

中小市值个股精选系列之恒顺醋业（600305）

——增发获得证监会无条件通过，插上增长之翼

2014年3月13日

强烈推荐/维持

恒顺醋业

事件：

公司13号发布公告，2014年3月12日，证监会发审委对公司非公开发行股票的应用进行了审核。根据会议审核结果，公司非公开发行股票的应用获得无条件审核通过。根据发行草案，发行底价为11.68元/股，合计不超过6,600万股，筹资6.9亿元。

点评：

增发完成后，将继续增加公司中高端产能。公司计划共投资3.8亿元用于建设10万吨高端醋产品灌装生产线建设项，其中使用增发资金3亿元。我们认为，公司作为“中国四大名醋之首”，目前的产品结构中，高端醋的占比偏少，2013年约为20%；公司的产品品牌力具备提升产品高度的潜力。此次增发完成后，其中高端产能占比有望超过40%。

此次增发将为品牌建设和渠道建设投入资金。公司计划共投入2亿元用于品牌建设，其中增发资金1.6亿元。与公司的产品品牌力相比，其营销力度和渠道力略显不足。此次增发完成后，公司将有充裕资金补足短板。在当前调味品行业竞争加速、营销升级的背景下，公司营销力度加大将有效推进后续的销售。

增发将有利于降低公司财务成本。公司计划投入1.9亿元用于偿还银行贷款。财务费用过去两年一直成为利润的较大负担，2013年的财务费用率为8.43%，银行短期贷款为10.65亿元，增发完成后，公司财务费用将下降20%以上。

结论：食醋行业的整合和消费升级略滞后于酱油行业，公司作为四大名醋中品牌力保持最好的公司，此次增发将为公司的复苏和腾飞奠定雄厚基础。“天时地利与人和”均具备。预测2014-2016年的每股收益为0.34元、0.63元和0.89元，维持“强烈推荐”。

财务指标预测

指标	13A	14E	15E	16E
营业收入（百万元）	1,110.97	1,273.04	1,526.30	1,832.88
增长率（%）	-3.11%	14.59%	19.89%	20.09%
净利润（百万元）	39.12	93.87	158.69	221.64
增长率（%）		139.97%	69.06%	39.67%
每股收益(元)	0.15	0.37	0.63	0.87
净资产收益率（%）	7.14%	15.07%	21.16%	23.91%
PE	110.73	46.14	27.29	19.54

孙玉姣

执业证书编号：S1480514020001

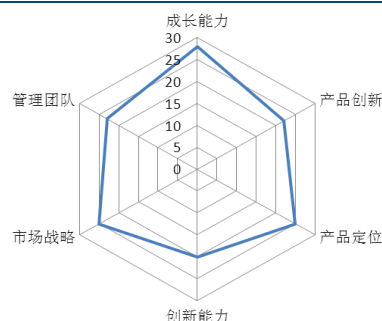
010-66554090

sunyj@dxzq.net.cn

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯

孙玉姣 何昕 罗柏言 汤杰

六位评价体系之制造业图



所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

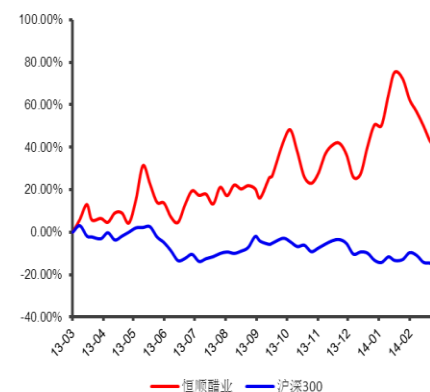
大消费、业绩反转

东兴分类：

核心护城河、商业模式概括

- “四大名醋”之一的品牌力构筑天然壁垒
- 龙头地位形成强势的渠道壁垒
- 生产工艺及环境独一无二，无法复制

52周股价走势图



分析师简介

孙玉姣

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。

中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，组长

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。

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。

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。

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責任。

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。