

华泰联合证券
2010-08-17华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

食品、饮料/调味品制造业

公司研究 /更新报告

恒顺醋业 (600305)

增持/ 维持评级

股价 : RMB15.75

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001
021-68498639 hongting@lhzq.com

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141
021 - 68498615 jiangxiaodong@lhzq.com

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000210080005
luhy@lhzq.com

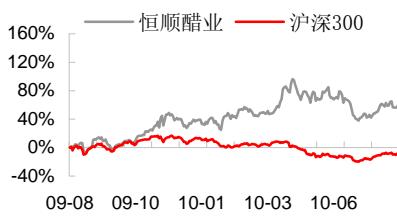
上半年调味品增长低于预期

- 调味品增长低于预期，营销改革效果尚待观察。**公司 2010 年上半年实现主营业务收入 4.3 亿元，同比增长 2.4%，实现净利润 1302 万元，同比下降 3.1%。公司收入主要来自酱醋调味品和房地产，收入占比分别为 63.5% 和 14.3%。上半年酱醋调味品收入 2.7 亿元，同比增长 9.37%，低于公司年初 20% 的增长目标，主要是营销改革不达预期。恒顺调味品公司扩产后，公司大量招聘当地销售人员，加强市场开拓和经销商管理，但是销售增速依然不高。我们认为，公司营销改革值得肯定，但是更需要大刀阔斧的改革，尤其是制度性的突破，以削弱老国企思路僵化的束缚。如果公司营销改革不彻底的话，下半年调味品销售增长仍有可能低于公司的目标。子公司恒顺调味品少数股东股权收购已于 6 月底完成，加上母公司折旧的减少，下半年调味品贡献利润将有所增加。
- 房地产下半年集中结算，投资收益有所下降。**上半年房地产收入 6164 万元，同比下降 54.2%，毛利率同比增加 2.23 个百分点，大幅拖累公司业绩。上半年地产收入大幅下降，主要是公司楼盘销售收入确认集中在年底。根据公司楼盘开发进度，我们预测，下半年地产结算收入在 3 亿元左右，毛利率可能基本持平。全年来看，公司地产收入同比约下降 20%。根据公司的战略规划，开发完现有土地后，房地产业务将在三年内退出。上半年投资收益 836 万元，同比下降 22.4%，与市场之前的预期相符。百盛商城因镇江八佰伴新开和门前修路的影响，净利润大幅下降 45.5%，稳润光电扭亏缓解了投资收益降幅。我们预计，下半年投资收益同比也将下降 10-20%。
- 盈利预测与投资建议。**公司地产业务逐渐退出，调味品扩产后，营销改革成为关键，但是其改革的力度和效果仍有待观察，我们认为，制度性的突破才是根本。我们预计：2010-12 年 EPS 分别为 0.34、0.45、0.64 元，目前股价对应 2010-12 年 PE 分别为 46X、35X、25X，尽管公司估值不低，但公司仍处于积极的营销改革进程中，下半年合并少数股东权益将使这一进程更有效的推进，维持“增持”评级。

基础数据

总股本 (百万股)	127
流通 A 股 (百万股)	127
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2003

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1174.0	430.5	1053.3	1084.0	1183.5
(+/-%)	68.1	2.4	-10.3	2.9	9.2
归属母公司净利润(百万元)	31.0	13.0	43.6	57.5	80.9
(+/-%)	162.9	-3.1	40.8	31.9	40.6
EPS(元)	0.24	0.10	0.34	0.45	0.64
P/E(倍)	64.7	153.9	45.9	34.8	24.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

【限时促销】现在购买顶级研究报告，将同时获得赠券参阅[主板高送转深证中小板股票](#)和[传递超跌创业板股票](#)信息的QQ群或MSN群的会员资格。

【RICH客服，传递财富】QQ : 1078174455 , MSN/E_email : 1078174455@qq.com

盈利预测
资产负债表

会计年度	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2009	1064	1075	1157	营业收入	1174	1053	1084	1183
现金	741	42	43	47	营业成本	857	766	771	828
应收账款	57	58	60	65	营业税金及附加	43	32	33	36
其他应收款	44	42	43	47	营业费用	85	82	92	97
预付账款	198	153	154	166	管理费用	106	90	92	92
存货	968	766	771	828	财务费用	60	41	40	45
其他流动资产	1	3	3	4	资产减值损失	1	4	2	1
非流动资产	984	1065	1134	1127	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	123	0	0	0	投资净收益	18	15	16	17
固定资产	734	902	952	937	营业利润	40	54	70	101
无形资产	73	72	71	70	营业外收入	11	10	12	13
其他非流动资产	54	91	110	120	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	2993	2130	2208	2284	利润总额	47	60	78	109
流动负债	2223	1274	1254	1221	所得税	11	14	19	26
短期借款	1145	491	568	614	净利润	35	45	59	83
应付账款	167	115	116	124	少数股东损益	4	2	2	2
其他流动负债	912	668	570	483	归属母公司净利润	31	44	58	81
非流动负债	146	196	235	261	EBITDA	148	172	203	248
长期借款	121	171	211	241	EPS (元)	0.24	0.34	0.45	0.64
其他非流动负债	25	26	25	21					
负债合计	2369	1470	1489	1482					
少数股东权益	181	183	185	187					
股本	127	127	127	127					
资本公积	239	239	239	239					
留存收益	76	110	168	248					
归属母公司股东权益	442	476	534	615					
负债和股东权益	2993	2130	2208	2284					

现金流量表

会计年度	单位:百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	370	153	74	53
净利润	35	45	59	83
折旧摊销	48	77	93	103
财务费用	60	41	40	45
投资损失	-18	-15	-16	-17
营运资金变动	245	9	-103	-163
其他经营现金流	-0	-5	0	1
投资活动现金流	-239	-142	-145	-80
资本支出	200	280	160	95
长期投资	-67	-123	0	0
其他投资现金流	-106	15	15	15
筹资活动现金流	113	-710	72	31
短期借款	177	-654	77	46
长期借款	-141	50	40	30
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他筹资现金流	81	-106	-45	-45
现金净增加额	244	-699	1	4

数据来源：华泰联合证券研究所。

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	68.1%	-10.3%	2.9%	9.2%
营业利润	-40.7%	33.5%	30.4%	43.4%
归属于母公司净利润	-37.1%	40.8%	31.9%	40.6%
盈利能力				
毛利率(%)	27.0%	27.3%	28.9%	30.0%
净利率(%)	2.6%	4.1%	5.3%	6.8%
ROE(%)	7.0%	9.2%	10.8%	13.2%
ROIC(%)	6.6%	5.4%	5.5%	6.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	79.2%	69.0%	67.4%	64.9%
净负债比率(%)	57.21%	48.41%	55.67%	61.05%
流动比率	0.90	0.84	0.86	0.95
速动比率	0.47	0.23	0.24	0.27
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.41	0.50	0.53
应收账款周转率	20	17	17	17
应付账款周转率	6.51	5.44	6.69	6.91
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.34	0.45	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	2.91	1.20	0.58	0.42
每股净资产(最新摊薄)	3.48	3.75	4.20	4.84
估值比率				
P/E	64.65	45.92	34.80	24.75
P/B	4.53	4.20	3.75	3.26
EV/EBITDA	18	16	13	11



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
 基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
 邮政编码：518048
 电 话：86 755 8249 3932
 传 真：86 755 8249 2062
 电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
 邮政编码：200120
 电 话：86 21 5010 6028
 传 真：86 21 6849 8501
 电子邮件：lzrd@lhzq.com