

食品饮料

2014年08月12日

恒顺醋业 (600305)

——中报符合预期，积极关注公司层面的变化

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

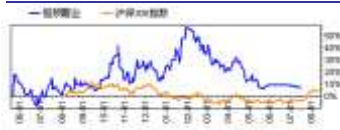
维持

市场数据： 2014年08月11日	
收盘价(元)	16.4
一年内最高/最低(元)	38.9/14.08
上证指数/深证成指	2225/8010
市净率	7.4
息率(分红/股价)	0.25
流通A股市值(百万元)	4171

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日	
每股净资产(元)	4.06
资产负债率%	45.64
总股本/流通A股(百万)	301/254
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《恒顺醋业一季报点评：多因素带动一季报高增长，14年关注调味品营销改善，维持“增持”评级》

2014/04/27

《恒顺醋业(600305)调研报告：营销改革逐步推进中，渠道和品类拓展值得关注》 2014/04/04

证券分析师

曾郁文 A0230513060003
zengyw@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	1,111	-3	39	-	0.13	38.5	7.1	126	22
2014H	589	6.7	37	105	0.12	37.4	2.5		
2014E	1,316	18	80	104	0.27	39	13	62	21
2015E	1,581	20	119	49	0.39	39	16	42	16
2016E	1,921	21	160	34	0.53	40	18	31	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **中报业绩增长 104.86%**：公司公告，14年上半年公司实现收入 5.89 亿元，同比增长 6.70%；上半年归属于母公司所有者的净利润为 3715 万元，同比增长 104.86%；扣非后同比增长 122.68%，实现 EPS0.12 元，基本符合我们的预期。
- **投资评级与估值**：我们维持盈利预测，预计 14-16 年 EPS 分别为 0.27 元、0.39 元和 0.53 元，分别增长 103.8%、49.4%和 33.9%。食醋行业集中度低、消费升级显著。公司作为四大名醋之首，品牌力较强，地产业务逐步剥离，营销改革逐步推进，基本面的改善值得关注，目前市值较小仅 42 亿元，维持“增持”评级。
- **上半年收入增长符合预期，费用节约带动净利高增长**：1) **收入增长 6.7%**，其中调味品增长约 18%：4 年上半年实现收入 5.89 亿元，同比增长 6.70%；其中酱醋调味品合并报表实现销售 5.34 亿元，同比增长 17.78%，根据母公司报表，我们预计 Q2 调味品收入增长在 17%左右；2) **结构升级，毛利率提升**：在产品结构调整的背景下，毛利率由去年的 39.11%提升至今年上半年的 39.81%；3) **费用率的节约**：期间费用率由去年上半年的 32.24%下降到 27.99%，主要来自债务偿还带来的财务费用节约（财务费用率由去年的 8.73%下降到今年的 5.26%）。
- **建议积极关注 14 年以来公司层面的新变化**。1) **新领导班子上任**：14 年 6 月公司公告，原公司董事长尹名年离任，原总经理张玉宏担任董事长，聂旭东担任总经理。建议积极关注下半年新领导班子为公司带来的变化。2) **营销改革的变化**：今年起公司针对中高层及核心业务骨干设立奖励基金，销售及管理人员积极性有所提高；在渠道管控方面进行流程的精简和价格体系的梳理。增发完成，预计在营销和品牌推广上会有所投入。3) **推进产品结构的调整**：一方面，公司上半年对主要产品进行了提价；另一方面，公司重视高端品的考核，消费升级下，更健康、口味更纯正的年份醋等高端产品增速较快。4) **预计净利润高增长将持续**：结构升级将带动全年毛利率同比的提升；公司的增发项目募集资金到账后带来债务成本的节约。
- **公司所在食醋行业是消费升级最快、集中度最低的调味品子行业，公司作为四大名醋之首，占有率仅 6%，未来增长空间较大**：1) **渠道拓展空间大**：①公司渠道主要集中在华东（江苏约占 40%-50%），渠道下沉到乡县和精耕细作空间仍较大；外围地区（如湖南、湖北、陕西等地）还尚未做到全覆盖；②餐饮渠道较为空白，未来拓展空间较大；③本次增发拟使用 1.6 亿元用于品牌建设

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

项目，将助力渠道拓展。2) **产品结构提升**：目前公司高端醋产品收入占比约 14%，增长较快，随着本次增发拟建设的 10 万吨高端醋产品灌装生产线建设项目逐步投产，高端品占比的提升将带动毛利率提升。3) **白醋、料酒等品类拓展**：目前将带动毛利率提升。3) **白醋、料酒等品类拓展**：目前公司白醋国内第一，料酒排名前四，随着营销的不断改善和 10 万吨白醋、10 万吨料酒的产能释放，白醋、料酒等品类做大值得期待。此外，健康醋、保健醋方向值得关注。4) **未来净利率有望回升至 10% 以上**：13 年公司净利率仅 3.8%，14 年 Q1 为 4.6%，与海天（19%）、中炬（11%）、加加（10%）等其他调味品上市公司相比较低，随着地产业务的逐步清盘，财务费用的减少，净利率有望提升至 10%-15% 的水平。5) **国企改革值得关注**：大股东江苏恒顺集团有限公司的最终控制人为镇江市国资委，未来有望受益国企改革浪潮。

● **股价表现催化剂**：房地产业务加速剥离；调味品收入增长超预期。

● **核心假设风险**：市场开拓风险。

表 1：盈利预测表

项目	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、主营业务收入	1,149	1,018	1,147	1,111	1,316	1,581	1,921
收入增长率		-11%	13%	-3%	18%	20%	21%
减：主营业务成本	792	686	762	683	798	957	1,154
毛利率	31%	33%	34%	39%	39%	39%	40%
主营税金及附加	38	26	28	18	21	25	30
二、主营业务利润	319	306	357	411	497	599	736
减：营业费用	100	117	137	151	178	221	269
管理费用	110	120	121	110	132	158	192
财务费用	64	127	138	94	70	40	30
资产减值损失	2	-4	44	-8	-5	-5	-3
加：公允价值变动损益	-	15	12	1	-	-	-
投资收益	14	48	5	2	2	2	2
三、营业利润	57	10	-66	67	125	187	251
加：营业外收入	5	30	7	6	-	-	-
减：营业外支出	7	6	9	12	-	-	-
四、利润总额	55	35	-68	61	125	187	251
减：所得税	19	9	-10	19	40	60	81
五、净利润	36	26	-58	42	85	127	170
少数股东损益	4	3	-21	3	5	8	11
归属母公司所有者净利润	32	23	-37	39	80	119	160
净利润增长率		-29%	-264%	-206%	103.8%	49.4%	33.9%
六、每股收益	0.11	0.08	-0.12	0.13	0.27	0.39	0.53

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。