

调味发酵品

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

署名人: 韩小静

S0960513070006

010-63222547

hanxiaojing@china-invs.cn

恒顺醋业

600305

推荐

醋业龙头地产剥离、机制理顺后大有可为

恒顺醋业发布 2013 年 3 季报, 前三季度实现营业收入 8.79 亿元, 同比增长 2.15%, 归属于母公司所有者净利润 0.27 亿元, 同比增长 179.48%, 对应基本每股收益 0.21 元, 基本符合预期。前三季度经营活动现金流 2.67 亿元, 同比大增 171%。考虑到公司地产逐步剥离、增发稳步推进, 资源聚焦后主业有望加速发展, 给予推荐评级。

投资要点:

- **3 季度调味品收入增速依然维持较高水平, 4 季度增速有望加快。**3 季度营业总收入 3.27 亿元, 同比下降 5.40%, 主要是地产及其他业务收入下滑所致。调味品主业依然保持较高的收入增速, 前三季度同比增长 21%, 单季增速 15% 以上。由于 2014 年春节提前利好年底销售, 预计今年 4 季度主业增速将加快。
- **前三季度毛利率显著提升, 费用率略有增加, 净利率显著提升。**前三季度毛利率 35.63%, 同比上升 3.66 个百分点, 主要原因是高毛利调味品(白醋、料酒及高端黑醋等)比重上升促使主业毛利率提升, 同时调味品业务整体收入占比上升。前三季度费用率略有增加。4 季度旺季预计将延续上半年趋势, 毛利率同比有所提升。
- **地产稳步剥离, 短期借款逐步降低。**公司去年开始剥离拖累主业的地产开发业务, 截至今年 3 季度仅剩一处价值 3 亿元左右租赁物业, 年租金 2500 万元左右, 以及近 3 亿元的待售物业, 计划 1-2 年内售罄。随着地产的剥离, 公司短期负债逐步降低, 利息支出压力减轻。截至 3 季度末, 短期负债 11.96 亿元, 较年初减少 1.4 亿元, 未来随着地产资金回笼以及增发补充资金, 负债水平将进一步降低。
- **增发意义重大, 目前正稳步推进。**公司定增方案已经获得江苏省国资委批复, 并将于 10 月 30 日召开股东大会, 未来尚需证监会审批。此次增发对公司意义重大, 3.8 亿元用于高端醋产能建设, 2 亿元用于品牌建设, 1.9 亿元用于偿还银行贷款, 成功实施后有助于减轻公司财务压力, 提升“恒顺”品牌影响力及市场份额, 促进主业的加速扩张。
- **行业集中度低, 恒顺聚焦主业、理顺机制后大有可为, 给予推荐评级。**食醋行业由于并无绝对强势品牌, 集中度较低, 恒顺作为龙头仅占不到 5%, 与属性相似的酱油行业相去甚远。随着公司地产剥离以及内部考核机制的逐步改变, 主业有望加速发展。预计 2013-2015 年 EPS 为 0.37、0.74、1.14 元, 给予推荐评级。
- **风险提示:** 增发进展低于预期、待售物业处置低于预期、内部机制改革低于预期

6-12 个月目标价: 44.45 元

当前股价: 35.74 元

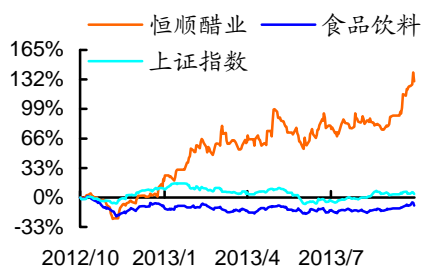
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2164.32
总股本(百万)	127
流通股本(百万)	127
流通市值(亿)	47
EPS(2012)	-0.29
每股净资产(元)	4.13
资产负债率	78.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恒顺醋业	27.21%	27.34%	43.06%
食品饮料	5.26%	6.16%	6.98%
上证指数	-1.71%	6.81%	-0.07%



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1147	1137	1395	1643
收入同比(%)	13%	-1%	23%	18%
归属母公司净利润	-37	47	94	145
净利润同比(%)	-264%	26%	101%	54%
毛利率(%)	33.5%	40.1%	40.1%	40.9%
ROE(%)	-7.3%	8.3%	13.9%	17.5%
每股收益(元)	-0.29	0.37	0.74	1.14
P/E	-122.63	97.25	48.46	31.39
P/B	8.97	8.03	6.76	5.48
EV/EBITDA	40	25	20	16

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1344	925	921	983	营业收入	1147	1137	1395	1643
现金	598	382	302	300	营业成本	762	682	836	971
应收账款	63	71	84	100	营业税金及附加	28	28	34	41
其它应收款	209	211	257	303	营业费用	137	134	165	194
预付账款	44	34	42	49	管理费用	121	125	151	179
存货	425	222	231	224	财务费用	138	94	63	48
其他	4	5	5	6	资产减值损失	44	28	33	31
非流动资产	1386	1384	1373	1476	公允价值变动收益	12	13	12	12
长期投资	150	154	154	154	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	560	540	628	689	营业利润	-66	59	125	192
无形资产	165	203	238	273	营业外收入	7	15	12	13
其他	511	486	353	359	营业外支出	9	8	8	8
资产总计	2730	2309	2294	2459	利润总额	-68	66	129	197
流动负债	2126	1645	1519	1524	所得税	-10	17	32	49
短期借款	1336	800	600	459	净利润	-58	50	97	148
应付账款	133	155	175	209	少数股东损益	-21	3	3	3
其他	657	690	744	856	归属母公司净利润	-37	47	94	145
非流动负债	56	54	54	54	EBITDA	122	201	241	302
长期借款	14	14	14	14	EPS (元)	-0.29	0.37	0.74	1.14
其他	42	39	40	40	主要财务比率				
负债合计	2181	1698	1574	1578	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	42	45	48	51	成长能力				
股本	127	127	127	127	营业收入	12.7%	-0.8%	22.6%	17.8%
资本公积	301	301	301	301	营业利润	-745.9	-10.8%	110.9	53.7%
留存收益	79	126	219	364	归属于母公司净利润	-264.1	26.1%	100.7	54.4%
归属母公司股东权益	507	566	672	830	获利能力				
负债和股东权益	2730	2309	2294	2459	毛利率	33.5%	40.1%	40.1%	40.9%
现金流量表					净利率	-3.2%	4.1%	6.7%	8.8%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	-7.3%	8.3%	13.9%	17.5%
经营活动现金流	178	480	359	357	ROIC	6.7%	19.2%	24.2%	30.9%
净利润	-58	50	97	148	偿债能力				
折旧摊销	51	47	53	63	资产负债率	79.9%	73.5%	68.6%	64.2%
财务费用	138	94	63	48	净负债比率	63.32	47.94%	39.02	29.96%
投资损失	-5	0	0	0	流动比率	0.63	0.56	0.61	0.64
营运资金变动	14	322	115	83	速动比率	0.41	0.42	0.44	0.49
其它	38	-34	32	16	营运能力				
投资活动现金流	-8	-33	-177	-170	总资产周转率	0.38	0.45	0.61	0.69
资本支出	130	-23	127	117	应收账款周转率	14	15	16	16
长期投资	-17	13	12	12	应付账款周转率	4.22	4.74	5.06	5.05
其他	105	-43	-38	-40	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-297	-663	-262	-189	每股收益(最新摊薄)	-0.29	0.37	0.74	1.14
短期借款	87	-536	-200	-141	每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	3.78	2.82	2.81
长期借款	-484	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.45	5.29	6.52
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	103	0	0	0	P/E	-122.6	97.25	48.46	31.39
其他	-2	-127	-62	-48	P/B	8.97	8.03	6.76	5.48
现金净增加额	-127	-216	-80	-2	EV/EBITDA	40	25	20	16

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
 推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
 中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
 回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
 中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
 看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 2010 年加入中投证券, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

韩小静: 中投证券研究所食品行业分析师, 2011 年加入中投证券, 复旦大学理学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434