

恒顺醋业（600305）：主业良好，房地产拖累业绩亏损 中性（维持）

食品饮料行业

当前股价：9.27 元

报告日期：2009 年 4 月 13 日

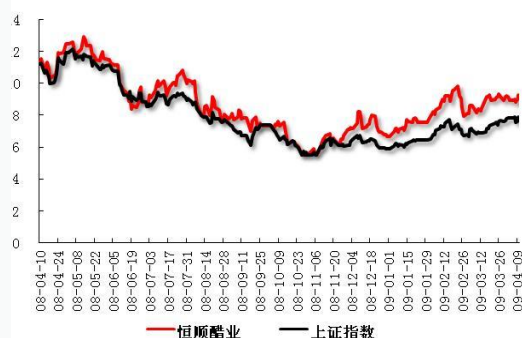
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	828	698	912	996
(+/-)	17.75%	-15.70%	30.57%	9.25%
营业利润	37	-68	9	25
(+/-)	-44.64%	-286.83%	112.63%	195.61%
归属于母公司 的净利润	31	-49	9	19
(+/-)	-34.01%	-259.66%	117.82%	115.31%
每股收益(元)	0.24	-0.39	0.07	0.15
市盈率(倍)	39		134	62

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	12715/6230
流通市值（亿元）	5.78
每股净资产（元）	3.83
资产负债率（%）	70.73

股价表现（最近一年）



天相消费品组

联系人—施剑刚

021-58824282-811 shijg@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2008 年实现营业收入 6.98 亿元，同比下降 15.70%；营业利润 1654.45 万元，同比下降 71.87%；归属于上市公司股东的净利润亏损 4922.69 万元；基本每股收益-0.39 元。公司不进行利润分配。
- 调味品主业发展良好。报告期内公司食醋的产量为 14 万吨，同比增加 12%。08 年酱醋调味品实现营业收入 4.97 亿元，同比增长 29.76%，毛利率 31.5%（远高于 16.33%的行业平均水平，同比下降 4.75 个百分点），同比减少 6.75 个百分点。因 08 年粮食价格普涨，对调味品制造业造成较大成本压力，毛利率出现行业性下滑。
- 房地产拖累业绩亏损。1) 08 年房地产项目实现营业收入 1.41 亿元，同比下降 48.82%，毛利率 11.76%，同比下降 9.62 个百分点；2) 房地产销量下降，对已完工待销售商品房提取约 3300 万元的存货减值准备；3) 待销售商品房造成报告期多摊销了 1700 多万元的利息费用。
- 投资收益稳步增加。08 年营业外收入下降 65.28%，主要是政府补助减少 447.07 万元，补偿金减少 820.80 万元。公司投资收益主要是镇江百盛商城有限公司贡献净利润 1703.25 万元，同比增加 27.88%。
- 盈利预测与评级。公司战略是加大主业投入，收缩辅业投资。公司调味品龙头地位和恒顺工业园的建设，为食醋业务的稳步发展提供产能和销售保障。房地产市场的波动性和公司的存量土地开发，可能会延长公司退出房地产业务的时间。我们预计 2009、2010、2011 年 EPS 分别为 0.07 元、0.15 元和 0.17 元，以 4 月 10 日收盘价 9.27 元计算，对应动态市盈率分别为 134X、62X 和 56X，维持公司“中性”评级。
- 风险提示。1) 粮食价格上涨带来调味品主业毛利率下滑的风险；2) 房地产市场低迷带来商品房销售的风险；3) 食品安全风险；4) 大盘下行风险。

图表 1 恒顺醋业盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	82,850	69,842	91,195	99,634	117,543
增长率	17.75%	-15.70%	30.57%	9.25%	17.97%
减：营业成本	59,368	50,762	65,661	71,438	84,043
综合毛利率	28.34%	27.32%	28.00%	28.30%	28.50%
营业税金及附加	2,262	1,622	2,097	2,192	2,586
销售费用	6,916	7,261	9,302	9,963	11,754
管理费用	7,092	7,070	7,478	8,270	9,991
财务费用	4,083	7,041	7,296	6,974	8,228
期间费用率	21.84%	30.60%	26.40%	25.30%	25.50%
资产减值损失	906	4,552	500	500	500
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1,430	1,731	2,000	2,250	2,500
营业利润	3,653	-6,824	862	2,547	2,940
增长率	-44.64%	-286.83%	-112.63%	195.61%	15.44%
加：营业外收入	2,332	809	1,000	1,000	1,000
减：营业外支出	326	599	400	400	400
利润总额	5,658	-6,613	1,462	3,147	3,540
减：所得税费用	1,459	839	365	787	885
净利润	4,199	-7,452	1,096	2,360	2,655
归属母公司所有者的净利润	3,083	-4,923	877	1,888	2,124
增长率	-34.01%	-259.66%	-117.82%	115.31%	12.50%
少数股东损益	1,116	-2,529	219	472	531
每股收益	0.24	-0.39	0.07	0.15	0.17

资料来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100