

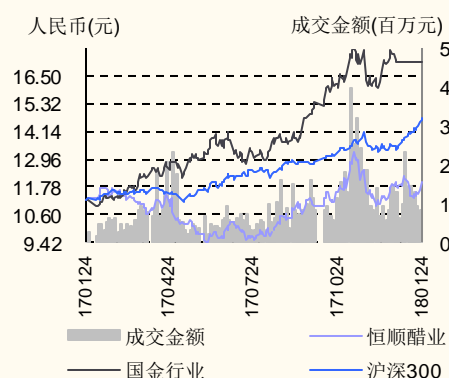
恒顺醋业 (600305.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.00 元

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)	7,232.86
年内股价最高最低(元)	13.25/9.42
沪深 300 指数	4389.89
上证指数	3559.47



相关报告

- 1.《12月销售提速，显示市场改革动作起效-恒顺醋业公司点评》，2018.1.8
- 2.《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...》，2017.11.13
- 3.《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
- 4.《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

收入平稳增长，非经损益推动业绩或超预期

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

业绩简评

- 公司发布公告，预计 2017 年度归属于上市公司股东的净利润增加 8,520.56 万元到 11,928.78 万元，同比增加 50%到 70%。预计扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增加 1566.08 万元到 3132.15 万元，同比增加 10%到 20%。预计收入端同比增长 5.5%。

经营分析

- **17 年调味品业务收入实现小幅增长:** 根据公司公告，2017 年公司收入同比增长 5.5%、实现平稳小幅增长。由于 2016 年 6 月公司对旗下核心产品提价 9%，预计此举将为 2017 年全年提供约 3-4%左右的价格贡献，因此预计 17 年实际销售量小幅增长 1-2%。我们认为，2017 年扣除价后量仅实现小幅增长，主要是公司在提价后市场配套活动投入相对较少，因此市场对提价的接受程度时间较长，对动销造成一定影响。
- **主营业务利润增长基本符合预期，非经损益或推动业绩超预期:** 根据公司公告，预计 2017 年归母净利润在 2.55 亿-2.90 亿，同比增长 50-70%。预计 2017 年扣非后归母净利润增长为 10-20%，因此主要是非经损益推动业绩或存在超预期可能。17 年非经损益来源主要是政府土地收储（预计贡献 4300 万元）及转让南京消防或宁波大红鹰股权（预计贡献 534 万元）。
- **近期销售层面动作频频，推动收入增长提速:** 恒顺自 17 年 11 月开始加强市场促销推广，并对销售人员加薪增强销售能动性，预计此举将逐步放大恒顺未来经营弹性。同时，年前备货期的打款返点制度也将刺激经销商打款热情，抢开门红举措将大概率增大今年一季度收入增长弹性。根据近期跟踪，截至近日全国各主要片区大部分已完成 1 月份任务、开始转入提前冲 2 月份任务。预计一季度收入端有望冲击 15-20%增长。

投资建议

- 由于此前预测基本落于业绩预告区间内，我们暂不调整盈利预测，预计 17-19 年公司实现营业收入 15.35 亿元/17.51 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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,208	1,305	1,447	1,535	1,751	1,930	货币资金	322	250	150	105	175	286
增长率		8.1%	10.9%	6.1%	14.1%	10.2%	应收账款	155	118	118	133	151	165
主营业务成本	-728	-787	-850	-900	-1,023	-1,125	存货	350	325	310	333	378	416
%销售收入	60.3%	60.3%	58.8%	58.6%	58.4%	58.3%	其他流动资产	108	29	56	316	235	238
毛利	479	519	597	636	728	805	流动资产	934	722	634	887	938	1,106
%销售收入	39.7%	39.7%	41.2%	41.4%	41.6%	41.7%	%总资产	41.9%	31.9%	28.0%	33.2%	33.1%	35.5%
营业税金及附加	-16	-15	-25	-26	-30	-33	长期投资	386	387	387	388	387	387
%销售收入	1.3%	1.2%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	686	866	971	1,141	1,250	1,351
营业费用	-159	-193	-221	-231	-250	-273	%总资产	30.7%	38.3%	42.9%	42.7%	44.1%	43.4%
%销售收入	13.2%	14.8%	15.3%	15.1%	14.3%	14.2%	无形资产	193	189	190	198	206	213
管理费用	-112	-141	-155	-130	-140	-151	非流动资产	1,298	1,539	1,630	1,783	1,899	2,007
%销售收入	9.2%	10.8%	10.7%	8.5%	8.0%	7.8%	%总资产	58.1%	68.1%	72.0%	66.8%	66.9%	64.5%
息税前利润 (EBIT)	193	169	195	248	309	348	资产总计	2,232	2,262	2,264	2,670	2,837	3,112
%销售收入	16.0%	13.0%	13.5%	16.2%	17.7%	18.1%	短期借款	494	178	66	247	168	95
财务费用	-46	-12	-6	-9	-14	-11	应付款项	295	345	319	347	390	425
%销售收入	3.8%	1.0%	0.4%	0.6%	0.8%	0.6%	其他流动负债	81	103	139	156	162	246
资产减值损失	-9	-25	-1	-1	0	0	流动负债	869	625	524	751	720	767
公允价值变动收益	-1	0	1	0	0	0	长期贷款	0	27	25	25	25	26
投资收益	-37	146	-1	0	0	0	其他长期负债	47	53	58	34	34	34
%税前利润	n.a	51.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	916	705	608	810	780	828
营业利润	101	278	188	238	295	337	普通股股东权益	1,262	1,473	1,571	1,776	1,977	2,207
营业利润率	8.3%	21.3%	13.0%	15.5%	16.8%	17.5%	少数股东权益	54	83	85	83	80	78
营业外收支	10	4	18	70	15	15	负债股东权益合计	2,232	2,262	2,264	2,670	2,837	3,112
税前利润	111	282	207	308	310	352	比率分析						
利润率	9.2%	21.6%	14.3%	20.1%	17.7%	18.2%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-30	-44	-38	-57	-57	-65	每股指标						
所得税率	26.7%	15.7%	18.6%	18.5%	18.5%	18.5%	每股收益	0.248	0.795	0.283	0.420	0.423	0.480
净利润	81	238	168	251	253	287	每股净资产	4.188	4.889	2.607	2.947	3.280	3.661
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-2	-3	每股经营现金净流	0.783	0.935	0.524	0.043	0.686	0.750
归属于母公司的净利润	75	240	170	253	255	290	每股股利	0.075	0.240	0.085	0.080	0.090	0.100
净利率	6.2%	18.4%	11.8%	16.5%	14.6%	15.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.93%	16.26%	10.84%	14.25%	12.90%	13.12%
净利润	81	238	168	251	253	287	总资产收益率	3.35%	10.60%	7.53%	9.48%	8.99%	9.31%
少数股东损益	6	-2	-2	-2	-2	-3	投入资本收益率	7.77%	8.03%	8.99%	9.39%	11.09%	11.70%
非现金支出	60	81	73	84	93	102	增长率						
非经营收益	96	-136	8	-57	1	0	主营业务收入增长率	8.70%	8.10%	10.87%	6.07%	14.06%	10.23%
营运资金变动	-1	99	68	-251	66	64	EBIT增长率	28.66%	-12.41%	15.25%	27.03%	24.66%	12.72%
经营活动现金净流	236	282	316	26	413	452	净利润增长率	91.21%	220.41%	-28.89%	48.56%	0.76%	13.53%
资本开支	-140	-242	-197	-166	-194	-195	总资产增长率	-9.20%	1.36%	0.10%	17.91%	6.28%	9.69%
投资	20	182	-30	-1	0	0	资产管理能力						
其他	0	14	4	0	0	0	应收账款周转天数	27.6	27.0	25.0	27.0	27.0	27.0
投资活动现金净流	-119	-47	-223	-167	-194	-195	存货周转天数	183.2	156.5	136.2	135.0	135.0	135.0
股权募资	655	26	5	0	0	0	应付账款周转天数	70.7	69.4	68.1	69.0	68.0	67.0
债权募资	-581	-289	-113	157	-79	-72	固定资产周转天数	183.3	191.8	215.5	219.8	194.7	176.7
其他	-245	-44	-80	-60	-70	-75	偿债能力						
筹资活动现金净流	-171	-307	-188	97	-150	-146	净负债/股东权益	13.05%	-2.92%	-3.49%	9.02%	0.90%	-7.19%
现金净流量	-55	-72	-95	-45	70	111	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%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
	1	1	4	14	22
	0	0	2	10	21
	0	1	1	1	3
	0	0	0	0	0
	1.00	2.00	1.57	1.48	1.59

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。

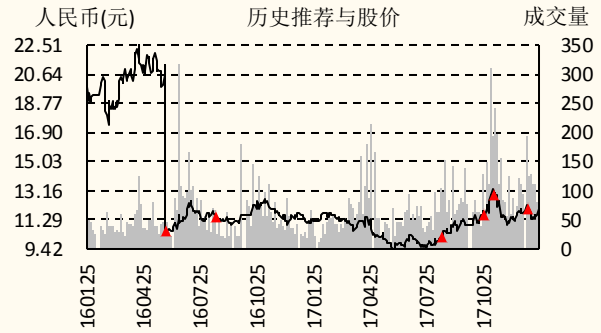
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
6	2018-01-08	买入	12.17	N/A

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作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