

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

6-12个月目标价: 44.45元

当前股价: 35.74元

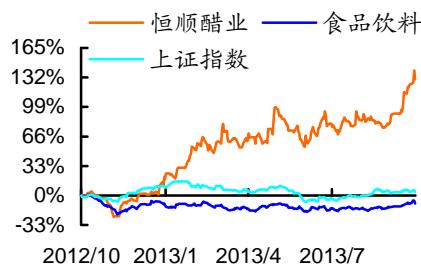
评级调整: 首次

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

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

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

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产				
现金	1344	925	921	983
应收账款	598	382	302	300
其它应收款	63	71	84	100
预付账款	209	211	257	303
存货	44	34	42	49
其他	425	222	231	224
非流动资产				
长期投资	150	154	154	154
固定资产	560	540	628	689
无形资产	165	203	238	273
其他	511	486	353	359
资产总计	2730	2309	2294	2459
流动负债				
短期借款	2126	1645	1519	1524
应付账款	1336	800	600	459
其他	133	155	175	209
非流动负债				
长期借款	657	690	744	856
其他	56	54	54	54
负债合计	42	39	40	40
负债和股东权益	2181	1698	1574	1578
股东权益	2730	2309	2294	2459

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	178	480	359	357
净利润	-58	50	97	148
折旧摊销	51	47	53	63
财务费用	138	94	63	48
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	14	322	115	83
其它	38	-34	32	16
投资活动现金流	-8	-33	-177	-170
资本支出	130	-23	127	117
长期投资	-17	13	12	12
其他	105	-43	-38	-40
筹资活动现金流	-297	-663	-262	-189
短期借款	87	-536	-200	-141
长期借款	-484	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	103	0	0	0
其他	-2	-127	-62	-48
现金净增加额	-127	-216	-80	-2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1147	1137	1395	1643
营业成本	762	682	836	971
营业税金及附加	28	28	34	41
营业费用	137	134	165	194
管理费用	121	125	151	179
财务费用	138	94	63	48
资产减值损失	44	28	33	31
公允价值变动收益	12	13	12	12
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	-66	59	125	192
营业外收入	7	15	12	13
营业外支出	9	8	8	8
利润总额	-68	66	129	197
所得税	-10	17	32	49
净利润	-58	50	97	148
少数股东损益	-21	3	3	3
归属母公司净利润	-37	47	94	145
EBITDA	122	201	241	302
EPS (元)	-0.29	0.37	0.74	1.14

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	12.7%	-0.8%	22.6%	17.8%
营业利润	-745.9	-10.8%	110.9	53.7%
归属于母公司净利润	-264.1	26.1%	100.7	54.4%
获利能力				
毛利率	33.5%	40.1%	40.1%	40.9%
净利率	-3.2%	4.1%	6.7%	8.8%
ROE	-7.3%	8.3%	13.9%	17.5%
ROIC	6.7%	19.2%	24.2%	30.9%
偿债能力				
资产负债率	79.9%	73.5%	68.6%	64.2%
净负债比率	63.32	47.94%	39.02	29.96%
流动比率	0.63	0.56	0.61	0.64
速动比率	0.41	0.42	0.44	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.45	0.61	0.69
应收账款周转率	14	15	16	16
应付账款周转率	4.22	4.74	5.06	5.05
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.29	0.37	0.74	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	3.78	2.82	2.81
每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.45	5.29	6.52
估值比率				
P/E	-122.6	97.25	48.46	31.39
P/B	8.97	8.03	6.76	5.48
EV/EBITDA	40	25	20	16

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。

免责条款

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，旨为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、传递、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，但我们将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的相关服务。

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

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

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

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