

2010年3月1日

# 恒顺醋业

## 调研简报

A

未有评级

600305.SS- 人民币 14.88

赵宗俊  
+8621 6860 4866 (8510)  
zongjun.zhang@bocgroup.com

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	11	21	6	77
相对新华富时A50指数(%)	22	22	14	34

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数 (百万)	127.2
流通股 (%)	47.1
流通市值 (人民币 百万)	891.5
3个月日均交易额 (人民币 百万)	38
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
江苏恒顺集团有限公司	52.9

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

恒顺醋业是国内食醋行业规模最大的公司，食醋行业分散且中小企业众多，公司未来成长空间大。公司收购合资公司49%股权减少权益产能摊薄风险，有利于未来做大做强食醋主业。

### 主要发现

- 食醋行业集中度低，恒顺具有规模优势，潜在主要竞争对手山西陈醋品牌众多且价格竞争为主，对恒顺构成威胁的仅有山西水塔。
- 收购合资公司49%股权有利于公司做大做强食醋。合资公司一期项目产能提升2倍，主要定位中高档产品，盈利能力提升。
- 初步预计2010年，公司食醋主业净利润为2,500-3,000万元，房地产业务3,000万元净利润，百盛商场投资收益1,000万元，那么总净利润约为6,500-7,000万元净利润，对应每股收益约0.51-0.55元，静态看公司估值不便宜，长期看食醋改善空间仍较大。
- 长期以来，管理机制影响公司发展速度，如果管理机制不改善，难以打开公司食醋主业想象空间。

### 图表 1. 投资摘要(万得一致预测)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	828.5	698.4	912.0	996.3	1175.4
变动 (%)	17.8	(15.7)	30.6	9.3	18.0
净利润(人民币 百万)	30.8	(49.2)	28.1	32.6	37.2
变动 (%)	(34.0)	(259.7)	157.0	16.2	13.8
全面摊薄每股收益(人民币 元)	0.24	(0.39)	0.22	0.26	0.29
市盈率(倍)	62.0	(38.2)	67.6	57.2	51.3

资料来源：公司数据及万得资讯

## 突出香醋主业，收缩辅业

公司的业务包括调味品、房地产、光电子等，近年来，经历了多元化发展后，公司回归以香醋为主的调味品主业，收缩辅业，实施新一轮“再造恒顺”战略。

图表 2. 公司业务范围及发展策略

业务范围	品类或参股公司	发展策略
调味品	食用醋（恒顺/金山牌）	重点发展
	酱油（恒顺牌）	一般发展
	料酒（恒顺牌）	一般发展
	醋饮料（恒顺牌）	将来产业链延伸方向
房地产	控股恒顺置业（80.0%）	完成存量土地开发后退出
商业零售	参股镇江百盛商城（50.0%）	维持现状
光电子	参股稳润光电（25.5%）	将来择机退出

资料来源：公司数据

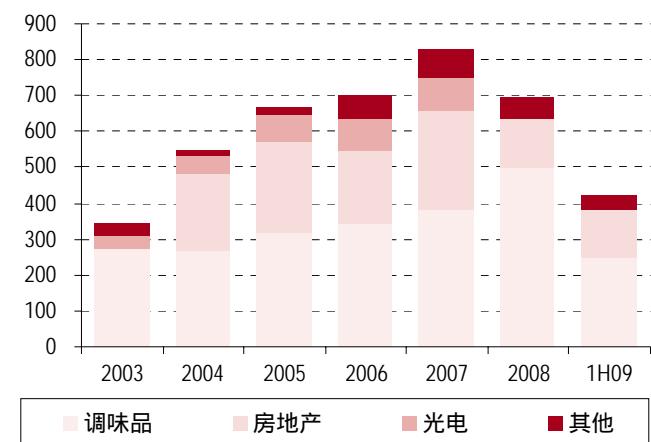
公司食醋规模列国内第一位，09年公司产能20万吨，2006-09年，预计公司食醋产量年均复合增长率为11%。公司收入大部分来自调味品和房地产业务，09年上半年，调味品和房地产业收入占比分别达到60%和32%。

图表 3. 2006-2009E 年公司食醋产量



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 2003-2009 上半年公司收入构成



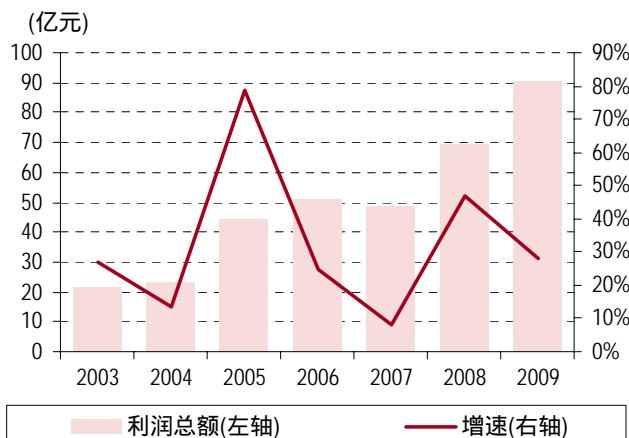
资料来源：公司数据、中银国际研究

## 食醋行业集中度低，恒顺具有规模优势

民以食为天，食以味为先，调味品是居民生活必需品，随着居民生活水平提高，餐饮和家庭厨房带动调味品行业快速增长，2003-09年，调味品行业收入和利润总额年均复合增长率分别为22%和27%。

**图表 5. 2003-2009 年中国调味品行业收入及增速**


资料来源：国家统计局

**图表 6. 2003-2009 年中国调味品行业利润总额及增速**


资料来源：国家统计局

食醋是调味品细分子行业，食醋区域消费习惯决定了行业区域性明显，国内大致分为四大醋系——镇江香醋、山西老陈醋、浙江米醋和四川保宁醋。食醋的生产还没有形成大的企业生产群，而是以点状分布为主，行业集中度低，其中恒顺醋业的产能规模最大。

老陈醋相对其他名醋，发展速度比较慢。山西是食醋大省，全国食醋产量 300 万吨左右，山西占 10% 左右，但是山西食醋的现状是小厂多，品牌繁杂，除了水塔和东湖规模稍大，其他中小品牌以低价竞争策略为主。

**图表 7. 全国产能前五名食醋企业**

排名	企业名称	产能 (万吨)
1	江苏恒顺醋业股份公司	20
2	山西水塔陈醋	5
3	北京龙门和田宽	3
4	天津独流老醋公司	3
5	四川保宁醋	1

资料来源：公司数据

## 收购合资公司股权有利于恒顺做大做强

公司与新加坡 JHS 合资的江苏恒顺调味食品有限公司一期工程已经基本建成，一期规划产能为 25 万吨，目前已经建成的模块产能为 15 万吨。原来合资公司恒顺醋业占 51% 的股权，合资公司产品中低毛利率的酱菜等产品较少，主要为中高档香醋和料酒等高毛利率产品。09 年下半年，合资公司才开始投产，成本和费用支出较大，收购报告书披露 09 年 1-11 月份收入 2.35 亿元，净利润 580 万元。合资公司仅几个月收入接近 09 年收入一半，公司对于合资公司的项目进展和盈利能力比较满意。

2010年1月份，公司以1.66亿元收购了新加坡JHC持有合资公司49%股权，市场担心的公司品牌和产能摊薄风险不复存在，有利于公司做大做强食醋主业，长期合资厂相对原来12万吨产能，提升空间有2倍。

09年，借助公司退城进区契机，公司在恒顺调味品公司实施了中层干部竞聘上岗，定编定岗精减中等干部，全员竞争上岗，改善用人制度。在完成用人用工制度改革后，公司全面改革原有薪酬分配制度，实现同岗同酬，合理拉开分配档次，严格实行绩效考核。

### 房地产业务：将来择机退出

09年随着全国房地产市场的回暖，镇江的房地产市场有所回暖，长期成为公司沉重负担的房地产业务原来已经开发出的4个存量楼盘差不多卖掉。由于09年镇江大规模动迁，使得房价涨幅较高，09年有5个亿的预收款，预计2010年公司房地产业务有2-3亿元的预收款。公司的房地产08年计提3,000多万的损失。目前公司历史上的700亩土地，仅剩下200亩多亩尚待开发，完成存量土地开发后，公司将择机退出房地产开发业务

### 其他业务

公司拥有50%股权的镇江百盛商城在镇江具有一定的垄断性，每年贡献约1,000万的投资收益。但是周围正在建设大型的八佰伴商城，预计这块的投资收益将略有影响。

公司参股25.5%的稳润光电子是从事LED发光二极管业务的电子企业，公司历史上持股比例曾在70%左右。历史上每年有600多万的净利润。为了保证技术的领先性，相关收益基本都转化为再投资。在镇江政府推动下，引进了LED方面技术较为领先，产业链较为完整的新恒基国际(集团)有限公司。09年上半年，江苏稳润收入-278万元，下半年开始回升，公司仅仅参股，对业绩影响有限。

### 主要风险因素

- 1) 食醋主要原材料粮食的价格波动，影响成本。
- 2) 公司国有管理机制对发展的影响。

## 初步结论

公司新产能扩张和产品结构调整推动食醋主业成长，如果公司管理机制能改善，那么提升空间巨大。初步预计 2010 年，公司食醋主业 2,500-3,000 万元净利润，另外，以前房地产业务盈利能力弱的局面在 09-10 年得到改善，预期 10 年能贡献 3,000 万元净利润，百盛商场投资收益 1,000 万元，那么 2010 年公司总净利润约 6,500-7,000 万元净利润，对应每股收益约 0.51-0.55 元，2 月 26 日收盘股价 14.88 元，静态的看公司食醋主业估值不便宜，长期看公司食醋成长和改善的空间较大。