

2015 年 02 月 25 日

证券研究报告·公司研究·食品饮料

恒顺醋业(600305)调研报告

增持(维持)

当前价: 19.01 元

目标价: 20.73 元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

调味品收入迎来拐点, 财务费用大幅下降增强业绩弹性

投资要点

- **2015 年将是公司调味品收入拐点年。**1、营销网络建设: 2014 年定向增发募集资金近 7 亿元, 其中 1.6 亿元用于品牌建设, 通过电视媒体、户外、平面、网络等投放广告, 同时加强公关及促销活动、终端形象店及品牌专卖店建设, 塑造和提升公司品牌形象。2、2014 年下半年营销网络建设逐步落地, 销售政策更加灵活化, 同时相继在数个媒体开始投放广告(比如中央 8 套投放广告), 提高知名度。3、新一届董事会在 2014 年 11 月份换届完毕, 2015 年将是述职的第一年, 积极性较大。同时, 公司按照净利润 10%提取奖励基金制度落地, 有利于提高管理层的积极性。
- **财务费用大幅下降提升业绩弹性。**公司多元化经营导致有息债务较高, 财务费用侵蚀净利润较大, 随着公司逐步聚焦调味品主业, 同时积极处置非主业资产, 有息债务和财务费用下降明显。预计 2014 年全年财务费用 4800 万元左右, 2015 年 1500 万左右, 财务费用下降提升业绩弹性依然明显。公司将通过以下三种方式继续降低有息负债: 1、积极处置非主业资产。公司在 2014 年 12 月 2 日公告向母公司子公司恒顺置业转让持有的飞达控股 2000 万债权; 2015 年 1 月 25 日公告镇江八佰伴商贸公司以 1.76 亿元价格中标受让镇江百盛商城 50%股权, 显示公司积极处置非经营性资产(2014 年 1-6 月份百盛商城收入 1.3 亿元, 亏损 2025 万元, 按照公司持股 50%拖累净利润超过 1000 万元)。2、截止 2014 年中期, 地产资产中开发产品和投资性房地产分别达到 2.1 亿元、2.9 亿元, 公司将积极处置相关地产资产, 回笼现金流。3、调味品主业无需负债经营。
- **国企改革。**公司体制结构制约长期发展, 国企改革的逐步推进将从根本上改变治理状况, 将显著受益于国企改革主题性机会。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.26 元、0.43 元、0.54 元, 对应 PE 分别为 74 倍、44 倍和 35 倍, 剔除非调味品主业的影响, 我们认为公司调味品净利率应该在 14%左右, 对应 2015、2016 年调味品 EPS 分别为 0.61 元、0.71 元, 对应 PE 分别为 28 倍、24 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 市场开拓未达预期风险。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1110.97	1143.99	1316.63	1529.40
增长率	-3.11%	2.97%	15.09%	16.16%
归属母公司净利润(百万元)	39.12	77.76	129.68	163.92
增长率	205.55%	98.81%	66.77%	26.40%
每股收益 EPS(元)	0.13	0.26	0.43	0.54
净资产收益率 ROE	7.14%	6.08%	9.44%	10.98%
PE	146.46	73.67	44.18	34.95
PB	10.46	4.48	4.17	3.84

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

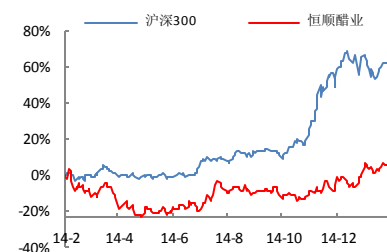
分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@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)	14.08-20.2
总市值(亿元)	57.29
总资产(亿元)	21.91
每股净资产(元)	4.12

相关研究

1. 恒顺醋业(600305): 营销改革逐步推进, 净利率有望快速提升 (2014-08-18)

目 录

一、2015 年将是公司调味品收入拐点年.....	1
二、财务费用大幅下降提升业绩弹性	3
三、国企改革.....	4
四、盈利预测和投资建议.....	4

图 目 录

图 1: 2010 年以来公司调味品收入及同比增速.....	1
图 2: 2010 年以来公司调味品毛利率及毛利增速.....	1
图 3: 2010 年以来四大酱醋上市公司销售费用/营业收入（%）.....	1
图 4: 2010 年以来四大酱醋上市公司广告费用/销售费用.....	2
图 5: 2010 年以来四大酱醋上市公司广告费用金额（万元）.....	2
图 6: 2010 年以来四大酱醋上市公司业务宣传及促销费用/销售费用.....	2
图 7: 2010 年以来四大酱醋上市公司业务宣传及促销费用（万元）.....	2
图 8: 公司在央视 8 套投放广告.....	3
图 9: 2005 年以来公司有息债务金额（百万元）.....	4
图 10: 2005 年以来公司财务费用状况.....	4
图 11: 四大酱醋上市公司毛利率.....	5
图 12: 四大酱醋上市公司净利率.....	5
图 13: 公司分项收入预测（百万元）.....	5
图 14: 公司调味品估值（百万元）.....	6

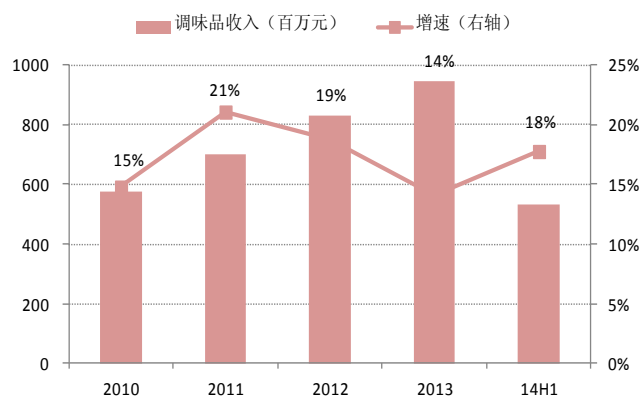
表 目 录

表 1: 2014 年公司增发募集资金投资项目.....	2
表 2: 2014 年公司增发投资项目—品牌建设项目详细情况.....	3
附表: 财务预测与估值.....	7

一、2015 年将是公司调味品收入拐点年

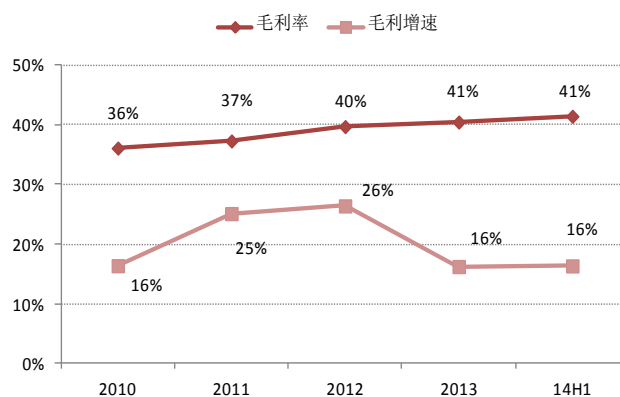
公司作为唯一一家主营食醋的上市公司，最近几年调味品收入一直保持稳定增长，基本维持在 20% 左右，2013 年受餐饮业调整的影响，有所下滑。毛利增速略高于同期收入增速，主要是毛利率不断提升，盈利能力增强。

图 1：2010 年以来公司调味品收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

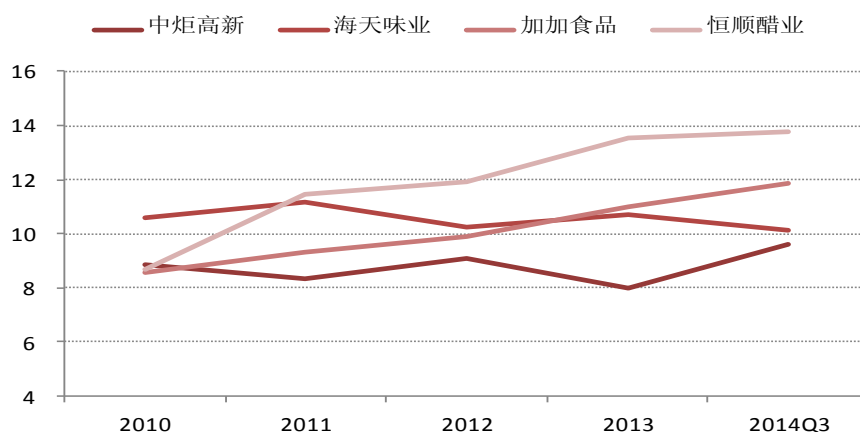
图 2：2010 年以来公司调味品毛利率及毛利增速



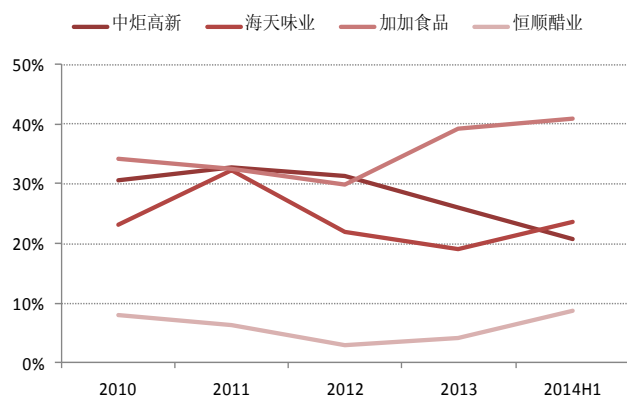
数据来源：公司公告，西南证券

公司收入稳定增长，更多是自发性增长：从四大酱醋上市公司数据来看，公司销售费用/营业收入最高，但无论是广告费用/销售费用还是广告费用绝对金额，均远低于同行业可比公司（广告费用/销售费用低于 10%，2013 年全年广告费用仅为 621 万元），显示恒顺在市场推广方面投入较少。同时，业务宣传及促销费用相对较为适中，但效率依然有待于提高。

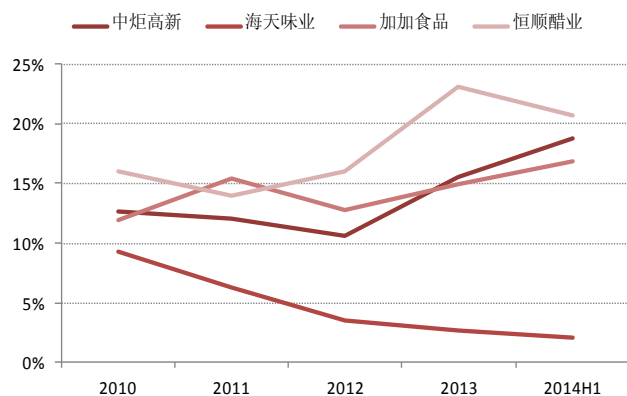
图 3：2010 年以来四大酱醋上市公司销售费用/营业收入 (%)



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：2010 年以来四大酱醋上市公司广告费用/销售费用


数据来源：公司公告，西南证券

图 6：2010 年以来四大酱醋上市公司业务宣传及促销费用/销售费用


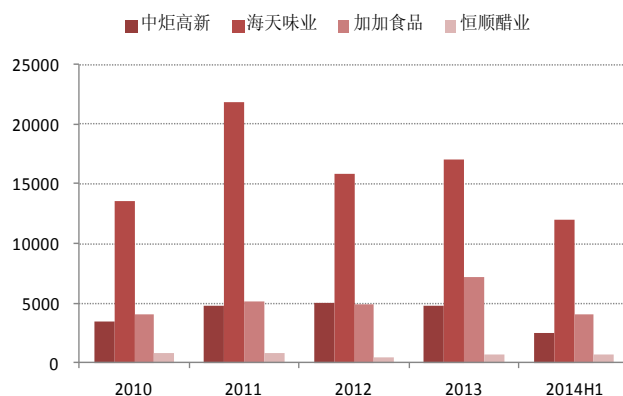
数据来源：公司公告，西南证券

营销网络建设助推调味品收入端拐点。公司在 2014 年定向增发募集资金近 7 亿元，其中 1.6 亿元用于品牌建设，通过电视媒体、户外、平面、网络等广告投放，同时加强公关及促销活动、终端形象店及品牌专卖店建设，塑造和提升公司品牌形象。

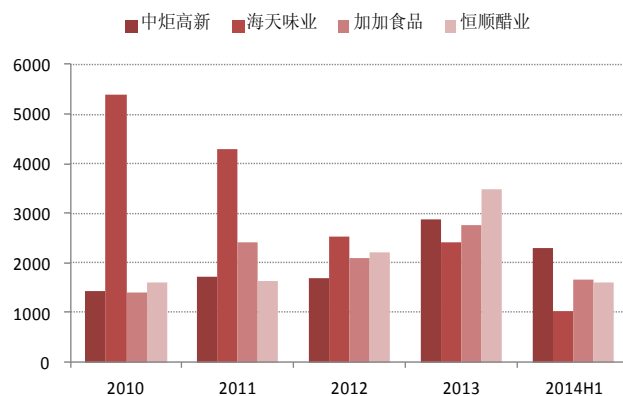
表 1：2014 年公司增发募集资金投资项目

序号	项目名称	投资额（万元）	计划使用募集资金（万元）
1	10 万吨高端醋产品灌装生产线建设项目	38004	30000
2	品牌建设项目	20000	16000
3	偿还银行贷款	19000	19000
合计		77004	65000

数据来源：公司公告，西南证券

图 5：2010 年以来四大酱醋上市公司广告费用金额（万元）


数据来源：公司公告，西南证券

图 7：2010 年以来四大酱醋上市公司业务宣传及促销费用（万元）


数据来源：公司公告，西南证券

表 2：2014 年公司增发投资项目—品牌建设项目详细情况

序号	投资项目	投资金额（万元）
1	电视媒体、户外、车身等广告投放	10000
	其中：使用募集资金金额	8000
2	平面、网络等其他媒体广告投放	1000
	其中：使用募集资金金额	800
3	公关及促销活动投放	2500
	其中：使用募集资金金额	2000
4	终端形象店及品牌专卖店建设	6500
	其中：使用募集资金金额	5200
	合计	20000
	其中：使用募集资金	16000

数据来源：公司公告，西南证券

2014 年下半年营销网络建设逐步落地，销售政策更加灵活化，同时相继在多个媒体开始投放广告，提高知名度。2015 年 1 月 1 日-6 月 30 日，公司在央视 8 套定点投放宣传广告。

图 8：公司在央视 8 套投放广告

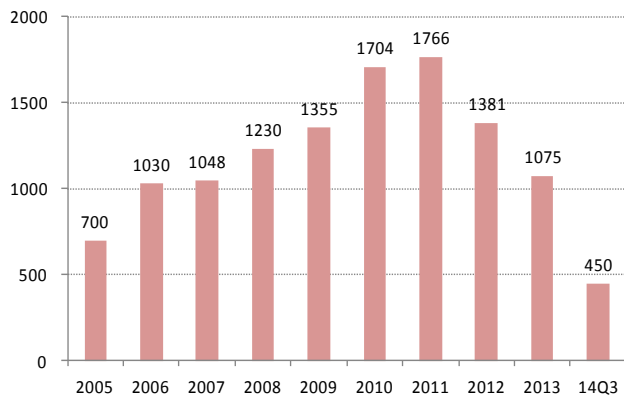


数据来源：公开资料，西南证券

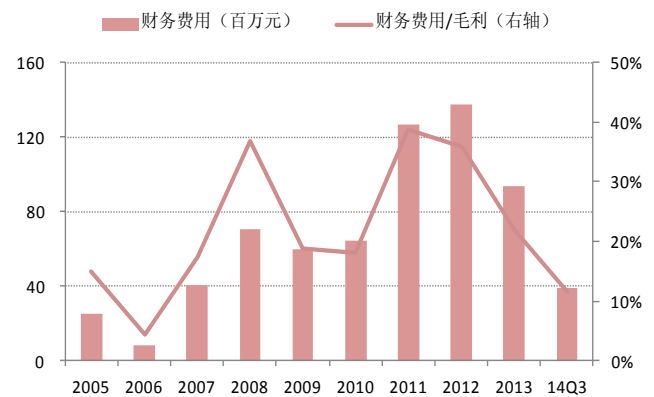
同时，新一届董事会在 2014 年 11 月份换届完毕，2015 年将是新一届管理层述职的第一年，积极性较大。同时，公司按照净利润 10%提取奖励基金制度落地，有利于提高管理层的积极性。我们预计 2015 年将是公司调味品收入的拐点年。

二、财务费用大幅下降提升业绩弹性

之前，公司多元化经营导致有息债务较高，财务费用侵蚀净利润较大，随着公司逐步聚焦调味品主业（调味品本身并不需要负债经营），同时积极处置非主业资产，有息债务和财务费用下降明显。截止 2014 年三季度末有息债务 4.5 亿元，同时 2014 年前三季度财务费用 3893 万元，预计 2014 年全年财务费用在 4800 万元左右，2015 年预计 1500 万左右，财务费用下降提升业绩弹性依然明显。

图 9：2005 年以来公司有息债务金额（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券

图 10：2005 年以来公司财务费用状况


数据来源：公司公告，西南证券

公司将通过以下三种方式继续降低有息负债：

1、积极处置非主业资产。公司在 2014 年 12 月 2 日公告向母公司子公司恒顺置业转让持有的飞达控股 2000 万债权；2015 年 1 月 25 日公告镇江八佰伴商贸公司以 1.76 亿元价格中标受让镇江百盛商城 50% 股权；显示公司积极处置非经营性资产。（2014 年 1-6 月份百盛商城收入 1.3 亿元，亏损 2025 万元，按照公司持股 50% 拖累净利润 1000 万元）。

2、截止 2014 年中期，公司持有的地产资产，其中开发产品和投资性房地产分别达到 2.1 亿元、2.9 亿元，公司将继续处置相关地产资产，回流现金流。

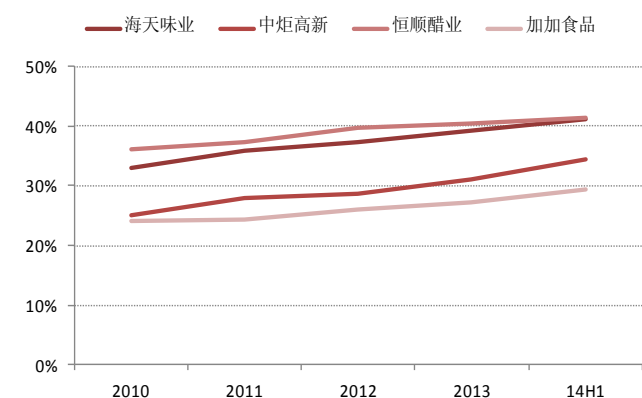
3、调味品主业无需负债经营。

三、国企改革

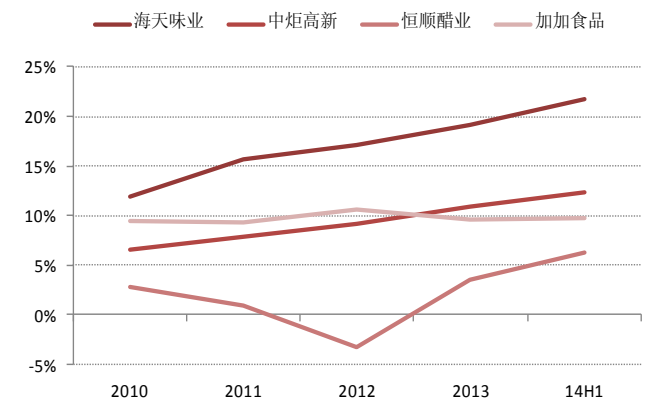
公司体制结构制约长期发展，国企改革的逐步推进将从根本上改变治理状况，将显著受益于国企改革主题性机会。

四、盈利预测和投资建议

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.26 元、0.43 元、0.54 元，对应 PE 分别为 75 倍、45 倍和 36 倍，剔除非调味品主业的影响，我们认为公司调味品净利率在 14% 左右比较合理，对应 2015、2016 年调味品 EPS 分别为 0.61 元、0.71 元，对应 PE 分别为 28 倍、24 倍，维持“增持”评级。

图 11：四大酱醋上市公司毛利率


数据来源：公司公告，西南证券

图 12：四大酱醋上市公司净利率


数据来源：公司公告，西南证券

图 13：公司分项收入预测（百万元）

	2012	2013	14H1	2014E	2015E	2016E
酱醋调味品						
收入	830	946	534	1079	1252	1464
增速	19%	14%	18%	14%	16%	17%
成本	500	563	312	637	735	857
毛利	330	383	221	442	517	608
毛利率	40%	41%	41%	41%	41%	42%
其他						
收入	82	66	35	45	45	45
增速	-35%	-19%	1%	-32%	0%	0%
成本	67	55	29	38	38	38
毛利	15	11	6	7	7	7
毛利率	18%	17%	17%	17%	17%	17%
房地产						
收入	207	79	16	20	20	20
增速	19%	-62%	-70%	-75%	28%	0%
成本	186	60	12	17	17	17
毛利	22	19	4	3	3	3
毛利率 (%)	10%	24%	24%	15%	15%	15%
合计						
收入	1119	1092	584	1144	1317	1529
增速	12%	-2%	8%	5%	15%	16%
成本	752	678	353	691	789	911
毛利	366	414	231	453	527	618
毛利率 (%)	33%	38%	40%	40%	40%	40%

数据来源：公司公告，西南证券

图 14: 公司调味品估值（百万元）

恒顺商城估值	
恒顺商城净资产	108.25
收入	119.78
净利润	-13.37
恒顺商城持股比例	50%
公司持有净资产	54.13
2月24日估值PB	3.00
对应市值	162.38
江苏稳润光电有限公司估值	
江苏稳润净资产	168.64
收入	71.09
净利润	1.34
恒顺商城持股比例	25%
公司持有净资产	42.95
2月24日估值PB	3.56
对应市值	152.91
镇江新安建材有限公司估值	
镇江新安净资产	8.65
收入	32.04
净利润	-0.05
恒顺商城持股比例	29%
公司持有净资产	2.51
2月24日估值PB	2.17
对应市值	5.45
镇江久亚国际贸易有限公司	
镇江久亚净资产	1.05
收入	2.53
净利润	0.15
恒顺商城持股比例	30%
公司持有净资产	0.32
2月24日估值PB	3.00
对应市值	0.95
其他非调味品主业市值	200.00
目前调味品估值	
2月24日市值	5729.00
非调味品主业市值和	521.68
调味品市值	5207.32
股本	301.37
调味品价格	17.28
2015年调味品净利润	184.33
2015年调味品EPS	0.61
2015年调味品PE	28.25
2016年调味品净利润	214.12
2016年调味品EPS	0.71
2016年调味品PE	24.32

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1110.97	1143.99	1316.63	1529.40	净利润	41.78	83.07	138.53	175.09
营业成本	682.94	674.95	772.86	894.70	折旧与摊销	51.24	61.46	67.19	71.48
营业税金及附加	17.52	18.04	20.76	24.11	财务费用	93.62	44.25	15.73	2.43
销售费用	150.66	171.60	197.49	229.41	资产减值损失	-12.42	0.00	0.00	0.00
管理费用	109.58	114.40	125.08	145.29	经营营运资本变动	194.75	-501.89	66.27	58.87
财务费用	93.62	44.25	15.73	2.43	其他	48.90	0.83	1.73	2.13
资产减值损失	-7.66	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	417.87	-312.29	289.44	310.00
投资收益	1.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	-48.62	-88.97	-95.00	-75.00
公允价值变动损益	0.95	0.00	0.00	0.00	其他	130.85	-7.50	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	82.22	-96.47	-95.00	-75.00
营业利润	66.97	120.75	184.70	233.46	短期借款	-270.81	-600.00	-300.00	-200.00
其他非经营损益	-5.98	-10.00	0.00	0.00	长期借款	-14.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	60.99	110.75	184.70	233.46	股权融资	0.00	675.44	0.00	0.00
所得税	19.21	27.69	46.18	58.36	支付股利	0.00	-21.32	-35.56	-44.94
净利润	41.78	83.07	138.53	175.09	其他	-84.55	-37.25	-15.73	-2.43
少数股东损益	2.67	5.30	8.84	11.18	筹资活动现金流净额	-369.45	16.87	-351.29	-247.37
归属母公司股东净利润	39.12	77.76	129.68	163.92	现金流量净额	130.64	-391.89	-156.85	-12.37
资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	628.65	236.76	79.91	67.54	成长能力				
应收和预付款项	152.59	300.00	307.00	356.00	销售收入增长率	-3.11%	2.97%	15.09%	16.16%
存货	381.34	460.00	495.00	425.00	营业利润增长率	-200.92%	80.30%	52.95%	26.40%
其他流动资产	0.23	0.23	0.23	0.23	净利润增长率	172.31%	98.81%	66.77%	26.40%
长期股权投资	150.55	150.55	150.55	150.55	EBITDA 增长率	73.61%	2.77%	27.77%	14.85%
投资性房地产	292.35	292.35	292.35	292.35	获利能力				
固定资产和在建工程	639.57	684.35	723.40	737.86	毛利率	38.53%	41.00%	41.30%	41.50%
无形资产和开发支出	165.67	159.72	153.78	147.83	三费率	31.85%	28.87%	25.69%	24.66%
其他非流动资产	0.58	0.29	0.00	0.00	净利率	3.76%	7.26%	10.52%	11.45%
资产总计	2411.53	2284.25	2202.22	2177.37	ROE	7.14%	6.08%	9.44%	10.98%
短期借款	1065.00	465.00	165.00	-35.00	ROA	6.33%	6.48%	9.10%	10.83%
应付和预收款项	691.18	415.69	525.69	565.69	ROIC	9.15%	11.38%	9.57%	11.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.35%	18.31%	20.33%	20.10%
其他负债	61.36	72.39	77.39	82.39	营运能力				
负债合计	1817.54	953.08	768.08	613.08	总资产周转率	0.46	0.50	0.60	0.70
股本	254.30	301.37	301.37	301.37	固定资产周转率	1.95	1.67	1.82	2.07
资本公积	175.39	803.76	803.76	803.76	应收账款周转率	12.17	7.63	7.31	6.95
留存收益	118.10	174.54	268.67	387.65	存货周转率	1.79	1.47	1.56	2.11
归属母公司股东权益	547.79	1279.67	1373.80	1492.78	销售提升对净现金收入	1.13	—	—	—
少数股东权益	46.20	51.50	60.34	71.51	资本结构				
股东权益合计	593.99	1331.17	1434.14	1564.29	资产负债率	75.37%	41.72%	34.88%	28.16%
负债和股东权益合计	2411.53	2284.25	2202.22	2177.37	带息债务/总负债	58.60%	48.79%	21.48%	-5.71%
					流动比率	0.65	1.09	1.22	1.50
					速动比率	0.44	0.59	0.53	0.75
					股利支付率	0.00%	27.42%	27.42%	27.42%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标				
EBITDA	203.81	209.46	267.62	307.36	每股收益	0.13	0.26	0.43	0.54
PE	146.46	73.67	44.18	34.95	每股净资产	1.82	4.25	4.56	4.95
PB	10.46	4.48	4.17	3.84	每股经营现金	1.39	-1.04	0.96	1.03
PS	5.16	5.01	4.35	3.75	每股股利	0.00	0.07	0.12	0.15
EV/EBITDA	26.14	28.74	22.00	18.59					
股息率	0.00%	0.37%	0.62%	0.78%					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

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

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn