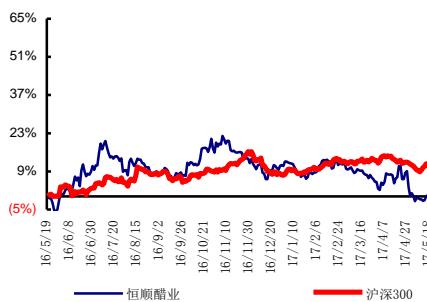




恒顺醋业动态点评：提价影响渐消，全年有望前低后高。

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	603/603
总市值/流通(百万元)	6,208/6,208
12 个月最高/最低(元)	22.47/10.17

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：王学谦

电话：010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511120001

投资要点：

提价过渡期临近结尾，毛利率有望逐渐提升

2016年6月21日，公司宣布未来三个月内对旗下经典醋系列共19个单品（2015年销售额为5亿元）进行提价，提价平均幅度约9%。但是从公司毛利率水平来看，2016年上半年为41.53%，2016年全年为41.25%，2017年一季度为41.02%。可以看出，公司毛利率并未因提价而得到提升。

我们认为原因主要有以下几点：(1)去年下半年以来，公司原材料中包材价格大幅上涨，而包材在公司生产成本中占比在42%左右，从而导致生产成本提升；(2)公司宣布提价后给予了经销商一段时间的缓冲期，允许经销商进行一定额度内的备货，由于渠道消化库存因素导致公司提价效果无法显现；(3)公司在提价的过程中，同时进行了换标和换包装，部分消费者对新包装的适应需要一段时间；(4)公司提价不仅是因为原材料成本上涨，也是为了理顺渠道利润。因此公司在提价过程中会比较稳健，部分产品涨价是2017年一季度才进行的。

从目前情况来看，公司传统产品的提价在去年已经完成，今年一季度对于部分高端醋产品的提价有望在5月份也完成。未来随着新价格体系逐渐稳定下来，公司毛利率水平有望逐渐提升。

渠道库存持续降低，全年收入增速有望前低后高

2016年年报中，公司订下2017年调味品业务收入的目标增长率为15%以上，净利润增长率为20%以上。从2017年一季度业绩情况来看，公司收入增长2.85%，净利润增长26.03%。其中，一季度收入增速显著低于全年目标。我们认为，主要原因是因为前期经销商备货导致渠道库存增加，渠道降库存需求导致公司一季度发货减少。目前渠道库存已经降至正常水平的1.15倍，随着公司渠道库存持续下降，公司全年收入增速会呈现前低后高的态势。同时，今年公司在电商渠道和餐饮渠道上也会有所加强，从而为公司带来更多业绩增量。

净利润方面，公司有望受益于下半年提价效益释放以及产品结构优化，目前公司高端产品占比约15%，2018年公司目标是20%。同时，为了配合去年提价，2016年公司销售费用增长较快（2016年2.21亿，同比增长14.78%）。2017年有望恢复正常水平，从而进一步提升净利润。

期待混改尽早落地，高管增持凸显信心

关于公司国改的问题一直是资本市场的关注点，公司管理层对于公司实行管理层持股和员工股权激励也是持支持态度。但是，近5年镇江换了4个书记，政府领导团队不稳定导致公司国改一直没有进展。我们认为，公司在产品、品牌、产能和市场方面都有较强的竞争优势，但是机制问题一直是制约公司的一大因素。未来如果公司能够在制度上有所突破，公司发展有望步入新的阶段。另外，虽然公司目前没有进行混改，但是2016年公司董事长和部分其他董事、高管为了支持公司，共同增持公司股份64.3万股，增持均价9.62元/股，也是一定程度的利益绑定。

盈利预测与评级：

目前我国食醋行业规模约100亿，在调味品中仅次于酱油和味精，恒顺作为龙头占比仅约7%，提升空间巨大；同时，食醋还能用作保健品，市场空间有望随着消费升级逐渐打开，公司也有望受益。2017年，随着提价调整期结束，公司全年增速有望呈现前低后高的局面。另外，如果公司机制改革能够有所突破，公司股价弹性有望大幅增强。我们预测2017/18/19年EPS分别为0.35/0.42/0.51元，目标价12.5元，维持“增持”评级。

风险提示：

提价效果不达预期，市场拓展不达预期。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,447.27	1,652.78	1,902.35	2,180.10
同比增长	10.87%	14.20%	15.10%	14.60%
净利润(百万元)	170.41	210.46	257.60	310.66
同比增长	-28.89%	23.50%	22.40%	20.60%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.35	0.42	0.51
PE	36.79	29.79	24.33	20.18

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。