

公司研究

调研简报

首次评级：短期\_推荐，长期\_A

## 调味品仍是目前战略方向

——恒顺醋业(600305)公司点评

## 核心观点

1、酿造醋属于传统行业，区域性特点鲜明，江浙以米醋、香醋（糯米为主料）为代表，北方以山西醋（高粱为主料）为代表。行业产销量300万吨，市场集中度不高，恒顺的产销量第一，市场占有率也仅有5%。

2、08年老厂区产能开始搬迁，目前新厂产能20万吨，恒丰产能5万吨，但罐装全部在新厂完成。产能分布规划是新厂产醋，恒丰厂产酱油、酱菜等产品，同时新厂区还有产能扩张的预留土地。

3、过去为了抢占市场公司大量用低端产品铺货，前些年公司一直在清理低端产品，直接体现在近年调味品毛利水平提升。高端产品出厂价在5元以上，目前销量占比在10%，公司计划将高端产品销量占比提升至20%，利润贡献比例提升至80%。今年公司将把成熟消费市场销售渠道下移至乡镇，09年有地招人员500人，10年将扩大到800人。

4、2月公司成为世博会特许生产商，公司产品将在世博会江苏馆作为江苏名产展览，公司也已开发三款世博产品。公司还入选“长三角世博主题体验之旅示范点”，正在建设中国镇江醋文化博物馆，预计7月初开馆，博物馆将有利品牌宣传和高端产品销售。

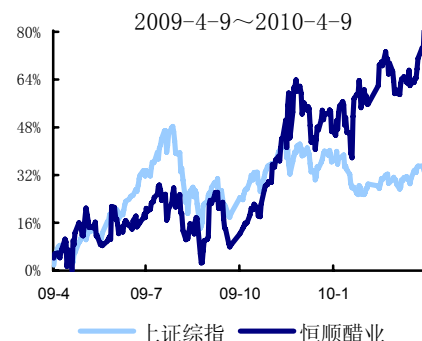
5、公司土地存量约400亩，3-4年时间开发20万平方米住宅，年均开发5-6万平方米，暂时不再拿新地。在售的恒顺尚都均价7500元/平方米，按此价格推算，20万平方米收入15亿元，3年中每年贡献约5亿元收入。公司主要将房地产利润投入到主业调味品产业中。

6、公司计划5年后实现醋相关产品总产能50万吨，仅靠调味品市场显然无法消化50万吨产能，因此公司一直有开拓醋饮料市场的规划。镇江市场在销的醋饮料产品是果醋和奶醋，收入规模仅几百万，渠道集中在商超和酒店。对于醋饮料我们认为市场空间很大，但醋饮料市场规模仅20亿元，市场还处开发初期，需要持续培育。

7、除果醋饮料外，公司还考虑扩展黄酒业务。恒顺也很早做酒，恒顺黄酒在区域内有一定优势，09年料酒贡献净利润600万。10年专门成立了酒事业部来运作，但目前黄酒行业整体景气度不高。

8、调味品行业是一个市场相对不大的“小行业”，虽然公司已是行业龙头但收入和盈利仍不够“大”，公司未来3年增长主要体现在主业调味品营销突破和产品结构升级上。预计公司10年每股收益0.45元，11年每股收益0.56元，首次给予公司“短期\_推荐，长期\_A”的投资评级。

## 股价走势图



## 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(万股)     | 12715.00    |
| 流通A股(万股)    | 12715.00    |
| 52周内股价区间(元) | 8.7-16.03   |
| 总市值(亿元)     | 20.24       |
| 总资产(亿元)     | 29.93       |
| 每股净资产(元)    | 3.48        |
| 目标价         | 6个月<br>12个月 |

## 财务数据与估值

|            | 2009A   | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|------------|---------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入(百万) | 1173.97 | 1357.961 | 1512.614 | 1644.618 |
| 同比增速(%)    | 68.09%  | 15.67%   | 11.39%   | 8.73%    |
| 净利润(百万)    | 30.97   | 56.75    | 71.51    | 95.21    |
| 同比增速(%)    |         | 83.21%   | 26.02%   | 33.14%   |
| EPS(元)     | 0.24    | 0.45     | 0.56     | 0.75     |
|            | 68.1    | 36.3     | 29.2     | 21.8     |

研究员：王明德

电话：010-84183372

Email: wangmingde@guodu.com

执业证书编号：S0940200010025

联系人：徐昊

电话：010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 1、业绩预测

### 1.1 基本假设

- 1、假设 10 年醋销量 18 万吨，销售收入调味品 6.12 亿元；11 年醋销量 22 万吨，调味品销售收入 7.92 亿元；11 年醋销量 26 万吨，销售收入 9.88 亿元。房地产业务 11 年收入 6 亿元，11 年收入 5.6 亿元，12 年收入 4.8 亿元。
- 2、假设 10 年调味品毛利率 36%，房地产业务因为房价已经上涨，假设 10 年毛利率 31%。
- 3、假设 10 年期间费用占比 23.5%，11 年期间费用占比 23.3%。
- 4、假设 10 年所得税实际税率 24.5%。

### 1.2 恒顺醋业分业务营业收入预测

表 1 分业务营业收入预测表

| 酱醋调味品        | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 产能           | 25     | 30     | 30     | 30     |
| 产销量          | 15     | 18     | 22     | 26     |
| 销售收入(万元)     | 50265  | 61200  | 79200  | 98800  |
| 均价(元/吨)      | 3351   | 3400   | 3600   | 3800   |
| 毛利率          | 35.63% | 36.00% | 36.50% | 37.00% |
| 房地产业务        | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
| 销售面积(万平方米)   |        | 8      | 7      | 6      |
| 销售均价(元/平方米)  |        | 7500   | 8000   | 8000   |
| 销售收入(万元)     | 53735  | 60000  | 56000  | 48000  |
| 毛利率          | 21.38% | 31.00% | 32.00% | 32.00% |
| 建筑安装工程收入(万元) | 3171   | 2536   | 2790   | 3069   |
| 毛利率          | 5.23%  | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 其他业务收入(万元)   | 9710   | 11652  | 12818  | 14099  |
| 毛利率          | 20.01% | 20.00% | 19.00% | 18.00% |
| 营业收入         | 117397 | 135796 | 151261 | 164462 |
| 营业成本         | 85740  | 92484  | 101608 | 109580 |

资料来源：国都证券研究所

### 1.3 恒顺醋业盈利预测

表 2 恒顺醋业盈利预测

|             | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(万元)   | 117397 | 135796 | 151261 | 164462 |
| 营业收入(万元)    | 117397 | 135796 | 151261 | 164462 |
| 营业总成本(万元)   | 115227 | 129485 | 142597 | 152394 |
| 营业成本(万元)    | 85740  | 92484  | 101608 | 109580 |
| 营业税金及附加(万元) | 4315   | 4889   | 5445   | 5756   |
| 销售费用(万元)    | 8474   | 10864  | 12101  | 13157  |
| 管理费用(万元)    | 10576  | 12901  | 14370  | 15377  |
| 财务费用(万元)    | 5981   | 8148   | 8773   | 8223   |
| 资产减值损失(万元)  | 140    | 200    | 300    | 300    |
| 其他经营收益(万元)  |        |        |        |        |

|                   |      |      |       |       |
|-------------------|------|------|-------|-------|
| 公允价值变动净收益(万元)     | 88   |      |       |       |
| 投资净收益(万元)         | 1786 | 1800 | 1800  | 1800  |
| 营业利润(万元)          | 4044 | 8111 | 10464 | 13868 |
| 营业外收入(万元)         | 1051 | 800  | 800   | 800   |
| 营业外支出(万元)         | 427  | 600  | 600   | 600   |
| 利润总额(万元)          | 4669 | 8311 | 10664 | 14068 |
| 所得税(万元)           | 1142 | 2036 | 2613  | 3447  |
| 净利润(万元)           | 3526 | 6275 | 8051  | 10621 |
| 少数股东损益(万元)        | 429  | 600  | 900   | 1100  |
| 归属于母公司所有者的净利润(万元) | 3097 | 5675 | 7151  | 9521  |
| 每股收益(元)           | 0.24 | 0.45 | 0.56  | 0.75  |

资料来源：公司年报、国都证券研究所

## 2、投资建议

调味品行业是一个市场相对不大的“小行业”，虽然公司已是行业龙头但收入和盈利仍不够“大”，公司未来3年增长主要体现在主业调味品营销突破和产品结构升级上。预计公司10年每股收益0.45元，11年每股收益0.56元，首次给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

## 国都证券投资评级

### 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

| 类别   | 级别 | 定义                          |
|------|----|-----------------------------|
| 短期评级 | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|      | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|      | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级 | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平   |
|      | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平   |
|      | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平   |

### 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

| 类别   | 级别   | 定义                      |
|------|------|-------------------------|
| 短期评级 | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上    |
|      | 推荐   | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间  |
|      | 中性   | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
|      | 回避   | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上     |
| 长期评级 | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平  |
|      | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
|      | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平  |

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域               | E-mail                 |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------------|------------------------|
| 许维鸿 | 研究管理 宏观领域 | xuwei hong@guodu.com  | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料       | wangmingde@guodu.com   |
| 李元  | 机械、电力设备   | liyuan@guodu.com      | 巩俊杰 | 交通运输               | gongjunjie@guodu.com   |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com  | 夏茂胜 | 商业、纺织服装            | xia maosheng@guodu.com |
| 徐文峰 | 基础化工      | xuwenfeng@guodu.com   | 马琳娜 | 建材                 | malinna@guodu.com      |
| 邹文军 | 房地产       | zouwenjun@guodu.com   | 邓婷  | 金融                 | dengting@guodu.com     |
| 徐才华 | 机械-汽车及零部件 | xucaihua@guodu.com    | 徐昊  | 农业、食品饮料            | xuhao@guodu.com        |
| 姜瑛  | IT        | jiangying@guodu.com   | 伍颖  | 石化、化工              | wuying@guodu.com       |
| 曹源  | 策略研究、传媒   | caoyuan@guodu.com     | 潘蕾  | 医药行业               | panlei@guodu.com       |
| 蔡建军 | 医药行业      | caijianjun@guodu.com  | 王招华 | 钢铁行业               | wangzhaohua@guodu.com  |
| 王京乐 | 家电、旅游     | wangjingle@guodu.com  | 刘斐  | 煤炭电力               | liufei@guodu.com       |
| 汪立  | 造纸        | wangli@guodu.com      | 鲁儒敏 | 电力                 | lurumin@guodu.com      |
| 肖世俊 | 有色、新能源    | xiaoshijun@guodu.com  | 傅浩  | 建材                 | fuhao@guodu.com        |
| 刘芬  | 机械        | liufen@guodu.com      | 陈薇  | 衍生产品、金融工程和券商发展战略研究 | chenwei@guodu.com      |
| 苏昌景 | 基金研究、债券研究 | suchangjing@guodu.com | 冯翔  | 宏观研究、债券研究          | fengxiang@guodu.com    |
| 李春燕 | 基金联络      | lichunyan@guodu.com   |     |                    |                        |