

恒顺醋业(600305)：百年璞玉，逐渐苏醒

增持(维持)

食品饮料行业/调味品

当前股价：14.06 元

报告日期：2010年3月15日

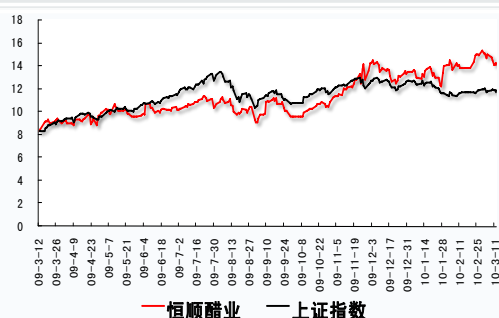
主要财务指标(单位：百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,174	1,058	1,134	1,322
(+/-)	68.09%	-9.88%	7.15%	16.62%
营业利润	40	87	109	134
(+/-)		115.90%	24.38%	23.42%
归属于母公司的净利润	31	61	75	92
(+/-)		95.93%	23.83%	23.01%
每股收益(元)	0.24	0.48	0.59	0.73
市盈率(倍)	57	29	24	19

公司基本情况(2009年12月31日止)

总股本/已流通股(万股)	12,715/12,715
流通市值(亿元)	17.8
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—逯海燕 王爽

021-58824282*894 luhy@txsec.com

021-58824282*807 wangs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 近日，我们去了江苏省镇江市，对恒顺醋业进行了实地调研，跟公司领导交流了近期的发展情况。

镇江香醋、百年恒顺

- 2009年，调味品行业收入同比增长27.08%，利润总额同比大幅增长65.48%，主要是毛利率同比增加3.16个百分点。调味品行业基本未受经济危机的影响，需求刚性较大。
- 未来三年，主营收入有望翻番。近几年，公司产能进入了快速扩张期，通过一系列的淘汰与新建（新建产能为12.5万吨），目前产能达到20万吨，二期工程10万吨，实际或可实现12万吨，前期的基础设施已经完工，生产线和发酵楼尚未建好，预计建设周期为一年。2010年公司销售目标为：销量增长20%（达到18万吨），销售收入达到30%。
- 产能扩张“倒逼”销量增长。产能的不断扩张，带来固定资产折旧大幅增加，“倒逼”公司加大销售力度，提升销量以覆盖增加的折旧。在产能“倒逼”的推动下，近期公司出现了一些积极的变化，如：学习海天销售的“地招”模式等，目前公司地招销售人员近700人，增加了覆盖的密度，终端市场的铺货量也有所提高。
- 新产品研发推动醋业成熟。醋的保健作用是家喻户晓的，恒顺家族的新产品：醋胶囊和苹果醋，符合人们对营养和健康的追求。恒顺醋胶囊有降血脂、保护心血管的功效，已远销到日本等国，预计国内市场也将逐步接受。公司生产的“妙爽”果醋，品质纯正，口感很好，价位适中，商超渠道每罐5-6元左右，专供酒店的产品每瓶在20元左右，具有很强的市场竞争力。
- 我国的醋饮料市场处于导入期，迄今为止还没有全国统一的产品标准，大多是无序竞争，需要加大市场培育力度。我国醋饮料生产企业有1000多家，但销售额过亿元的却不到10家，主要品牌有天地壹号、华生堂、海天、恒顺、麦金利等。但是在发达国家，果醋以其营养、时尚的特性很受青睐，市场非常成熟。我们认为，随着健康绿色食品的流行，作为第四代饮料的果醋，市场前景广阔，增速飞快。有关数据显示，2008年我国的果醋销售额高达7亿元，2010年果醋市场规模有望达到20亿元，到2012年市场规模有望突破50亿元。

房地产毛利率或将显著提升

- 公司房地产业务紧抓镇江大拆迁、大改造的良机，2010年毛利率或将显著提升。公司剩余土地200多亩，未来三年左右开发完毕后，将退出房地产业务。公司地产毛利率一直很低，预计2010年地产毛利率将显著提升，主要原因有：1) 09年下半年起，镇江房地产价格不断上升，10年公司楼盘价格已经高达6000-7000元/㎡；2) 公司开发的“长三角·恒顺城”大型生活社区，配套设施成本已经摊销完毕。公司初步预计，2010年商品房销售每平方米带来的利润在1000元以上。

投资收益或同比持平

- 公司投资收益主要来源于持股50%的镇江百盛商城和持股25.47%的稳润光电。
- (1) 百盛商城：百盛商城是镇江最大的商场，每年给公司带来1500万元左右的投资收益；2010年初，镇江八佰伴正式开业，可能对百盛造成一定的冲击，我们认为2010年百盛商城带来的投资收益会略有下降，预计在1000万元左右。
- (2) 稳润光电：稳润光电主要生产LED产品，2009年为公司带来134万元的投资收益。考虑到稳润光电大股东香港新恒基集团带来了先进的管理和技术等，2010年公司利润有望大幅增加，由此带来投资收益或将上升。
- 综合来看，我们认为2010年公司投资收益持平的概率较大。

百年璞玉，逐渐苏醒

- 公司潜力巨大，尤其是果醋等高附加值产品。公司建厂已有百年历史，经过时间沉淀，产品种类齐全、品质非常优秀，品牌闻名遐迩。公司新开发的果醋、醋胶囊等高端产品，符合营养、保健、时尚的消费趋势，市场前景广阔。目前的出口也显示，公司高端产品在国际市场上具有很强的竞争力。
- 积极因素显现，趋势向好。1) 外部压力增大，海天、太太乐鸡精等的飞速发展，对公司在调味品行业的地位造成威胁，逼迫公司加快发展步伐；2) 产能急剧扩张，逼迫公司发力销售，主要体现在“地招”人员大幅增加两倍多，合计高达700余人。
- 后续发展模式：管理机制提升。对于消费品公司来讲，体制是最重要的因素。只要大股东或者管理层，意识到“百年恒顺”的巨大潜力，全力以赴发展主业，彻底根除体制弊病，公司将重新焕发青春。我们认为，一旦公司体制有所改善，建立起有效的激励机制，加大品牌推广和销售力度，产品销量增速将跃上一个新台阶，调味品收入规模很有可能达到数十亿元。

盈利预测与评级

- 我们假设，调味品保持较快增速、房地产结算3-4亿元，粗略测算，2010年调味品贡献利润约2000万元、地产贡献利润约2500万元，投资收益1500万元左右。
- 我们预计10年、11年和12年EPS分别为0.48元、0.59元和0.73元，以3月12日收盘价14.06元计算，对应动态PE分别为29X、24X和19X。公司短期催化剂不多，但股本小、流通市值低，具有一定的估值优势；长期看，潜力巨大，体制改善将带来飞速发展；维持“增持”评级。
- **风险提示。**1) 管理机制提升的时点不确定；2) 销售发力的效果有待观察；3) 大盘波动的风险。

附表 1：公司调味品简介

调味品项目	概述
产品结构	高端、中端、低端产品收入占比分别为 10%、50%、40%
品牌结构	“恒顺”、“金山”和“北固山”等香醋
销售区域	主要集中在江浙、上海、安徽等华东地区
渠道	20%通过经销商，80%直接做终端，走商超流通渠道
新产品	200 多个产品，包括果醋、醋胶囊、醋奶、蜂蜜养生醋等

资料来源：公司调研、天相投顾整理

附表 2：恒顺醋业盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	69,842	117,397	105,804	113,365	132,206
增长率	-15.70%	68.09%	-9.88%	7.15%	16.62%
减：营业成本	50,762	85,740	71,493	76,131	87,812
综合毛利率	27.32%	28.73%	32.43%	32.84%	33.58%
营业税金及附加	1,622	4,315	3,174	3,401	3,966
销售费用	7,261	8,474	8,993	9,636	11,238
管理费用	7,070	10,576	9,522	9,636	11,238
财务费用	7,070	10,576	9,522	9,636	11,238
期间费用率	30.60%	21.32%	22.50%	21.50%	21.50%
资产减值损失	4,552	140	100	100	100
加：公允价值变动收益	0	88	0	0	0
投资收益	1,731	1,786	1,500	1,500	1,500
营业利润	-6,824	4,044	8,731	10,860	13,404
增长率	-286.83%		115.90%	24.38%	23.42%
加：营业外收入	809	1,051	500	500	500
减：营业外支出	599	427	300	300	300
利润总额	-6,613	4,669	8,931	11,060	13,604
减：所得税费用	839	1,142	2,188	2,710	3,333
净利润	-7,452	3,526	6,743	8,350	10,271
归属母公司所有者的净利润	-4,923	3,097	6,069	7,515	9,244
增长率	-259.66%		95.93%	23.83%	23.01%
少数股东损益	-2,529	429	674	835	1,027
每股收益	-0.39	0.24	0.48	0.59	0.73

资料来源：公司公告、天相投顾整理

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：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	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