



600305.CH

增持

原评级: 增持

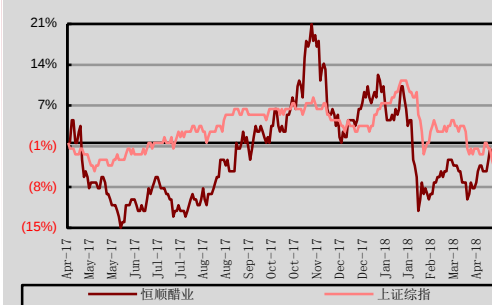
市场价格: 人民币 10.75

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 恒顺醋业 17 年年报点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(9.8)	3.2	(5.5)	(0.0)
相对上证指数	(1.4)	9.4	5.4	4.8

发行股数(百万)	603
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,479
3 个月日均交易额(人民币 百万)	74
净负债比率(%) (2018E)	2
主要股东(%)	
江苏恒顺集团有限公司	45

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2018 年 4 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

《恒顺醋业预增公告点评: 土地补偿大幅提升 17 年利润, 调味品继续向好》20180126

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮*

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

恒顺醋业

非经常性损益增厚利润, 18 年目标彰显信心

恒顺醋业公布 17 年年报。17 年实现收入 15.4 亿, 同比增 6.5%, 净利 2.8 亿, 增 64.8%。

支撑评级的要点

- 17 年收入增 6.5%, 净利增 64.8%, 主要系非经常性损益增厚利润。恒顺 17 年实现收入 15.4 亿, 同比增 6.4%, 净利 2.8 亿, 增 64.8%, 主要系土地收储补偿增厚净利 5155 万元、投资性房地产评估增值增厚净利 4451 万, 扣非净利 1.8 亿, 增 15.7%。4Q17 实现收入 4.3 亿, 增 9.1%, 从母公司报表判断, 估计调味品收入与非调味品收入皆实现 9% 左右增长, 净利 1.4 亿, 增 154.7%, 扣非净利 0.5 亿, 增 6.3%。4Q17 毛利率降 2.7pcts, 销售、管理、财务费用率分别增 4.2pcts、降 3.3pct、增 0.3pct, 扣非净利率降 0.3pct。
- 17 年黑醋收入变动不大, 白醋、料酒双位数增长, 高端醋占比不断提升。17 年酱醋调味品收入 13.8 亿, 增 6.5%, 毛利率降 1.0pct。(1) 醋: 17 年醋类收入 10.3 亿, 增 5.1%, 其中黑醋 8.4 亿, 白醋 1.4 亿。17 年醋类销量微增 0.5%, 估计主要受到色醋提价后渠道压货影响, 黑醋收入估计变动不大, 但白醋表现较好, 收入增 16% 左右。产品结构不断升级, 17 年高端醋收入达 2.1 亿, 估计增 20%+, 约占醋类销售额 21%。(2) 料酒: 17 年料酒收入 1.5 亿, 增 14.4%, 保持较快增长, 销量同比增 17.8%, 毛利率 39.5%, 降 3.0pcts, 估计与产品战略有关, 料酒目前以提升市场占有率为主。
- 费用投放注重效率, 全国化渠道建设稳步推进。恒顺 17 年期间费用率降 1.0pct, 销售、管理、财务费用率分别降 0.1pct、降 1.1pcts、增 0.1pct。销售费用投放注重效率, 17 年广告及促销费用增速大幅下降, 16 年增速 59%、远高于 15% 的销售费用整体增速, 17 年增速 4.7%、低于 5.6% 的整体增速。管理费用率下降主要系未提取业绩激励基金, 若剔除该因素影响, 估计 17 年管理费用率降 0.3pct。17 年华南、华中大区收入增速分别为 10% 和 8%, 快于整体收入增速, 显示恒顺全国化渠道建设稳步推进。
- 18 年较高目标彰显信心, 期待激励不断完善、释放制度红利。恒顺 18 年目标收入增 13%, 扣非前净利增 20% (预计非经常性损益有较大贡献), 订立较高目标彰显公司信心。17 年公司已经推进内部管理人员薪酬体系改革和 KPI 考核, 预计 18 年完全落地, 期待 18 年公司更进一步, 开启革新销售激励机制, 内部挖潜, 充分释放制度红利。

评级面临的主要风险

- 激励机制改革进程低于预期、高端醋销售低于预期、食品安全问题。

估值

- 我们上调盈利预测, 预计 18-20 年每股收益分别为 0.56、0.49、0.54 元/股, 分别同比增 20%、-13%、11%, 扣非后分别增 19%、16%、13%, 维持 **增持** 评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,447	1,542	1,741	1,926	2,117
变动(%)	11	7	13	11	10
净利润(人民币 百万)	170	281	337	294	327
全面摊薄每股收益(人民币)	0.283	0.466	0.560	0.488	0.543
变动(%)	(28.9)	64.8	20.1	(12.8)	11.2
先前预测每股收益(人民币)			0.416	0.486	0.543
调整幅度(%)			34.6	0.4	0.0
全面摊薄市盈率(倍)	38.0	23.1	19.2	22.0	19.8
价格/每股现金流量(倍)	20.7	20.6	15.9	20.0	17.6
每股现金流量(人民币)	0.52	0.51	0.68	0.54	0.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.4	19.2	17.6	15.7	13.8
每股股息(人民币)	0.133	0.100	0.120	0.105	0.117
股息率(%)	1.2	0.9	1.1	1.0	1.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,447	1,542	1,741	1,926	2,117
销售成本	(875)	(942)	(1,031)	(1,136)	(1,242)
经营费用	(305)	(256)	(346)	(384)	(417)
息税折旧前利润	267	343	365	406	457
折旧及摊销	72	85	72	86	100
经营利润(息税前利润)	195	258	293	320	358
净利息收入/(费用)	(6)	(8)	(14)	(15)	(13)
其他收益/(损失)	17	83	120	42	42
税前利润	207	333	397	346	385
所得税	(38)	(52)	(63)	(55)	(61)
少数股东权益	2	1	3	2	3
净利润	170	281	337	294	327
核心净利润	170	281	337	294	327
每股收益(人民币)	0.283	0.466	0.560	0.488	0.543
核心每股收益(人民币)	0.283	0.466	0.560	0.488	0.543
每股股息(人民币)	0.133	0.100	0.120	0.105	0.117
收入增长(%)	11	7	13	11	10
息税前利润增长(%)	35	32	13	9	12
息税折旧前利润增长(%)	33	29	6	11	13
每股收益增长(%)	(29)	65	20	(13)	11
核心每股收益增长(%)	(28)	23	66	(16)	11

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	207	264	397	346	385
折旧与摊销	72	85	72	86	100
净利息费用	6	8	15	16	15
运营资本变动	0	(30)	(19)	(18)	(18)
税金	(34)	18	(57)	(50)	(56)
其他经营现金流	(58)	(367)	(0)	(56)	(58)
经营活动产生的现金流	314	311	408	324	367
购买固定资产净值	(199)	(121)	(150)	(150)	(150)
投资减少/增加	(14)	50	21	21	21
其他投资现金流	69	(93)	(68)	(75)	(81)
投资活动产生的现金流	(144)	(163)	(197)	(204)	(210)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	16	237	76	(45)	5
支付股息	(80)	(60)	(73)	(63)	(70)
其他融资现金流	(83)	(5)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(148)	171	4	(108)	(65)
现金变动	(100)	(14)	215	12	92
期初现金	250	150	136	351	364
公司自由现金流	48	169	212	121	158
权益自由现金流	69	60	303	92	177

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	206	538	806	866	1,008
应收帐款	118	148	167	185	203
库存	310	305	333	367	402
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	634	991	1,306	1,418	1,613
固定资产	971	1,018	1,082	1,201	1,314
无形资产	189	95	90	85	81
其他长期资产	471	465	466	467	468
长期资产总计	1,630	1,578	1,638	1,754	1,863
总资产	2,264	2,569	2,944	3,172	3,476
应付帐款	157	168	183	202	221
短期债务	158	179	250	200	200
其他流动负债	209	222	243	269	295
流动负债总计	524	569	676	671	716
长期借款	25	53	58	63	68
其他长期负债	58	69	69	69	69
股本	1,571	1,800	2,065	2,296	2,553
储备	0	0	0	0	0
股东权益	1,571	1,800	2,065	2,296	2,553
少数股东权益	85	78	75	73	70
总负债及权益	2,264	2,569	2,944	3,172	3,476
每股帐面价值(人民币)	2.61	2.99	3.43	3.81	4.24
每股有形资产(人民币)	2.29	2.83	3.28	3.67	4.10
每股净负债/(现金)(人民币)	0.06	0.16	(0.07)	(0.17)	(0.31)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.4	22.3	21.0	21.1	21.6
息税前利润率(%)	13.5	16.7	16.8	16.6	16.9
税前利润率(%)	14.3	17.1	22.8	18.0	18.2
净利率(%)	11.8	13.8	19.4	15.3	15.4
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.7	1.9	2.1	2.3
利息覆盖率(倍)	32.6	25.8	19.1	20.2	24.7
净权益负债率(%)	(2.0)	(5.1)	2.0	4.3	7.2
速动比率(倍)	0.6	1.2	1.4	1.6	1.7
估值					
市盈率(倍)	38.0	23.1	19.2	22.0	19.8
核心业务市盈率(倍)	37.3	30.4	18.4	21.8	19.6
市净率(倍)	4.1	3.6	3.1	2.8	2.5
价格/现金流(倍)	20.7	20.6	15.9	20.0	17.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.4	19.2	17.6	15.7	13.8
周转率					
存货周转天数	39.1	72.8	66.9	66.4	66.3
应收帐款周转天数	14.9	31.4	33.0	33.3	33.4
应付帐款周转天数	19.8	38.5	36.8	36.5	36.4
回报率					
股息支付率(%)	47.2	28.4	21.5	21.5	21.5
净资产收益率(%)	21.7	12.6	17.5	13.5	13.5
资产收益率(%)	14.0	8.6	8.9	8.8	9.1
已运用资本收益率(%)	21.2	13.1	12.9	12.7	13.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371