

恒顺醋业 (600305) 半年报点评： 调味品业务稳定增长,财务费用率大幅降低

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

研究助理：李国锋

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2014年8月12日

www.lxzq.com.cn

事件：

2014年1-6月,公司实现营业收入5.89亿元,同比增长6.7%,其中酱醋调味品实现销售5.34亿元,同比增涨17.78%;归属于上市公司股东的净利润3714.76万元,同比增长104.86%;基本每股收益0.14元。

点评：

1、酱醋调味品行业稳定增长

今年上半年公司酱醋调味品实现营业收入5.34亿元,同比增长17.78%。近年来,公司通过不断剥离房地产业务,聚焦主业发展,不断优化产品结构,实现了酱醋调味品的稳定增长。

2、三项费用率下降,财务费用率大幅降低是主因

今年上半年,公司的三项费用率为27.99%,比同期下降4.25个百分点。其中,销售费用率、管理费用率、财务费用率为13.27%、9.45%、5.26%,分别同比下降0.49、0.29、3.47个百分点。三项费用率的下降使公司的净利率从3.42%提升到6.61%,增加3.19个百分点。

财务费用减少是三项费用率大幅降低的主要原因。长期以来,由于公司资金不足,银行借款金额较大,财务成本较高,2011、2012、2013年公司的财务费用分别达到1.27亿、1.38亿、9362万,极大增加了财务风险,并显著降低了公司的盈利能力。今年上半年,通过定增募集资金6.5亿元,资金于4月30日到账,公司将1.9亿元用于偿还银行贷款,极大降低了公司的利息支出。今年上半年,公司的财务费用为3100.58万元,同比减少1718.27万元;财务费用率为5.26%,同比下降3.47个百分点。今年7月4日,公司将不超过1.45亿元的闲置募集资金转为定期存款,将会进一步降低财务费用,提升盈利能力。

3、定增项目和激励计划将带动业绩持续增长

根据公司的定增募集资金使用计划,3.8亿元用于“10万吨高端醋产品灌装生产线建设项

目”、2亿元用于“品牌建设项目”，建设期分别是1.5年和4年。随着资金的到位，未来公司的高端醋产能将不断释放，产品结构进一步优化，同时品牌形象将得到极大提升，缓解公司营销能力不足的短板，加快品牌的全国性扩展，从而带动调味品持续稳定增长。

同时，今年4月公司设立年度激励基金，将高级、中级管理人员以及核心骨干员工列为激励对象，按照当年度净利润增加额的30%的比例提取年度业绩激励基金，但不超过当年度净利润的10%，该激励机制将充分调动员工的积极性，逐步释放公司活力。

4、盈利预测及评级

预计公司2014-2016年净利润增速分别为114.7%、41.1%和28.9%，EPS分别为0.28、0.39和0.52元，上一交易日收盘股价对应PE分别为59、42和31倍。本研究报告为首次覆盖，给予公司“持有”投资评级。

5、风险提示：

- 1) 消费持续低迷；2) 市场推广低于预期；3) 行业内市场竞争加剧。

图表1 盈利预测表

万元(人民币)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	114,668	111,097	122,559	146,180	179,305
增速	12.7%	-3.1%	10.3%	19.3%	22.7%
营业成本	76,210	68,294	73,000	85,726	103,781
毛利率	33.5%	38.5%	40.4%	41.4%	42.1%
销售费用	13,696	15,066	16,545	20,465	25,999
管理费用	12,120	10,958	11,766	14,326	17,931
财务费用	13,768	9,362	6,128	6,578	7,172
营业利润	-6,636	6,697	11,597	16,477	21,222
利润总额	-6,796	6,099	11,965	16,769	21,581
归属母公司净利润	-3,706	3,912	8,398	11,847	15,273
增速	-	205.6%	114.7%	41.1%	28.9%
EPS	-0.29	0.15	0.28	0.39	0.52

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

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，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。