

食品饮料/调味品

2010 年 4 月 8 日



公司研究

调研简报

首次评级：短期_推荐，长期_A

调味品仍是目前战略方向

——恒顺醋业(600305)公司点评

核心观点

1、酿造醋属于传统行业，区域性特点鲜明，江浙以米醋、香醋（糯米为主料）为代表，北方以山西醋（高粱为主料）为代表。行业产销量 300 万吨，市场集中度不高，恒顺的产销量第一，市场占有率也仅有 5%。

2、08 年老厂区产能开始搬迁，目前新厂产能 20 万吨，恒丰产能 5 万吨，但罐装全部在新厂完成。产能分布规划是新厂产醋，恒丰厂产酱油、酱菜等产品，同时新厂区还有产能扩张的预留土地。

3、过去为了抢占市场公司大量用低端产品铺货，前些年公司一直在清理低端产品，直接体现在近年调味品毛利水平提升。高端产品出厂价在 5 元以上，目前销量占比在 10%，公司计划将高端产品销量占比提升至 20%，利润贡献比例提升至 80%。今年公司将把成熟消费市场销售渠道下移至乡镇，09 年有地招人员 500 人，10 年将扩大到 800 人。

4、2 月公司成为世博会特许生产商，公司产品将在世博会江苏馆作为江苏名产展览，公司也已开发三款世博产品。公司还入选“长三角世博主题体验之旅示范点”，正在建设中国镇江醋文化博物馆，预计 7 月初开馆，博物馆将有利品牌宣传和高端产品销售。

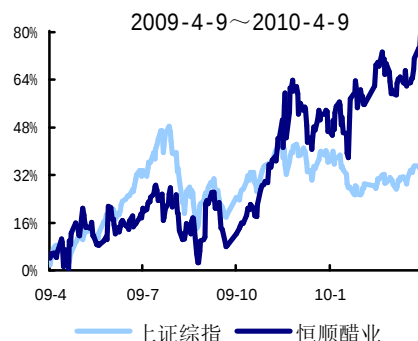
5、公司土地存量约 400 亩，3-4 年时间开发 20 万平方米住宅，年均开发 5-6 万平方米，暂时不再拿新地。在售的恒顺尚都均价 7500 元/平方米，按此价格推算，20 万平方米收入 15 亿元，3 年中每年贡献约 5 亿元收入。公司主要将房地产利润投入到主业调味品产业中。

6、公司计划 5 年后实现醋相关产品总产能 50 万吨，仅靠调味品市场显然无法消化 50 万吨产能，因此公司一直有开拓醋饮料市场的规划。镇江市场在销的醋饮料产品是果醋和奶醋，收入规模仅几百万，渠道集中在商超和酒店。对于醋饮料我们认为市场空间很大，但醋饮料市场规模仅 20 亿元，市场还处开发初期，需要持续培育。

7、除果醋饮料外，公司还考虑扩展黄酒业务。恒顺也很早做酒，恒顺黄酒在区域内有一定优势，09 年料酒贡献净利润 600 万。10 年专门成立了酒事业部来运作，但目前黄酒行业整体景气度不高。

8、调味品行业是一个市场相对不大的“小行业”，虽然公司已是行业龙头但收入和盈利仍不够“大”，公司未来 3 年增长主要体现在主业调味品营销突破和产品结构升级上。预计公司 10 年每股收益 0.45 元，11 年每股收益 0.56 元，首次给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	12715.00
流通A股(万股)	12715.00
52周内股价区间(元)	8.7-16.03
总市值(亿元)	20.24
总资产(亿元)	29.93
每股净资产(元)	3.48
目标价	6个月 12个月

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1173.97	1357.961	1512.614	1644.618
同比增速(%)	68.09%	15.67%	11.39%	8.73%
净利润(百万)	30.97	56.75	71.51	95.21
同比增速(%)		83.21%	26.02%	33.14%
EPS(元)	0.24	0.45	0.56	0.75
	68.1	36.3	29.2	21.8

研究员：王明德

电话：010-84183372

Email: wangmingde@guodu.com

执业证书编号：S0940200010025

联系人：徐昊

电话：010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 10 年醋销量 18 万吨，销售收入调味品 6.12 亿元；11 年醋销量 22 万吨，调味品销售收入 7.92 亿元；11 年醋销量 26 万吨，销售收入 9.88 亿元。房地产业务 11 年收入 6 亿元，11 年收入 5.6 亿元，12 年收入 4.8 亿元。
- 2、假设 10 年调味品毛利率 36%，房地产业务因为房价已经上涨，假设 10 年毛利率 31%。
- 3、假设 10 年期间费用占比 23.5%，11 年期间费用占比 23.3%。
- 4、假设 10 年所得税实际税率 24.5%。

1.2 恒顺醋业分业务营业收入预测

表 1 分业务营业收入预测表

酱醋调味品	2009	2010E	2011E	2012E
产能	25	30	30	30
产销量	15	18	22	26
销售收入(万元)	50265	61200	79200	98800
均价(元/吨)	3351	3400	3600	3800
毛利率	35.63%	36.00%	36.50%	37.00%
房地产业务	2009	2010E	2011E	2012E
销售面积(万平方米)		8	7	6
销售均价(元/平方米)		7500	8000	8000
销售收入(万元)	53735	60000	56000	48000
毛利率	21.38%	31.00%	32.00%	32.00%
建筑安装工程收入(万元)	3171	2536	2790	3069
毛利率	5.23%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入(万元)	9710	11652	12818	14099
毛利率	20.01%	20.00%	19.00%	18.00%
营业收入	117397	135796	151261	164462
营业成本	85740	92484	101608	109580

资料来源：国都证券研究所

1.3 恒顺醋业盈利预测

表 2 恒顺醋业盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	117397	135796	151261	164462
营业收入(万元)	117397	135796	151261	164462
营业总成本(万元)	115227	129485	142597	152394
营业成本(万元)	85740	92484	101608	109580
营业税金及附加(万元)	4315	4889	5445	5756
销售费用(万元)	8474	10864	12101	13157
管理费用(万元)	10576	12901	14370	15377
财务费用(万元)	5981	8148	8773	8223
资产减值损失(万元)	140	200	300	300
其他经营收益(万元)				

公允价值变动净收益(万元)	88			
投资净收益(万元)	1786	1800	1800	1800
营业利润(万元)	4044	8111	10464	13868
营业外收入(万元)	1051	800	800	800
营业外支出(万元)	427	600	600	600
利润总额(万元)	4669	8311	10664	14068
所得税(万元)	1142	2036	2613	3447
净利润(万元)	3526	6275	8051	10621
少数股东损益(万元)	429	600	900	1100
归属于母公司所有者的净利润(万元)	3097	5675	7151	9521
每股收益(元)	0.24	0.45	0.56	0.75

资料来源：公司年报、国都证券研究所

2、投资建议

调味品行业是一个市场相对不大的“小行业”，虽然公司已是行业龙头但收入和盈利仍不够“大”，公司未来3年增长主要体现在主业调味品营销突破和产品结构升级上。预计公司10年每股收益0.45元，11年每股收益0.56元，首次给予公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			