



中以博胜 小求精当

产品结构调整及基数原因影响单季度销售，不改复苏趋势

2014年2月10日

强烈推荐/维持

恒顺醋业 点评报告

——恒顺醋业（600305）2013年年报点评

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051 010-66554090 sunyj@dxzq.net.cn

联系人：孙玉姣

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣

事件：

公司公布2013年报。全年实现营业收入11.1亿元，同比减少3.11%；实现归属于上市公司股东净利润3911万元，大幅扭亏。每股收益0.15元。

点评：

1. 调味品业务实现营业收入9.46亿元，同比增长14.1%。

由于下半年实施了产品结构的调整，聚焦主力产品，另外，由于2012年下半年基数较高，导致2013年下半年销售增长6.25%，略低于预期。分产品看，公司的主力色醋明星产品全年销售达到3.8亿元，增幅为36%；白醋和料酒收入将近1亿元，同比增幅均超过20%；高端醋收入超过1.6亿元，增幅超过30%。毛利率提升到40.50%。显示出公司大力调整产品结构、聚焦主力产品的策略较为成功；渠道的细化和调整工作顺利实施。

2. 房地产销售7898万元，同比下降61.9%；毛利率提升到24%。

房地产拖累整体业绩的情况有所好转，公司2013年对存量房的销售策略做了系列规划，预计2014年将加大促销力度。开发性房地产业务的剥离使公司2013年的借款下降2.7亿元，财务费用下降4405万元。

3. 公司全年在严格控制费用的情况下进行内外部整顿和梳理，期间费用率降低。

三项费用控制较好，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为13.56%、9.86%和8.43%，销售费用率提升1.62个百分点，管理费用率和财务费用率分别下降0.71和3.58个百分点。

结论：调味品行业显示出良好的消费升级和集中度提升趋势，在资本运作加剧行业竞争的情况下，我们认为恒顺醋业的内外部调整尚不算晚，公司的强势品牌力将焕发活力。业绩反转已经确立，未来三年将维持快速增长。我们预测2014-2016年的每股收益为0.34元、0.60元和0.82元。对应估值为62倍、35倍、25倍。我们2年市值目标时80—100亿元，目前市值为50亿元。维持“强烈推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测和估值

万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1,146.68	1,110.97	1,263.58	1,479.57	1,731.87
(+/-)	12.67%	-3.11%	13.74%	17.09%	17.05%
归属母公司净利润（百万元）	(37.06)	39.12	85.28	152.45	207.29
(+/-)	-467.65%	-205.55%	118.01%	78.77%	35.97%
每股净收益（元）	(0.292)	0.154	0.335	0.600	0.815
PE	(71.29)	135.11	61.97	34.66	25.49

资料来源：东兴证券

分析师简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

高 坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋 凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣 研究员

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域、大消费领域的研究。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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。