

恒顺醋业 (600305.SH) 买入 (维持评级)

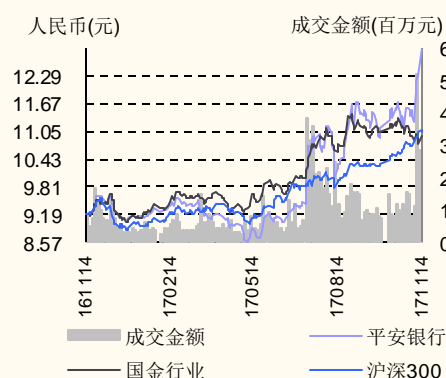
公司点评

市场价格 (人民币): 12.17 元

12 月销售提速, 显示市场改革动作起效

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	602.74
总市值(百万元)	7,335.32
年内股价最高最低(元)	13.25/9.42
沪深 300 指数	4138.75
上证指数	3391.75



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.795	0.283	0.420	0.423	0.480
每股净资产(元)	4.89	2.61	2.95	3.28	3.66
每股经营性现金流(元)	0.93	0.52	0.04	0.69	0.75
市盈率(倍)	32.28	41.31	28.07	27.86	24.54
行业优化市盈率(倍)	23.81	23.81	23.81	23.81	23.81
净利润增长率(%)	220.41%	-28.89%	48.56%	0.76%	13.53%
净资产收益率(%)	16.26%	10.84%	14.25%	12.90%	13.12%
总股本(百万股)	301.37	602.74	602.74	602.74	602.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

恒顺醋业自 17 年 11 月开始加强市场促销推广, 并对销售人员加薪以增强销售能动性, 预计这一系列举动将逐步放大恒顺未来的经营弹性。根据近期跟踪, 恒顺 12 月销售开始爆发, 单月收入增速超 20%, 显示出销售改革开始呈现效果。

经营分析

- 我们认为, 恒顺 12 月份收入开始呈现爆发态势的原因, 主要有三点:
 - (1) **销售提薪, 加强销售主管观能动性。**自 18 年起恒顺销售员工普遍提薪 30-35%, 同时提高了绩效奖金对应的销售任务, 这在一定程度上加大了销售人员的主观能动性。
 - (2) **加强市场活动以配合提价。**16 年提价后, 由于相关市场配合动作配合不足, 因此 17 年整体销售情况较为一般, 预计 17 年调味品业务收入增速在 6% 左右, 扣除提价后量基本没有增长。因此, 2017 年 10 月恒顺再次对部分核心 SKU 提价, 但开始加大市场活动配合, 有效拉动了终端销量。
 - (3) **华东核心市场打款给予部分返点政策。**为加强经销商春节备货打款力度, 近期华东核心市场给予了返点政策支持, 提振了经销商打款热情。
- 考虑到今年过年时间较晚 (晚去年近三周), 实际上 16 年 12 月更逼近春节备货期、基数也相对较高, 因此在基数较高的情况下, 恒顺 12 月取得超 20% 的增长实属难得。进入 1 月, 由于今年 1 月将是完整的春节备货月, 而 17 年 1 月 27 日便已除夕, 20 号左右全国物流基本已停, 实际销售日期不足三周, 所以今年 1 月预计也将是高速增长一个月份, 当然这也将是整个消费品将共同面对的短期月度低基数利好。

投资建议

- 由于恒顺于 17 年 11 月底公告收到政府土地收储补偿款 1.57 亿元, 预计将于 17 年贡献归属上市公司净利润 4300 万元, 因此 17 年盈利情况相对特殊, 18 年预测恢复正常。
- 预计 17-19 年公司实现营业收入 15.35 亿元/17.50 亿元/19.30 亿元, 同比增长 6%/14%/10%; 归属母公司净利润为 2.53 亿元/2.55 亿元/2.90 亿元, 同比增长 50%/0%/14%, 对应 EPS0.42 元/0.42 元/0.48 元, 目前股价对应 PE 为 28X/28X/25X, 维持“买入”评级。

风险提示

- **后续费用效果不达预期:** 不排除后期行业费用投放整体加剧后费用边际效果不达预期。
- **高管减持风险:** 管理层持股计划若减持将会对股价造成波动; 等

相关报告

1. 《加大市场投入, 恒顺有望成为调味品行业下一个戴维斯双击品种-恒...》, 2017.11.12
2. 《高基数下平稳增长, 期待来年展现经营魄力-恒顺醋业公司点评》, 2017.10.30
3. 《收入降速不改公司缓步改善判断-恒顺醋业公司点评》, 2017.8.22

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,208	1,305	1,447	1,535	1,751	1,930
增长率		8.1%	10.9%	6.1%	14.1%	10.2%
主营业务成本	-728	-787	-850	-900	-1,023	-1,125
%销售收入	60.3%	60.3%	58.8%	58.6%	58.4%	58.3%
毛利	479	519	597	636	728	805
%销售收入	39.7%	39.7%	41.2%	41.4%	41.6%	41.7%
营业税金及附加	-16	-15	-25	-26	-30	-33
%销售收入	1.3%	1.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-159	-193	-221	-231	-250	-273
%销售收入	13.2%	14.8%	15.3%	15.1%	14.3%	14.2%
管理费用	-112	-141	-155	-130	-140	-151
%销售收入	9.2%	10.8%	10.7%	8.5%	8.0%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	193	169	195	248	309	348
%销售收入	16.0%	13.0%	13.5%	16.2%	17.7%	18.1%
财务费用	-46	-12	-6	-9	-14	-11
%销售收入	3.8%	1.0%	0.4%	0.6%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-9	-25	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	-1	0	1	0	0	0
投资收益	-37	146	-1	0	0	0
%税前利润	n.a	51.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	101	278	188	238	295	337
营业利润率	8.3%	21.3%	13.0%	15.5%	16.8%	17.5%
营业外收支	10	4	18	70	15	15
税前利润	111	282	207	308	310	352
利润率	9.2%	21.6%	14.3%	20.1%	17.7%	18.2%
所得税	-30	-44	-38	-57	-57	-65
所得税率	26.7%	15.7%	18.6%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	81	238	168	251	253	287
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-2	-3
归属于母公司的净利润	75	240	170	253	255	290
净利率	6.2%	18.4%	11.8%	16.5%	14.6%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	81	238	168	251	253	287
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-2	-3
非现金支出	60	81	73	84	93	102
非经营收益	96	-136	8	-57	1	0
营运资金变动	-1	99	68	-251	66	64
经营活动现金净流	236	282	316	26	413	452
资本开支	-140	-242	-197	-166	-194	-195
投资	20	182	-30	-1	0	0
其他	0	14	4	0	0	0
投资活动现金净流	-119	-47	-223	-167	-194	-195
股权募资	655	26	5	0	0	0
债权募资	-581	-289	-113	157	-79	-72
其他	-245	-44	-80	-60	-70	-75
筹资活动现金净流	-171	-307	-188	97	-150	-146
现金净流量	-55	-72	-95	-45	70	111

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	322	250	150	105	175	286
应收账款	155	118	118	133	151	165
存货	350	325	310	333	378	416
其他流动资产	108	29	56	316	235	238
流动资产	934	722	634	887	938	1,106
%总资产	41.9%	31.9%	28.0%	33.2%	33.1%	35.5%
长期投资	386	387	387	388	387	387
固定资产	686	866	971	1,141	1,250	1,351
%总资产	30.7%	38.3%	42.9%	42.7%	44.1%	43.4%
无形资产	193	189	190	198	206	213
非流动资产	1,298	1,539	1,630	1,783	1,899	2,007
%总资产	58.1%	68.1%	72.0%	66.8%	66.9%	64.5%
资产总计	2,232	2,262	2,264	2,670	2,837	3,112
短期借款	494	178	66	247	168	95
应付款项	295	345	319	347	390	425
其他流动负债	81	103	139	156	162	246
流动负债	869	625	524	751	720	767
长期贷款	0	27	25	25	25	26
其他长期负债	47	53	58	34	34	34
负债	916	705	608	810	780	828
普通股股东权益	1,262	1,473	1,571	1,776	1,977	2,207
少数股东权益	54	83	85	83	80	78
负债股东权益合计	2,232	2,262	2,264	2,670	2,837	3,112

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.248	0.795	0.283	0.420	0.423	0.480
每股净资产	4.188	4.889	2.607	2.947	3.280	3.661
每股经营现金净流	0.783	0.935	0.524	0.043	0.686	0.750
每股股利	0.075	0.240	0.085	0.080	0.090	0.100
回报率						
净资产收益率	5.93%	16.26%	10.84%	14.25%	12.90%	13.12%
总资产收益率	3.35%	10.60%	7.53%	9.48%	8.99%	9.31%
投入资本收益率	7.77%	8.03%	8.99%	9.39%	11.09%	11.70%
增长率						
主营业务收入增长率	8.70%	8.10%	10.87%	6.07%	14.06%	10.23%
EBIT增长率	28.66%	-12.41%	15.25%	27.03%	24.66%	12.72%
净利润增长率	91.21%	220.41%	-28.89%	48.56%	0.76%	13.53%
总资产增长率	-9.20%	1.36%	0.10%	17.91%	6.28%	9.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.6	27.0	25.0	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	183.2	156.5	136.2	135.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	70.7	69.4	68.1	69.0	68.0	67.0
固定资产周转天数	183.3	191.8	215.5	219.8	194.7	176.7
偿债能力						
净负债/股东权益	13.05%	-2.92%	-3.49%	9.02%	0.90%	-7.19%
EBIT利息保障倍数	4.2	13.6	32.6	27.6	22.3	31.5
资产负债率	41.03%	31.18%	26.83%	30.36%	27.48%	26.60%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	0	3	5	15	22
	0	1	5	11	22
	1	1	1	2	3
	0	0	0	0	0
	3.00	1.60	1.64	1.54	1.60

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

单击此处输入文字。

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-06-03	买入	21.13	26.00~26.00
2	2016-08-23	买入	11.46	13.00~13.00
3	2017-08-22	买入	10.30	12.00~12.00
4	2017-10-30	买入	11.75	N/A
5	2017-11-13	买入	12.94	15.00~18.00

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH