

研究所

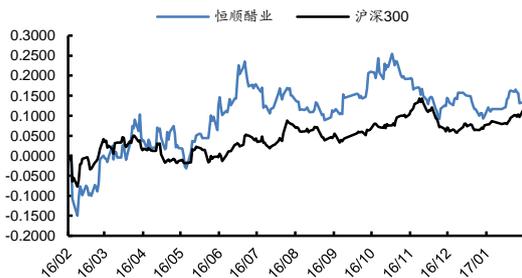
证券分析师：
021-68591576
联系人：

余春生 S0350513090001
yuys@ghzq.com.cn
管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

恒顺是镇江香醋代表企业，提价有望提高全年增速

——恒顺醋业（600305）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
恒顺醋业	3.2	-4.9	15.0
沪深300	3.5	0.9	13.8

市场数据

市场数据	2017/02/21
当前价格（元）	11.44
52周价格区间（元）	8.24 - 12.83
总市值（百万）	6895.32
流通市值（百万）	6895.32
总股本（万股）	60273.80
流通股（万股）	60273.80
日均成交额（百万）	65.77
近一月换手（%）	8.69

相关报告

- 《恒顺醋业（600305）2016年中报点评：醋类产品稳健增长，提价有望增强毛利率》——2016-08-23
- 《恒顺醋业（600305）2015年三季报点评*三季度业绩稳步增长，看好公司未来潜力（增持）*食品饮料行业*余春生》——2015-10-27
- 《恒顺醋业（600305）调研简报：改革进行时，效果渐明朗（增持）*食品饮料*余春生》——2014-03-01

投资要点：

- **恒顺是镇江香醋龙头企业，拥有较高的行业护城河** 目前我国食醋产值约 100 亿元，在调味品品类中仅次于酱油和味精。不同于酱油等其他调味品，我国食醋具有较强的地域特性，主要可分为山西陈醋、镇江香醋、福建永春老醋和阆中保宁醋，消费者在消费过程中倾向于将代表品牌与地方名醋联系在一起。恒顺醋业是镇江香醋的代表企业，目前可以生产镇江香醋的企业只有 10 家左右，公司在这些企业中占据绝对的竞争优势，形成了较高的竞争壁垒。
- 虽然最近海天公告收购了一家镇江醋企，但是我们认为对恒顺而言并不会构成太大威胁。一来，海天收购的标的规模太小，海天仅出资 2000 万元；二来，恒顺在消费者心中，就是镇江香醋的代表，这种品牌印象短期内难以被替代。
- **产品提价有望带动 2017 年业绩增长加快** 2016 年 6 月 21 日，公司发布公告，宣布在未来 3 个月内上调经典醋系列（共 19 个单品）价格，调价平均幅度在 9% 左右，该部分产品 2015 年销售额约为 5 亿元。由于公司产品的差异性较强，因此适当的提价对于公司业绩具有直接拉动作用。从三季度情况来看，公司营收已经有所体现。我们认为，提价对业绩的推动作用的全部释放将在 2017 年，从而有望带动 2017 年业绩较快增长。
- **费用控制一直是公司弱处，关注其未来变化情况** 由于公司体制的原因，公司费用控制一直是市场诟病之处。公司的毛利率水平和海天差不多，但是净利率水平仅为海天的一半不到。如果公司能够在费用控制上有所加强，则盈利能力有望得以进一步改善。
- **盈利预测和投资评级：维持“增持”评级** 预测 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.28/0.35/0.39 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 41.31/33.03/29.44 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：提价对销量影响不达预期，费用控制不达预期，市场拓展**

不达预期。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1305	1456	1645	1809
增长率(%)	8%	12%	13%	10%
净利润(百万元)	239.6	167	209	234
增长率(%)	220%	-30%	25%	12%
摊薄每股收益(元)	0.80	0.28	0.35	0.39
ROE(%)	15.39%	9.87%	11.22%	11.42%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 2: 恒顺醋业盈利预测表

证券代码:	600305.SH				股价:	11.44	投资评级:	增持	日期:	2017/02/21
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值		2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标					
ROE	15.39%	9.87%	11.22%	11.42%	EPS		0.80	0.28	0.35	0.39
毛利率	40%	42%	44%	44%	BVPS		4.89	2.67	2.95	3.27
期间费率	28%	29%	29%	28%	估值					
销售净利率	18%	11%	13%	13%	P/E		14.39	41.31	33.03	29.44
成长能力					P/B		2.34	4.28	3.87	3.50
收入增长率	8%	12%	13%	10%	P/S		2.64	4.74	4.19	3.81
利润增长率	220%	-30%	25%	12%	利润表 (百万元)					
营运能力					营业收入		1305	1456	1645	1809
总资产周转率	0.58	0.60	0.63	0.64	营业成本		787	844	921	1022
应收账款周转率	11.05	11.05	11.05	11.05	营业税金及附加		15	17	20	22
存货周转率	2.42	2.42	2.42	2.42	销售费用		193	236	271	286
偿债能力					管理费用		141	156	184	203
资产负债率	31%	30%	29%	27%	财务费用		12	8	7	5
流动比	1.16	1.19	1.39	1.61	其他费用 / (-收入)		121	0	0	0
速动比	0.64	0.64	0.81	0.99	营业利润		278	194	242	272
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支		4	2	4	4
现金及现金等价物	250	246	354	485	利润总额		282	196	246	275
应收款项	118	132	149	164	所得税费用		44	31	39	43
存货净额	325	356	389	431	净利润		238	166	207	232
其他流动资产	29	33	37	41	少数股东损益		(2)	(1)	(2)	(2)
流动资产合计	722	766	928	1120	归属于母公司净利润		240	167	209	234
固定资产	686	717	776	818	现金流量表 (百万元)					
在建工程	157	237	227	227	经营活动现金流		282	184	220	237
无形资产及其他	189	189	170	151	净利润		238	166	207	232
长期股权投资	49	49	49	49	少数股东权益		(2)	(1)	(2)	(2)
资产总计	2262	2417	2608	2824	折旧摊销		56	87	91	95
短期借款	176	176	176	176	公允价值变动		0	0	0	0
应付款项	163	179	195	217	营运资金变动		(10)	(68)	(76)	(88)
预收帐款	40	45	50	55	投资活动现金流		(47)	(111)	(48)	(42)
其他流动负债	247	247	247	247	资本支出		(180)	(111)	(48)	(42)
流动负债合计	625	645	668	694	长期投资		(1)	0	0	0
长期借款及应付债券	27	27	27	27	其他		135	0	0	0
其他长期负债	53	53	53	53	筹资活动现金流		(240)	(30)	(38)	(43)
长期负债合计	80	80	80	80	债务融资		(291)	0	0	0
负债合计	705	725	747	774	权益融资		26	0	0	0
股本	301	603	603	603	其它		26	(30)	(38)	(43)
股东权益	1557	1692	1861	2050	现金净增加额		(4)	42	133	152
负债和股东权益总计	2262	2417	2608	2824						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。