

营销改革逐步推进，净利率有望快速提升

投资要点

- 事件:**目前，我们与恒顺醋业管理层就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- 经营回顾:**2014H1实现收入5.9亿元、+7%，净利润0.4亿元、+105%，EPS0.14元。Q2收入2.7亿元、-2%，净利润0.2亿元、+83%，EPS0.08元，单季净利润继续保持快速增长。2014H1分产品结构：酱醋调味品收入5.3亿元，+18%，毛利率41.47%，升0.51pct；地产收入0.2亿元，-70%，毛利率23.99%，降0.51pct；其他收入0.4亿元，+1%，毛利率16.78%，降3.71pct。
- 聚焦主业，酱醋调味品继续保持稳定快速增长。**公司逐步剥离地产业务，聚焦主业战略清晰，上半年酱醋调味品继续保持稳定快速增长：黑醋，优化产品结构，价格有所提升，预计收入+19%，毛利率进一步提升；白醋和料酒：市场竞争有所加剧，投入乏力，导致收入增速有所下滑，预计白醋+15%，料酒+18%。上半年，公司并未积极推进广告及促销活动（广告费用大幅增加，但仅有684万元；广告促销费1618万元，减少476万元），调味品内生性增长达到18%，随着公司营销改革的逐步推进，调味品有望实现快速增长。
- 财务费用逐步改善，净利率有望快速提升。**2014H1短期借款减少5.4亿元，财务费用大幅降低1718万元，财务费用率下降3.47pct至5.27%，带动净利率提升3.02pct至6.31%，未来财务结构会持续优化：一、加快剥离地产业务，回笼资金偿还借款（存货中开发产品账面价值2.1亿元，投资性房地产2.9亿元）。二、调味品行业经营并不需负债，经营性现金流偿还借款。三、增发完毕，资金压力得以缓解。同时，公司逐步优化产品结构及加强内部管理，净利率有望快速提升。
- 营销改革逐步推进。**公司产品品质优良，拥有品牌知名度，但渠道及营销滞后，拖累业绩增长，下半年将细化营销改革方案：一、继续推进餐饮部市场开拓；二、重视渠道拓展，逐步梳理经销商，给予费用方面投入，提升经销商利润空间，激发经销商积极性；三、适当加大促销及广告费用投入。
- 估值与评级:**2014-2016年EPS分别为0.29元、0.42元、0.58元，对应动态PE分别为61.37倍、42.43倍、30.87倍。我们认为公司营销改革逐步推进，毛利率有望快速提升，同时兼具国企改革和并购预期，首次给予“增持”评级。
- 风险提示:**市场开拓未达预期。

指标/年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1110.97	1247.51	1524.87	1838.77
增长率	-3.11%	12.29%	22.23%	20.59%
归属母公司净利润(百万元)	39.12	87.70	126.85	174.33
增长率	205.55%	124.21%	44.64%	37.43%
每股收益EPS(元)	0.13	0.29	0.42	0.58
净资产收益率ROE	7.14%	6.81%	9.20%	11.58%
PE	137.60	61.37	42.43	30.87
PB	9.83	4.18	3.90	3.58

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：梁从勇
执业证号：S1250511110003
电话：010-57631180
邮箱：lcyong@swsc.com.cn

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.01
流通A股(亿股)	2.54
52周内股价区间(元)	13.8-21.4
总市值(亿元)	53.82
总资产(亿元)	23.39
每股净资产(元)	4.06

相关研究

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	628.65	951.97	871.21	752.44	营业收入	1110.9	1247.51	1524.87	1838.77
应收和预付款项	152.59	197.39	205.54	250.29	减:营业成本	682.94	753.11	913.91	1094.09
存货	381.34	411.42	458.97	492.42	营业税金及附加	17.52	19.67	24.04	28.99
其他流动资产	0.23	0.23	0.23	0.23	营业费用	150.66	170.00	220.00	260.00
长期股权投资	150.55	150.55	150.55	150.55	管理费用	109.58	124.75	152.49	183.88
投资性房地产	292.35	292.35	292.35	292.35	财务费用	93.62	55.07	33.77	23.52
固定资产和在建工程	639.57	653.03	674.08	702.34	资产减值损失	-7.66	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	165.67	167.00	169.21	174.25	加:投资收益	1.70	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.58	0.29	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.95	0.00	0.00	0.00
资产总计	2411.53	2824.23	2822.15	2814.86	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1065.00	565.00	465.00	265.00	营业利润	66.97	124.90	180.67	248.29
应付和预收款项	691.18	858.80	856.01	910.30	加:其他非经营损益	-5.98	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	利润总额	60.99	124.90	180.67	248.29	
其他负债	61.36	61.36	61.36	61.36	减:所得税	19.21	31.23	45.17	62.07
负债合计	1817.54	1485.17	1382.37	1236.66	净利润	41.78	93.68	135.50	186.22
股本	254.30	301.37	301.37	301.37	减:少数股东损益	2.67	5.98	8.65	11.89
资本公积	175.39	803.76	803.76	803.76	归属母公司股东净利润	39.12	87.70	126.85	174.33
留存收益	118.10	181.75	273.83	400.36	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	547.79	1286.88	1378.96	1505.49	经营性现金净流量	417.87	282.00	153.80	231.55
少数股东权益	46.20	52.18	60.82	72.71	投资性现金净流量	82.22	-55.00	-66.00	-79.00
股东权益合计	593.99	1339.06	1439.78	1578.20	筹资性现金净流量	-369.4	96.32	-168.55	-271.32
负债和股东权益合计	2411.53	2824.23	2822.15	2814.86	现金流量净额	130.64	323.32	-80.76	-118.77

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

邮箱：research@swsc.com.cn