

恒顺醋业 (600305): 公司锐意进取, 10 年业绩有望翻番 增持 (维持)

食品饮料行业/调味品

当前股价: 14.7 元

报告日期: 2010 年 3 月 9 日

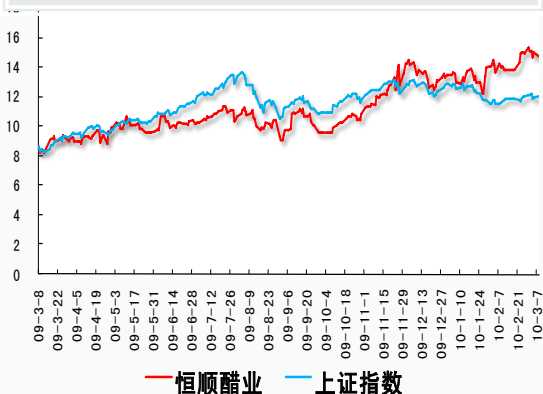
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	698	1,174	1,008	1,134
(+/-)	-15.70%	68.09%	-14.13%	12.46%
营业利润	-68	40	86	122
(+/-)	-286.83%	-	111.85%	42.64%
归属于母公司				
的净利润	-49	31	62	82
(+/-)	-259.66%	-	101.03%	32.28%
每股收益 (元)	-0.39	0.24	0.49	0.65
市盈率 (倍)	-	60	30	23

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	12715/12715
流通市值 (亿元)	18.69
每股净资产 (元)	3.48
资产负债率 (%)	79.17

股价表现 (最近一年)



天相农业食品组

联系人— 邰海燕

021-58824282-894 luhy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年, 实现营业收入 11.74 亿元, 同比增长 68.09%; 营业利润 4044 万元; 归属于上市公司股东的净利润 3097 万元, 同比扭亏; 每股收益 0.24 元。公司向全体股东分派现金红利, 每 10 股派发现金股利 0.73 元 (含税)。
- 酱醋调味品平稳增长, 毛利率显著提升。**报告期内, 主导产品食醋的产量为 15 万吨, 酱醋调味品实现收入 5.03 亿元, 同比增长 1.04%。09 年调味品增速较为缓慢, 可能是受部分厂区停产搬迁的影响。公司力推调味品 10 年实现快速增长, 主要是: 1) 借“百年恒顺”创建 170 周年之际, 公司提出调味品业务四大经营目标“产量增长 20%、销售增长 30%、利润实现翻番、员工人均收入增长超过 10%”; 2) 产能扩张有保障, 恒顺工业园 20 万吨香醋扩建项目一期工程全面竣工, 已于 09 年下半年投产; 3) 加大市场开发力度, 提升营销水平, 据了解, 公司强化营销网络建设, 通过地招等模式, 营销人员大幅增加两倍有余。报告期内, 调味品毛利率 35.63%, 同比增加 4.14 个百分点, 对于毛利率较低的调味品行业, 实属难能可贵。公司毛利率显著提升, 主要是改善销售产品结构, 依靠品牌效应, 加大高毛利率产品销售。
- 房地产成 09 年最大亮点, 预计 10 年毛利率将大幅提升。**报告期内, 受益于房地产市场的回暖, 公司房地产收入 5.37 亿元, 同比大幅增加 281.84%, 收入占比高达 45.77%。房地产毛利率 21.38%, 同比增加 9.62 个百分点。09 年底预收款项 1.36 亿元, 同比增加 141%, 主要是 11 月开盘的恒顺尚都销售款项。公司打造的“长三角·恒顺城”, 成为镇江销售最为火爆的住宅区。预计 10 年房地产仍将是公司利润的重要来源: 1) 镇江市政府鼓励企业退城进区, 城区改造使得当地房地产需求旺盛; 2) 镇江房价 09 年涨幅 40% 左右, 公司地产毛利率将有较大提升; 3) 公司现有土地储备 200 多亩, 将抓住二三线地产市场的发展机遇, 尽快开发。
- 投资收益基本持平, 政府补助更多计入递延收益。**09 年公司投资收益 1786 万元, 同比基本持平。公司投资收益主要来源于持股 50% 的镇江百盛商城有限公司, 百盛商城经营较为稳定, 每年为公司贡献 1500 万元左右的投资收益。江苏财政厅下拨给恒顺调味品的专项资金 1765 万元, 本期只计入 176.5 万元的营业外收入, 其余 90% 计入递延收益, 预计将反映在 10 年的营业外收入中。

- **发挥上市公司优势，加强费用控制。**09年公司期间费用率21.32%，同比下降9.28个百分点，主要是去年同期收入大幅下降导致费用率上升。报告期内，销售费用同比增加16.71%；管理费用大幅增加49.58%，主要是恒顺调味品公司下半年投产，带来固定资产折旧增加较多；财务费用同比下降15.05%，受益于利率下降。公司一直存在费用率过高的问题，沉重的费用侵蚀了较多利润。10年公司拟加大费用控制力度，**首先发挥上市公司的优势，做好资本市场融资工作，逐步降低公司资金使用成本，提升企业经济效益。**其次是节能降耗等，化解成本压力。
- **盈利预测与评级。**参考10年公司调味品的增长目标，以及房地产毛利率的提升预期，我们预计，公司2010年、2011年每股收益为0.49元和0.65元，以3月8日收盘价14.7元计算，对应动态市盈率分别为30X和23X，维持“增持”评级。
- **风险提示。**（1）10年调味品业务增速不达公司目标的风险；（2）大盘波动对公司股价的影响。

图表 1： 恒顺醋业盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	82,850	69,842	117,397	100,804	113,365
增长率	17.75%	-15.70%	68.09%	-14.13%	12.46%
减：营业成本	59,368	50,762	85,740	67,827	75,170
综合毛利率	28.34%	27.32%	29.09%	32.71%	33.69%
营业税金及附加	2,262	1,622	4,315	3,024	2,834
销售费用	6,916	7,261	8,474	9,072	10,203
管理费用	7,092	7,070	10,576	9,072	9,636
财务费用	4,083	7,070	10,576	9,072	9,636
期间费用率	21.84%	30.60%	21.32%	23.00%	22.00%
资产减值损失	906	4,552	140	200	200
加：公允价值变动收益	0	0	88	0	0
投资收益	1,430	1,731	1,786	2,000	2,000
营业利润	3,653	-6,824	4,044	8,568	12,221
增长率	-44.64%	-286.83%	-	111.85%	42.64%
加：营业外收入	2,332	809	1,051	1,500	1,000
减：营业外支出	326	599	427	300	300
利润总额	5,658	-6,613	4,669	9,768	12,921
减：所得税费用	1,459	839	1,142	2,442	3,230
净利润	4,199	-7,452	3,526	7,326	9,691
归属母公司所有者的净利润	3,083	-4,923	3,097	6,227	8,237
增长率	-34.01%	-259.66%	-	101.03%	32.28%
少数股东损益	1,116	-2,529	429	1,099	1,454
每股收益	0.24	-0.39	0.24	0.49	0.65

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：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002