

食品饮料/必需消费

恒顺醋业 (600305)

## 14 年业绩符合预期, 15 年开启新纪元

### ——恒顺醋业业绩预增公告点评

	柯海东 (分析师)	吕明 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38675864	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.co	lvming@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880514080005	S0880511010015

#### 本报告导读:

14 年业绩基本符合我们预期, 看好新管理层带来的管理效率提升, 预计公司未来三年调味品收入复合增速在 20% 以上, 国企改革及外延式扩张是公司股价催化剂。

#### 投资要点:

- **2014 年业绩基本符合我们预期, 维持增持评级。**公司公告预计 2014 年归母净利增加 100% 左右 (约 7823 万元), 基本符合我们预期, 考虑到公司新管理层上任后管理效率提升, 上调 2015-2016 年 EPS 至 0.58、0.71 元 (此前预测 0.51、0.65 元), 参考可比公司估值给予恒顺醋业 2015 年调味品业务 5 倍 PS, 上调目标价至 22.21 元。
- **管理层更替致 2014 年业绩平淡, 2015 年新管理层开启新纪元。**管理层更替使公司改善步伐减缓, 预计 2014 年调味品业务收入仅增长 15% 左右; 2015 年是新管理层第一个完整经营年度, 经营目标是以 2014 年为基数, 至 2017 年收入翻倍、市值翻倍, 新管理层对公司经营改善效果初现: **1) 营销体系改善。**公司于 2014 年先后成立了市场部及营销中心, 加大品牌和渠道建设力度, 2015 年 1 月, 公司在央视 8 套投放广告, 为产品走向全国提供支持; **2) 产品结构升级。**实施部分产品提价及加大对毛利率高、适销对路产品的销售力度; **3) 费用率下降。**我们预计 2014 年财务费用可下降 4500 万左右。看好新管理层带来管理效率的提升, 预计 2015 年调味品收入增速 20% 以上。
- **国企改革+外延式扩张是公司股价催化剂。**新管理层提出从机制上和体制上向资本经营型公司转型, 国企改革步伐加速。国企改革方向是实行混合所有制、管理层及核心员工持股, 国企改革将加快公司营销体系改善、区域、品类以及外延式扩张的步伐。
- **风险提示:** 食品安全问题、公司经营改善低于预期, 竞争对手冲击

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,147	1,111	1,178	1,459	1,787
(+/-)%	13%	-3%	6%	24%	22%
经营利润 (EBIT)	99	150	175	256	314
(+/-)%	55%	52%	17%	46%	23%
净利润	-37	39	80	175	214
(+/-)%	-468%	206%	103%	120%	22%
每股净收益 (元)	-0.12	0.13	0.26	0.58	0.71
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	8.6%	13.5%	14.9%	17.5%	17.5%
净资产收益率 (%)	-7.3%	7.1%	6.5%	13.2%	14.4%
投入资本回报率 (%)	10.7%	17.7%	11.6%	15.1%	17.1%
EV/EBITDA	20.9	25.2	25.9	18.1	14.5
市盈率	-149.2	141.4	69.5	31.5	25.8
股息率 (%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 22.21

上次预测: 19.32

当前价格: 18.29

2015.01.23

#### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.08-21.45
总市值 (百万元)	5,512
总股本/流通 A 股 (百万股)	301/254
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	3.21
日均成交值 (百万元)	54.91

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,242
每股净资产	4.12
市净率	4.4
净负债率	5.56%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.02	0.05
Q2	0.04	0.08
Q3	0.03	0.06
Q4	0.04	0.07
全年	0.13	0.26

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	9%	-3%
相对指数	0%	-33%	-65%

#### 相关报告

《期待公司向品牌、资本经营型企业转型》  
2014.11.06

《再耐心一点儿, 静候机会》2014.10.16

《调味品收入略低预期, 期待新领导班子》  
2014.08.12

《聚焦主业有助调味品业务快速增长》  
2014.03.26

《收入低于预期, 预计净利率将继续回升》

模型更新时间: 2015.01.22

**股票研究**

必需消费  
食品饮料

**恒顺醋业 (600305)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 22.21**

上次预测: 19.32

**当前价格: 18.29**

公司网址

www.zhengshun.com

公司简介

公司是中国规模最大、经济效益最好的酱醋生产企业、国家农业产业化重点龙头企业。

公司是镇江香醋的发源地, 前身是成立于 1840 年清朝时期的一家制醋企业, 拥有古老的历史, 公司拥有的“恒顺香醋酿造技艺”更被列入第一批国家级非物质文化遗产名录。

52 周价格范围

14.08-21.45

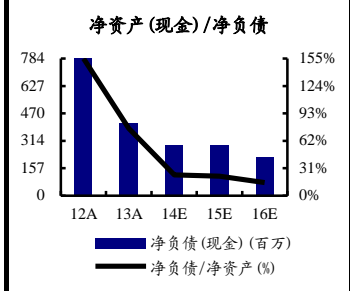
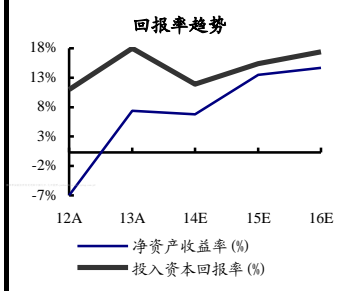
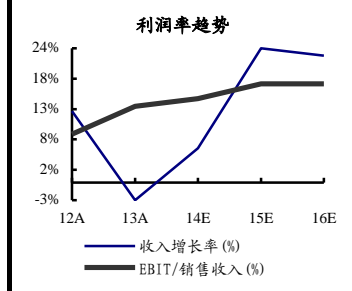
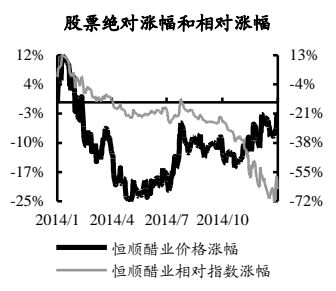
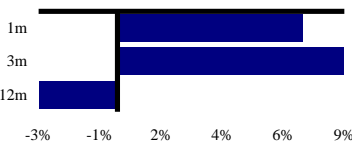
市值 (百万)

5,512

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	1,147	1,111	1,178	1,459	1,787
营业成本	762	683	723	863	1,056
税金及附加	28	18	16	19	24
销售费用	137	151	163	197	241
管理费用	121	110	102	124	152
EBIT	99	150	175	256	314
公允价值变动收益	12	1	0	0	0
投资收益	5	2	-17	10	0
财务费用	138	94	48	11	3
营业利润	-66	67	110	255	311
所得税	-10	19	31	68	83
少数股东损益	-21	3	5	11	14
净利润	-37	39	80	175	214
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	598	659	132	-274	-201
其他流动资产	2	0	0	0	0
长期投资	562	443	443	443	443
固定资产合计	639	640	946	1,260	1,177
无形及其他资产	166	166	166	165	165
资产合计	2,730	2,458	2,502	2,401	2,762
流动负债	2,126	1,821	1,232	1,003	1,194
非流动负债	56	42	1	3	6
股东权益	507	548	1,217	1,332	1,486
投入资本(IC)	783	581	1,110	1,244	1,341
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	84	103	128	188	230
折旧与摊销	51	51	49	66	83
流动资金增量	290	203	-243	180	-181
资本支出	-130	-44	-349	-380	0
自由现金流	295	313	-415	53	132
经营现金流	178	416	-67	439	132
投资现金流	-8	82	-366	-370	0
融资现金流	-297	-369	-95	-475	-59
现金流净增加额	-127	129	-528	-406	73
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	12.7%	-3.1%	6.1%	23.8%	22.5%
EBIT 增长率	54.7%	52.3%	16.6%	46.1%	22.5%
净利润增长率	-467.6%	205.6%	103.4%	120.4%	22.0%
利润率					
毛利率	33.5%	38.5%	38.7%	40.9%	40.9%
EBIT 率	8.6%	13.5%	14.9%	17.5%	17.5%
净利润率	-3.2%	3.5%	6.8%	12.0%	12.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	-7.3%	7.1%	6.5%	13.2%	14.4%
总资产收益率(ROA)	-1.4%	1.6%	3.2%	7.3%	7.7%
投入资本回报率(ROIC)	10.7%	17.7%	11.6%	15.1%	17.1%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	313	216	216	216	216
应收账款周转天数	23	25	25	25	25
总资产周转天数	957	852	768	613	527
净利润现金含量	-4.80	10.63	-0.84	2.51	0.62
资本支出/收入	11%	4%	30%	26%	0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	79.9%	75.8%	49.3%	41.9%	43.5%
净负债率	154.6%	75.9%	23.4%	21.9%	14.9%
<b>估值比率</b>					
PE	-149.2	141.4	69.5	31.5	25.8
PB	4.6	8.5	4.5	4.2	3.7
EV/EBITDA	20.9	25.2	25.9	18.1	14.5
P/S	2.0	4.2	4.7	3.8	3.1
股息率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

绝对价格回报 (%)



**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许范围内使用, 并注明出处为“国泰君安证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

**1. 投资建议的比较标准**

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

**2. 投资建议的评级标准**

报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

**国泰君安证券研究**

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		