



食品饮料/必需消费

恒顺醋业 (600305)

再耐心一点儿，静候机会

胡春霞 (分析师) 吕明 (分析师)
021-38676186 021-38675864
huchunxia@gjjas.com lvming@gjjas.com
证书编号 S0880511010015 S0880514080005

本报告导读:

管理层趋于稳定，公司改善进度略低市场预期，预计三季度超市场预期可能性不大，营销销售体系改善措施或在四季度落地，15年上半年体现改善效果。

投资要点:

- **维持增持评级。**维持 2014-16 年 EPS0.27 元、0.39 元和 0.50 元。剔除房地产业务并考虑调味品行业合理的财务费用率，预测 2014-16 年公司调味品收入分别为 11.12 亿、13.35 亿、15.75 亿，2014-16 年调味品 EPS 分别为 0.41 元、0.49 元、0.58 元，调味品业绩对应目前股价 PE 分别 41 倍、34 倍和 29 倍。维持增持，目标价 19.32 元，对应 2015 年 PE40 倍。
- **集团新领导班子上任后处政策空窗期，预计三季度超市场预期可能性不大。**6 月集团新领导班子上任，10 月 14 日董事会选出股份公司新一届董事会候选人，管理层趋于稳定，预计四季度更多品牌渠道建设、销售体系改善政策将逐步落地，2015 年上半年或体现改善效果。
- **营销、销售体系改善值得期待。**公司调整营销体系架构，成立专门部门负责品牌渠道建设，预计相关营销措施即将面世；公司逐步加大了对销售人员的费用支持，简化费用审批流程，有利于提高销售人员积极性，困扰公司发展的营销、销售短板有望逐步改善。
- **华东区域渠道下沉+华东以外区域扩张同步进行，重点仍在华东。**华东的苏浙沪皖仍有巨大潜力可挖，2013 年上海地区销售收入仅 6000 万左右，而预计在镇江、南京都可达到 1 亿，苏州达 6000 万。华东市场以渠道下沉为主，华东以外市场仍需培育、开拓。
- **外延式扩张+混合所有制仍需等待。**我们认为公司具有外延式扩张和国企改革的可能性，但进度不会太快，需要耐心等待。
- **风险提示：**食品安全问题、定增募投项目进展低于预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,147	1,111	1,223	1,511	1,776
(+/-)%	13%	-3%	10%	23%	18%
经营利润 (EBIT)	99	150	164	208	235
(+/-)%	55%	52%	9%	27%	13%
净利润	-37	39	83	118	150
(+/-)%	-468%	206%	112%	42%	27%
每股净收益 (元)	-0.12	0.13	0.27	0.39	0.50
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%	13.4%	13.8%	13.3%
净资产收益率 (%)	-7.3%	7.1%	6.8%	9.2%	10.9%
投入资本回报率 (%)	10.7%	17.7%	10.0%	11.5%	12.3%
EV/EBITDA	19.2	22.8	24.6	19.3	16.5
市盈率	-133.4	126.4	59.7	42.0	33.0
股息率 (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **19.32**

上次预测: 19.32

当前价格: 16.73

2014.10.16

交易数据

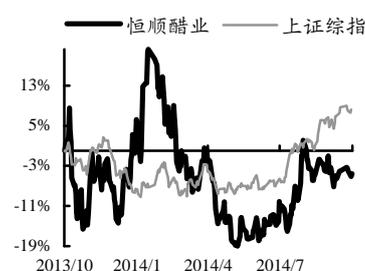
52 周内股价区间 (元)	14.08-38.90
总市值 (百万元)	5,042
总股本/流通 A 股 (百万股)	301/254
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量 (百万股)	3.64
日均成交值 (百万元)	60.91

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,224
每股净资产	4.06
市净率	4.1
净负债率	1.52%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.02	0.05
Q2	0.04	0.08
Q3	0.03	0.06
Q4	0.04	0.08
全年	0.13	0.27

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	6%	-5%
相对指数	-5%	-8%	-13%

相关报告

《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》
2014.02.11

《营销改革、区域扩张渐行渐近》2013.11.06

《回归主业 盈利提升》2013.08.21

模型更新时间: 2014.10.16

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: 19.32

上次预测: 19.32

当前价格: 16.73

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。

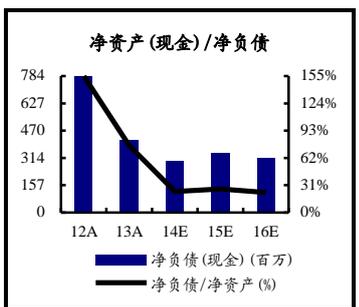
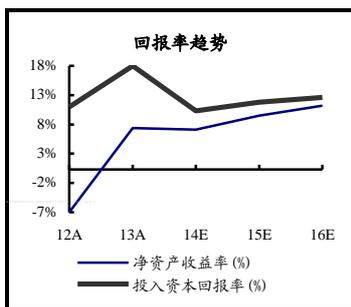
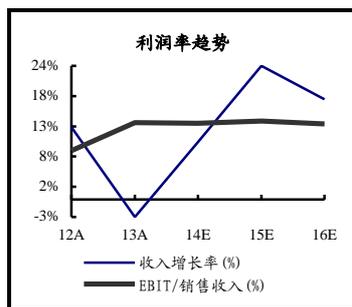
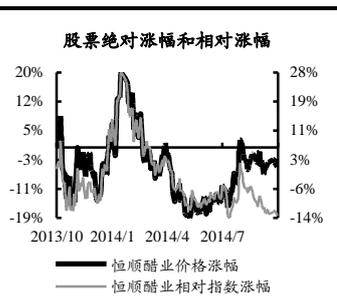
公司是镇江香醋的发源地, 前身是成立于1840年清朝时期的一家制醋企业, 拥有古老的历史, 公司拥有的“恒顺香醋酿造技艺”更被列入第一批国家级非物质文化遗产名录。

52周价格范围

14.08-38.90

市值(百万)

5,042



财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	1,147	1,111	1,223	1,511	1,776
营业成本	762	683	735	909	1,069
税金及附加	28	18	19	24	28
销售费用	137	151	177	219	258
管理费用	121	110	128	151	186
EBIT	99	150	164	208	235
公允价值变动收益	12	1	0	0	0
投资收益	5	2	18	8	9
财务费用	138	94	59	32	11
营业利润	-66	67	124	184	234
所得税	-10	19	41	58	73
少数股东损益	-21	3	6	8	10
净利润	-37	39	83	118	150
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	598	659	493	-53	-321
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	2,894	2,668	2,610
流动负债	2,126	1,821	1,620	1,327	1,167
非流动负债	56	42	1	3	6
股东权益	507	548	1,221	1,278	1,367
投入资本(IC)	783	581	1,122	1,236	1,307
现金流量表					
NOPLAT	84	103	112	142	161
折旧与摊销	51	51	49	66	83
流动资金增量	290	203	-255	199	-154
资本支出	-130	-44	-349	-380	0
自由现金流	295	313	-443	28	91
经营现金流	178	416	-96	424	91
投资现金流	-8	82	-331	-372	9
融资现金流	-297	-369	261	-599	-368
现金流净增加额	-127	129	-166	-547	-268
财务指标					
成长性					
收入增长率	12.7%	-3.1%	10.1%	23.5%	17.6%
EBIT 增长率	54.7%	52.3%	8.9%	27.0%	13.3%
净利润增长率	-467.6%	205.6%	111.8%	42.1%	27.1%
利润率					
毛利率	33.5%	38.5%	40.0%	39.8%	39.8%
EBIT 率	8.6%	13.5%	13.4%	13.8%	13.3%
净利润率	-3.2%	3.5%	6.8%	7.8%	8.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	-7.3%	7.1%	6.8%	9.2%	10.9%
总资产收益率(ROA)	-1.4%	1.6%	2.9%	4.4%	5.7%
投入资本回报率(ROIC)	10.7%	17.7%	10.0%	11.5%	12.3%
运营能力					
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	798	672	542
净利润现金含量	-4.80	10.63	-1.16	3.60	0.60
资本支出/收入	11%	4%	29%	25%	0%
偿债能力					
资产负债率	79.9%	75.8%	56.0%	49.8%	44.9%
净负债率	154.6%	75.9%	24.0%	26.7%	22.8%
估值比率					
PE	-133.4	126.4	59.7	42.0	33.0
PB	4.1	7.6	4.0	3.9	3.6
EV/EBITDA	19.2	22.8	24.6	19.3	16.5
P/S	1.8	3.8	4.0	3.3	2.8
股息率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

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

	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。	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
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。	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:	gtjaresearch@gtjas.com		