 酱醋调味品实现收入 4.53 亿, 同比增长 23.83%, 我们认为公司的销售虽在改善但仍存在巨大提升空间: 目前, 公司食醋占比 80%以上, 其次是酱油、料酒等产品, 上半年, 由于公司的资金及销售资源仍然较为紧张, 在华东六省一市以外的地区还没有能力进行迅速拓展, 我们认为, 原区域的渠道深耕和餐饮市场的开拓是保证公司酱醋调味品上半年平稳增长的主要驱动力。我们注意到, 公司上半年的收入增长快于 12 年全年 19%的增速, 但由于公司刚刚仅部分调整了考核方法, 未来的激励机制还有很大完善和提高空间, 公司的产品力与目前的销售额仍存在巨大的不匹配。
- 酱醋调味品毛利率提升 4.4 个百分点, 多个财务期毛利率持续提升, 体现强大品牌力。公司上半年产品没有调价, 主要依靠产品结构向上调整及包材价格平稳提升毛利率: 上半年, 酱醋调味品的毛利率达到 41.98%, 相比去年上半年提升 4.4 个百分点, 比 12 年全年 39.74%的毛利率水平也大幅提升, 大幅高于优质调味品公司 30-35%的毛利率水平, 体现恒顺强大的品牌力。公司上半年没有调整产品价格, 主要依靠持续的产品结构调整, 淘汰毛利率低、市场占有率不高的子品牌 (公司产品子品牌较杂, 没有一个产品销售过亿), 提升高端产品和高毛利子品类 (白醋) 的占比, 使毛利率实现多个财务期的连续、稳定提升。
- 增发是今年工作重点, 完成后将有更多资源提升销售能力: 公司的增发工作在稳步推进, 战略投资者的引进也是下一步工作重点, 未来将有更多资源提升公司销售能力, 充分发挥恒顺醋业乃至镇江香醋的品牌效应。

盈利调整和投资建议

- 我们预计 2013-2014 年 EPS 为 0.495/0.907 元, 其中酱醋调味品 14 年实现 EPS 为 1.1-1.2 元 (10-11% 净利润率), 现价为增持评级。

风险提示

- 内部调整速度慢于预期

赵晓媛 分析师 SAC 执业编号: S1130513070001
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

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		货币资金	609	680	598	345	297	419
增长率	-11.4%		12.7%	2.3%	27.4%	28.2%		应收款项	119	284	275	208	265	340
主营业务成本	-792	-690	-762	-744	-941	-1,198		存货	768	884	425	897	155	197
%销售收入	68.9%	67.8%	66.5%	63.4%	62.9%	62.5%		其他流动资产	133	153	46	151	190	242
毛利	357	327	385	429	554	719		流动资产	1,630	2,001	1,344	1,601	906	1,197
%销售收入	31.1%	32.2%	33.5%	36.6%	37.1%	37.5%		%总资产	54.1%	60.9%	49.2%	53.4%	38.6%	44.6%
营业税金及附加	-38	-26	-28	-29	-37	-48		长期投资	369	376	562	563	562	562
%销售收入	3.3%	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%		固定资产	792	747	639	665	711	753
营业费用	-100	-117	-137	-135	-172	-228		%总资产	26.3%	22.7%	23.4%	22.2%	30.3%	28.1%
%销售收入	8.7%	11.4%	11.9%	11.5%	11.5%	11.9%		无形资产	75	144	166	167	168	170
管理费用	-110	-121	-121	-129	-164	-211		非流动资产	1,385	1,285	1,386	1,397	1,443	1,486
%销售收入	9.6%	11.9%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%		%总资产	45.9%	39.1%	50.8%	46.6%	61.4%	55.4%
息税前利润 (EBIT)	109	64	99	136	180	232		资产总计	3,014	3,286	2,730	2,998	2,349	2,684
%销售收入	9.5%	6.3%	8.6%	11.6%	12.1%	12.1%		短期借款	1,535	1,267	1,367	1,336	536	336
财务费用	-64	-127	-138	-61	-36	-5		应付款项	766	992	701	1,021	1,292	1,647
%销售收入	5.6%	12.5%	12.0%	5.2%	2.4%	0.3%		其他流动负债	53	44	58	21	25	30
资产减值损失	-2	4	-44	0	0	0		流动负债	2,354	2,304	2,126	2,377	1,852	2,014
公允价值变动收益	0	0	12	0	0	0		长期贷款	169	499	14	14	-186	-186
投资收益	0	0	5	5	6	7		其他长期负债	32	27	42	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	-7.4%	6.0%	3.7%	2.8%		负债	2,555	2,829	2,181	2,391	1,666	1,828
营业利润	43	-59	-66	80	150	234		普通股股东权益	424	425	507	565	641	815
营业利润率	3.7%	n.a	n.a	6.8%	10.0%	12.2%		少数股东权益	35	33	42	42	42	42
营业外收支	-2	25	-2	4	4	4		负债股东权益合计	3,014	3,286	2,730	2,998	2,349	2,684
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	
净利润	36	10	-58	63	115	178		每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0		每股收益	0.140	-0.301	-0.291	0.495	0.907	1.402
非现金支出	56	60	95	49	53	57		每股净资产	3.336	3.340	3.986	4.441	5.045	6.406
非经营收益	42	21	127	65	31	-2		每股经营现金净流	1.204	-0.268	1.400	-0.278	8.812	3.349
营运资金变动	19	-125	14	-212	921	193		每股股利	0.073	0.075	0.036	0.040	0.040	0.040
经营活动现金净流	153	-34	178	-35	1,120	426		回报率						
资本开支	-294	-74	-130	-75	-95	-96		净资产收益率	4.20%	-9.01%	-7.31%	11.15%	17.97%	21.88%
投资	15	35	0	-1	0	0		总资产收益率	0.59%	-1.16%	-1.36%	2.10%	4.91%	6.64%
其他	18	9	138	5	6	7		投入资本收益率	2.68%	3.17%	4.32%	5.21%	13.10%	17.28%
投资活动现金净流	-261	-29	9	-71	-89	-89		增长率						
股权募资	3	0	1	0	-33	0		主营业务收入增长率	-2.14%	-11.41%	12.67%	2.33%	27.40%	28.23%
债权募资	349	61	-24	-60	-1,000	-200		EBIT增长率	30.96%	-41.27%	54.69%	37.79%	32.75%	28.50%
其他	-321	-5	-274	-86	-46	-14		净利润增长率	35.81%	N/A	-3.11%	N/A	83.09%	54.61%
筹资活动现金净流	31	57	-297	-147	-1,079	-214		总资产增长率	0.71%	9.02%	-16.92%	9.81%	-21.62%	14.24%
现金净流量	-77	-6	-110	-253	-48	122		资产管理能力						

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	1	2	9	15
增持	0	0	0	2	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.14	1.25

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
3 2013-04-16	增持	24.47	24.50 ~ 26.95

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认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