

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8562

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：朱毅

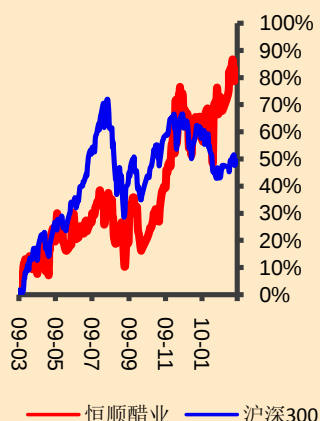
Tel: 021-68634510-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

市场数据	2010-3-8
收盘价(元)	14.70
一年内最高价(元)	15.34
一年内最低价(元)	8.11
市净率	4.2
流通A股市值(亿元)	18.7

基础数据	2009-12-31
每股净资产(元)	3.48
资产负债率(%)	79.17
总股本(百万)	127.15
流通A股(百万)	127.15

最近一年股价与大盘的涨幅


投资要点

- 2009年全年业绩略超市场预期** 公司发布09年年报，数据显示公司09年全年扭亏为盈。营业收入（合并报表数据）同比大幅增长高达68.09%；受益于收入的大幅增长，公司全年实现净利润3097万元，对应的基本每股收益0.242元/股，超出市场预期的基本每股收益0.22元/股，实现扭亏为盈。公司拟以2009年末总股本12,715万股为基数，每10股派发现金股利0.73元（含税）。
- 收入的大幅增长和业绩的扭亏为盈主要受益于地产业务的强劲表现** 在营业收入大幅增长68.09%的大好形势下，公司调味品业务与房地产业务的表现在09年和08年一样，均出现了天壤之别的增速差距，09年房地产业务强劲崛起，单项实现了281.84%的增速，远远高于同期的调味品业务1.04%的增速。然而实现了高速增长房地产业务，其毛利率却比调味品业务要低。使得房地产业务毛利润出现近6倍的超高速增长时，调味品和房地产对总毛利润的贡献没有出现主次颠倒，调味品毛利润占比依然超过56.57%，毛利润贡献依然过半。
- 未来看点 首先是期待调味品业务的新突破** 从食醋行业发展趋势看，今后，由零散经营向行业垄断竞争逐步过渡的步伐将会进一步加快。随着公司的退城进区，恒顺工业园20万吨香醋扩建项目一期工程的全面竣工，新厂区投入规模化生产运营。新的环境和产能的扩大为公司今后的发展提供了一个更大的平台。如果公司在营销渠道和品牌建设上有大的突破的话，公司2010年调味品业务增长30%的目标是完全可能是实现的。**其次，谨慎看待地产业务的增长** 随着2010年1月10日房地产行业国11条措施的出台，房地产行业进入了新一轮调控期。此外，银监会出台了措施防止银行信贷资金的违规挪用以进入房市等资产市场。我们认为，在国家队房地产市场结构性调整的强烈信号下，占公司收入近一半的房地产业务未来带给公司的经营风险不能忽略。
- 盈利预测及估值** 基于公司在调味料市场的优势，和战略上出现的调整给公司带来的业绩表现，以及公司半壁江山房地产业务在地产市场调控强烈期的业绩表现可能不会太理想，我们预计公司10-11年的EPS分别为0.50、0.62和0.83元。鉴于公司昨日收盘价14.70元已经基本反映了公司未来的业绩增长，因此，我们给予“中性”评级。

重要财务指标	单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1174	1526	1984	2579
收入同比(%)	68%	30%	30%	30%
归属母公司净利润	31	64	78	106
净利润同比(%)	-37%	106%	23%	35%
每股收益(元)	0.24	0.50	0.62	0.83
P/E	60.34	29.35	23.85	17.70

一、2009年全年业绩略超市场预期

公司发布09年年报, 数据显示公司09年全年扭亏为盈。营业收入(合并报表数据)同比出现了大幅增长, 增速高达68.09%; 受益于收入的大幅增长, 公司全年实现净利润3097万元, 对应的基本每股收益0.242元/股, 超出市场预期的基本每股收益0.22元/股, 实现扭亏为盈。

公司拟以2009年末总股本12,715万股为基数, 每10股派发现金股利0.73元(含税), 共计分配现金股利9,281,950元, 剩余未分配利润转入下次分配。

表 1 公司近三年的主要会计数据和财务指标

主要会计数据	2007年	2008年	2009年	2009年同比增减(%)
营业收入	828,496,708.31	698,418,510.66	1,173,973,381.46	68.09
利润总额	56,578,826.04	-66,133,793.76	46,687,153.27	不适用
归属于上市公司股东的净利润	30,831,902.64	-49,226,885.45	30,974,462.12	不适用
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	16,635,385.08	-51,956,326.39	27,665,971.29	不适用
经营活动产生的现金流量净额	85,979,918.55	-17,283,971.89	369,754,323.45	不适用
基本每股收益(元/股)	0.242	-0.39	0.24	不适用
稀释每股收益(元/股)	0.242	-0.39	0.24	不适用
	2007年末	2008年末	2009年末	2009年末同比增减(%)
总资产	2,134,943,739.77	2,459,369,033.72	2,992,846,631.20	21.69
所有者权益(或股东权益)	473,038,812.97	414,529,977.52	442,108,265.77	6.65

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

二、收入的大幅增长和业绩的扭亏为盈主要受益于地产业务的强劲表现

在营业收入大幅增长68.09%的大好形势下, 其内部收入的结构却因各业务收入增速的巨大差别而出现了大幅变化。公司调味品业务与房地产业务的表现09年和08年一样, 均出现了天壤之别的增速差距, 只是08年出现的是地产业务的负增长和调味品业务的正增长, 而在09年则是地产业务强劲崛起, 单项实现了281.84%的增速, 远远高于同期的调味品业务1.04%的增速。

公司年报称, 房地产业务的高速增长, 主要是09年公司抢抓中国经济复苏、房地产市场回暖、特别是镇江市城市建设实施大拆迁、大改造的良机, 公司加快了楼盘开发和市场销售。我们认为公司房地产业务与中国的宏观经济政策(尤其是货币政策)大背景是紧密相关的, 在09年银行大规模信贷投放形成的流动性泛滥刺激下, 公司房地产业务和全国房地产业务一样实现了不同于08年的强劲表现。

我们提请投资者注意的是地产业务方面, 公司09年合并报表中增加了镇江晨曦房

产投资有限公司。公司子公司－镇江恒顺房地产开发有限公司本期同时受让了镇江市丹徒区宏兴商贸经营部持有镇江晨曦房产投资有限公司5.00%股权和镇江华毅物资有限公司40.00%股权，至此公司子公司－镇江恒顺房地产开发有限公司合计持有镇江晨曦房产投资有限公司80.00%股权，故本年将其会计报表纳入了公司合并报表范围。

由于缺少晨曦房产的营收数据，我们暂无法估计地产业务因晨曦房产的加入而带来的影响。但因晨曦房产的注册资本只有200万，公司在其中的实际投资额为213万，相对于公司的控股子公司顺房地产和中房新鸿房地产的规模来讲，几乎可以忽略不计，即这种合并范围的变化对地产业务增速的影响不是很大。

受房地产业务的爆炸式增长和调味品业务的低迷表现，公司的收入结构也发生了较大的变化，调味品收入占比从08年的71.23%下降到了09年的42.82%，是近几年来份额最低的。而与此形成鲜明对比的是公司的房地产业务份额从08年的20.15%一下子跃升到45.77%，值得关注的是，居然超过了调味品业务的占比。

表 2 分业务的营业收入情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	09 年同比增加
营业收入	670,926,969.84	828,496,708.31	698,418,510.66	1,173,973,381.46	68.09%
酱醋调味品	346,519,279.70	383,362,231.49	497,464,603.76	502,645,326.57	1.04%
房地产	204,899,343.87	274,995,110.43	140,729,168.96	537,353,915.99	281.84%
酱醋收入占比	51.65%	46.27%	71.23%	42.82%	
房地产收入占比	30.54%	33.19%	20.15%	45.77%	

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

然而实现了高速增长房地产业务，其毛利率却比调味品业务要低。虽然受益于房价的上涨，但09年上涨了的房地产业务毛利率21.38%还是要低于其调味品业务毛利率35.6%。

表 3 分业务的毛利率情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
酱醋调味品毛利率	32.08%	38.25%	31.50%	35.63%
房地产业务毛利率	17.68%	21.38%	11.76%	21.38%
综合毛利率	26.40%	28.34%	27.32%	26.97%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

正是由于毛利率方面的差异，使得房地产业务毛利润出现近6倍的超高速增长时，调味品和房地产对总毛利润的贡献没有出现主次颠倒，调味品毛利润占比依然超过56.57%，毛利润贡献依然过半。但必须要注意的是调味品利润占比下降的幅度较大，目前的利润占比也是近四年来最低的。

表 4 分业务的毛利润情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	09 年同比增加
总毛利润	177,125,900.46	234,816,497.63	190,798,107.15	316,574,175.87	65.92%
酱醋调味品	112,176,887.03	146,629,673.94	156,677,532.75	179,099,820.78	14.31%
房地产	36,223,886.03	58,806,602.88	16,544,522.03	114,873,582.16	594.33%
酱醋调味品毛利润占比	63.33%	62.44%	82.12%	56.57%	
房地产毛利润占比	20.45%	25.04%	8.67%	36.29%	

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

三、未来看点

1) 期待调味品业务的新突破

据中国调味品协会统计，目前我国食醋年产量约在250万吨左右，生产企业近6000家，其中品牌企业产量约占30%，其他作坊式小企业占70%左右，行业集中度处于零散经营的状态，且在调味品行业中所占份额较小。从食醋行业发展趋势看，今后，由零散经营向行业垄断竞争逐步过渡的步伐将会进一步加快。

公司的镇江香醋作为历史悠久的名优产品，曾获得了包括国内食醋行业唯一国家金质奖等多项品牌荣誉，是公司与其他企业竞争的有力法宝，也是消费者选择公司产品的首要因素。公司先后获得“中华老字号”、“中国优质供应商”等一系列荣誉称号，恒顺传统酿醋技艺还入选国家首批非物质文化遗产保护。

随着公司的退城进区，恒顺工业园20万吨香醋扩建项目一期工程的全面竣工，配套设施建设逐步到位，生产整合如期完成，新厂区投入规模化生产运营。新的环境和产能的扩大为公司今后的发展提供了一个更大的平台。

公司提出2010年在调味品业务方面的目标是：一是要确保主营调味品业务产量增长超过20%，食醋产量力争达到18万吨；二是要确保主营调味品业务销售收入增长超过30%。为此公司还提出了六条具体措施，我们认为其中的两条较为直接和关键：

其一是进一步加大市场开发的力度，全面提升营销工作水平。为此，我们将在理清恒顺营销工作思路的基础上，改进好营销方法，完善事业部运作；优化市场布局，调整产品结构；注重营销人才引进，强化培训教育；完善营销队伍绩效考核，发挥团队合力；以此促进恒顺营销水平的全面提升。

其二是进一步加快产品整合的步伐，切实做好品牌定位工作。为此，我们将有计划的做好恒顺现有200多个产品的整合工作；有步骤的做好恒顺、金山、北固山等品牌的梳理；有目的的做好恒顺经典产品和高附加值产品的打造；抢抓世博会等商机，有重点的做好新品推广工作，确保恒顺新品研发工作取得明显成效。

我们认为如果公司在营销渠道和品牌建设上有大的突破的话，公司2010年调味品业务的目标是完全可能是实现的。

2) 谨慎看待地产业务的增长

公司2009年房地产业务实现了强劲增长，从而实现公司业绩的扭亏为盈。房地产业务收入09年同比增长了2.8倍，毛利润更是在房价上升带来的毛利率上升的推动下实现了近6倍的增速。房地产业务的强劲表现是公司09年业绩扭亏为盈的主要推动力。

然而，随着2010年1月10日国务院《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》中11条措施的出台，房地产行业进入了新一轮调控期。此外，银监会出台了措施防止银行信贷资金的违规挪用进入房市等资产市场。我们认为，在国家队房地产市场结构性调整的强烈信号下，房屋销售量的下降在2010年是大概率事件。虽然从长期来讲，房价在未来五年内上涨是几乎确定的，但在2010年房市调控政策的高压下很难有类似于09年的表现，其购房数量方面亦难有类似09年的增速。因此，我们认为占公司收入近一半的房地产业务未来带给公司的经营风险不能忽略。

公司在房地产业务方面的摇摆值得担忧。我们注意到，在08年地产业务表现差的情况下，公司提出下定决心着手调整产业结构，加大主业投入、收缩辅业投资。针对房地产业务经营风险，公司将不再增加新的土地储备，在未来三年内完成现有存量土地的开发后，将逐步退出房地产开发业务。然而在09年房市回暖后，公司受让了镇江市丹徒区宏兴商贸经营部持有镇江晨曦房产投资有限公司5.00%股权和镇江华毅物资有限公司40.00%股权，从而合计持有镇江晨曦房产投资有限公司80.00%股权。公司受让房地产企业股权的举动想向投资者传递什么样的信号，我们还需要与公司沟通后才能判断其真实目的，在此只是提请投资者注意其举动所代表的房地产业务投资战略的摇摆性的可能。

综合而言，公司房地产业务2010年的表现对2010年全年的业绩贡献，估计不会增加。在对调味品业务不够成拖累的情况下，公司2010年业绩预计增加40%左右。不过，我们还是对地产业务对全年业绩可能造成的负面影响表示担忧。

四、盈利预测及估值

基于公司在调味料市场的优势，和战略上出现的调整给公司带来的业绩表现，以及公司半壁江山房地产业务在地产市场调控强烈期的业绩表现可能不会太理想，我们预计公司10-11年的EPS分别为0.50、0.62和0.83元。鉴于公司目前的股价14.70元已经基本反映了公司未来的业绩增长，因此，我们给予“中性”评级。

表 5 预测资产负债表和利润表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
流动资产	2009	2391	2933	3690	营业收入	1174	1526	1984	2579		
现金	741	200	200	200	营业成本	857	1106	1428	1857		
应收账款	57	86	110	144	营业税金及附加	43	49	67	86		
其他应收款	44	75	91	121	营业费用	85	131	169	218		
预付账款	198	308	375	498	管理费用	106	142	185	239		
存货	968	1721	2156	2726	财务费用	60	25	39	43		
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	1	0	0	0		
非流动资产	984	1000	1004	958	公允价值变动收益	1	0	0	0		
长期投资	123	130	130	130	投资净收益	18	16	16	17		
固定资产	734	772	784	742	营业利润	40	89	112	153		
无形资产	73	72	70	68	营业外收入	11	12	11	11		
其他非流动资产	54	26	21	18	营业外支出	4	5	5	5		
资产总计	2993	3390	3938	4648	利润总额	47	96	118	159		
流动负债	2223	2548	3014	3646	所得税	11	23	29	39		
短期借款	1145	1380	1561	1803	净利润	35	72	89	120		
应付账款	167	214	276	359	少数股东损益	4	9	11	15		
其他流动负债	912	955	1177	1484	归属母公司净利润	31	64	78	106		
非流动负债	146	156	167	149	EBITDA	148	156	196	242		
长期借款	121	140	149	132	EPS (元)	0.24	0.50	0.62	0.83		
其他非流动负债	25	16	18	17							
负债合计	2369	2704	3181	3795							
少数股东权益	181	190	201	216	估值比率						
股本	127	127	127	127	P/E	60.34	29.35	23.85	17.70		
资本公积	239	239	239	239	P/B	4.23	3.76	3.36	2.93		
留存收益	76	130	189	271	EV/EBITDA	17	16	13	10		
归属母公司股东权益	442	497	556	638							
益											
负债和股东权益	2993	3390	3938	4648							

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、雇员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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。