



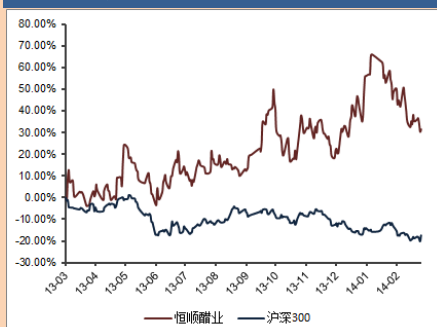
恒顺醋业 (600305)

公司评级：中性

报告日期：2014-07-29

当前股价：15.39 元

股价走势：



主要数据：

总股本(百万股)	320
总市值(亿元)	42.49
第一大股东	恒顺集团
第一大股东持股比例	51.94%

分析师：王俊杰

021-60956106

wjjhazq@163.com

S0010513100001

业绩高速增长符合预期，估值偏高

事件：公司发布 2014 年上半年业绩预增公告

主要观点：

□ 上半年公司业绩预增 110%以上，符合市场预期。

公司今日发布 2014 年上半年业绩预告，预计上半年实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期 1813.30 万元相比，将增加 110%左右，公司业绩较去年大幅增长的原因：1、公司坚持聚集主业发展，不断优化产品结构，确保了主业销售稳步增长；2、公司通过强化成本控制和财务费用的降低，实现了盈利水平提升。公司上半年业绩符合市场预期。

□ 公司所处食醋行业快速增长。

我们认为，尽管去年以来食醋行业收入增速中枢存在下滑趋势，但是，随着城镇化率的加速和居民消费水平的增长，未来几年食醋行业整体的增速中枢仍可维持 10-15%，其次，随着居民消费品牌化升级的加快和生产成本的提升，食醋行业的市场集中度具有较大的提升空间，以上两个因素都会对以公司为代表的食醋龙头企业形成直接的利好作用。

□ 公司产品过硬，品牌优势突出，营销渠道在逐步改善。

公司核心竞争优势明显，作为行业内市占率第一的公司，产品质量过硬，产品系列丰富；其次，镇江香醋作为四大名醋之一，名声在外，具有较强的品牌知名度；但是作为国有企业，公司营销方面存在着激励不足的问题，近年来，公司逐步意识到营销对公司做强做大的重要作用，开始加大营销推广投入力度，营销方面在逐步改善。我们看好，公司依托产品优势、渠道影响力进行的营销改革对未来销售的促进作用。

□ 募投项目战略思路清晰，提升公司价值。

公司本次募投项目用于扩大高端食醋产能、用于品牌建设和偿还银行贷款，我们认为本次募集资金投资项目战略思路清晰，扩大高端食醋产能有利于丰富产品线，提升产品力；品牌建设与公司今年来加大营销推广力度的举措一致，能够有效缓解公司营销力不足的短板；偿还银行贷款有利于缓解公司财务压力，降低财务费用率，提升公司业绩。

□ 盈利预测与估值

我们预计，2014-2016 年，公司可实现营业收入 12.98 亿元、14.93 亿元、17.17 亿元，同比增长 16.87%、15%、15%，实现归母净利润 1.05 亿元、1.41 亿元、1.83 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 0.33 元、0.44 元、0.57 元，对应当前股价的 PE 分别为 51.27、37.99、29.36，估值偏高，且公司股价已基本反映资产剥离业绩改善的预期，给予公司“中性”的投资评级。

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1111	1298	1493	1717
收入同比(%)	-3%	17%	15%	15%
归属母公司净利润	39	105	141	183
净利润同比(%)	-206%	167%	35%	29%
毛利率(%)	38.5%	38.4%	38.5%	39.0%
ROE(%)	7.0%	7.5%	9.1%	10.6%
每股收益(元)	0.13	0.33	0.44	0.57
P/E	128.90	51.27	37.99	29.36
P/B	9.20	3.54	3.22	2.89
EV/EBITDA	21	22	17	13

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,193	1,172	1,334	1,491	营业收入	1,111	1,298	1,493	1,717
现金	659	569	648	712	营业成本	683	800	918	1,047
应收账款	107	114	131	151	营业税金及附加	18	21	22	26
其他应收款	21	25	29	33	销售费用	151	177	203	234
预付账款	40	40	40	40	管理费用	110	123	137	155
存货	421	493	566	646	财务费用	94	31	7	(5)
其他流动资产	(55)	(69)	(79)	(91)	资产减值损失	(8)	2	9	7
非流动资产	1,264	1,390	1,541	1,720	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	151	154	152	152	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	545	510	512	516	营业利润	67	147	198	256
无形资产	165	154	144	134	营业外收入	6	5	5	5
其他非流动资产	404	572	733	918	营业外支出	12	5	5	5
资产总计	2,458	2,562	2,875	3,211	利润总额	61	147	198	256
流动负债	1,821	1,453	1,125	1,260	所得税	19	37	49	64
短期借款	1,065	561	102	98	净利润	42	110	148	192
应付账款	143	164	189	215	少数股东损益	3	6	7	10
其他流动负债	613	727	834	946	归属母公司净利润	39	105	141	183
非流动负债	42	42	50	55	EBITDA	212	224	252	299
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.13	0.33	0.44	0.57
其他非流动负债	42	42	50	55					
负债合计	1,864	1,495	1,175	1,315					
少数股东权益	46	52	59	69					
股本	254	320	320	320					
资本公积	175	880	880	880					
留存收益	118	223	364	546					
归属母公司股东权益	548	1,423	1,564	1,747					
负债和股东权益	2,458	2,970	2,798	3,131					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	416	49	62	66
净利润	42	105	141	183
折旧摊销	51	45	47	48
财务费用	109	31	7	(5)
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	344	(138)	(147)	(174)
其他经营现金流	(128)	7	16	16
投资活动现金流	82	(1)	(1)	(2)
资本支出	0	(2)	(4)	(4)
长期投资	(0)	(1)	1	(0)
其他投资现金流	82	2	2	2
筹资活动现金流	(369)	245	(466)	(3)
短期借款	(271)	(504)	(459)	(4)
长期借款	(14)	0	0	0
普通股增加	127	66	0	0
资本公积增加	(125)	705	0	0
其他筹资现金流	(86)	(22)	(7)	2
现金净增加额	129	294	(405)	61

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-3.11%	16.87%	15.00%	15.00%
营业利润	-200.92%	119.03%	34.97%	29.41%
归属于母公司净利润	-205.55%	167.20%	34.97%	29.41%
获利能力				
毛利率(%)	38.53%	38.41%	38.50%	39.00%
净利率(%)	3.52%	8.05%	9.45%	10.63%
ROE(%)	7.03%	7.46%	9.15%	10.58%
ROIC(%)	14.71%	18.64%	14.39%	37.99%
偿债能力				
资产负债率(%)	75.83%	50.34%	41.98%	42.01%
净负债比率(%)	23.73%	14.91%	16.39%	18.71%
流动比率	0.66	0.81	1.19	1.18
速动比率	0.42	0.47	0.68	0.67
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.52	0.55	0.56
应收账款周转率	14.88	14.86	15.62	15.62
应付账款周转率	8.05	8.45	8.46	8.50
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.33	0.44	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	0.16	0.21	0.22
每股净资产(最新摊薄)	1.82	4.72	5.19	5.80
估值比率				
P/E	128.9	51.3	38.0	29.4
P/B	9.2	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	20.72	22.38	17.02	13.42

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。