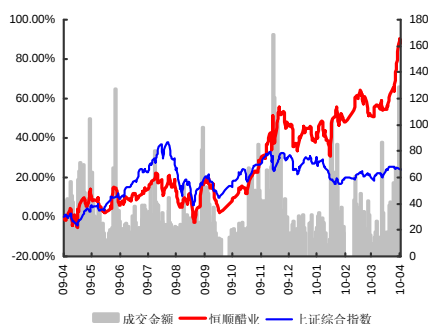


2010年4月12日

评级：谨慎推荐

52周走势



报告作者

国联证券研究所综合组

组长 强系壁

执业证书编号：S0590208070088

联系人

周纪庚

电话：021-58766036-208

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

恒顺醋业（600305）：主业进一步突出，扩张步伐加快

2010-3-5

股权回购强化公司调味品主业——恒顺醋业（600305）子公司回购股权点评

2010-3-9

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

——恒顺醋业（600305.SH）深度报告

● 食醋行业集中度低，未来提升空间巨大

食醋行业目前国内产量 300 万吨，总量增长较快；但进入壁垒较低，区域特征明显，产业集中度不高。但我国个人食醋消费水平远低于美日等发达国家，增长空间巨大。未来随着居民消费对品牌和食品安全的关注，以及醋衍生品的发展，整个食醋产业以及强势品牌将获得快速发展。

● 恒顺聚焦调味品主业，未来业绩快速增长

公司通过产能扩建、主业梳理、回购子公司股权，聚焦调味品的思路十分清晰。在产能快速增加的同时，通过扩大地招数量，渠道下沉，调整产品结构，做深成熟市场，做大弱势市场。通过借力世博进行集中宣传，公司将进一步提升恒顺的品牌知名度。

● 地产业务表现稳定，逐步退出带来费用下降

未来三年公司地产业务围绕存量土地开发，年开发面积 6-8 万平米，带来稳定收入 5 个亿左右。但地产业务占款较大，逐步退出后将带来公司负债率和财务费用的大幅下降，对公司业绩贡献明显。

● 盈利预测及评级

预计公司 2010~2012 年每股收益为 0.41 元、0.53 元和 0.68 元，对应目前的股价，市盈率分别为 43 倍、33 倍和 26 倍，估值已经不低。鉴于公司调味品主业的快速增长，以及房地产业务的逐步退出，有利于提升公司的估值水平，同时公司在调味品行业中市值相对较小，给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,174	1,303	1,386	1,450
(+/-%)	68.1%	11.0%	6.3%	4.7%
净利润(百万元)	31	53	67	87
每股收益(元)	0.24	0.41	0.53	0.68
EBIT Margin	7.1%	8.5%	9.3%	10.7%
净资产收益率(ROE)	7.0%	10.8%	12.4%	14.1%
市盈率(PE)	72.7	42.8	33.5	25.9
市净率(PB)	35.4	23.9	20.8	18.2

资料来源：公司资料和国联证券预测

一、食醋行业

（1）产量增长迅速，但竞争激烈、区域特征明显

近年来，我国食醋行业增长迅速，年复合增长率在 15%，超过调味品行业整体增速。年食醋产量在 300 万吨左右，生产企业近 6000 家，竞争激烈，其中品牌企业产量约占 30%，作坊式小企业占 70%左右，行业集中度较其他调味品行业相对低下。

图表 1：食醋行业产能前五位企业

排名	企业名称	产能（万吨）
1	江苏恒顺醋业	15.0
2	山西水塔陈醋	5.0
3	北京龙门和田宽	3.0
4	天津独流老醋	3.0
5	四川保宁醋	1.0

资料来源：

同时，由于各地酿醋工艺、口感等的不同，食醋生产和消费具有较强的的区域化特征，也造就了恒顺香醋、山西老陈醋、天津独流老醋、四川保宁醋等“四大名醋”。山西老陈醋虽然占到全国总产量的 10%，但生产厂家众多，家庭作坊盛行；而恒顺作为镇江香醋的第一代表，形成了较高的品牌区分度，在华东地区市场占有率非常高。

（2）人均食醋增长潜力巨大

首先从量上看，据统计目前我国人均年消费食醋 1.7 公斤，美国人均年消费食醋 6.5 公斤，日本人均年消费食醋 7.9 公斤。其次，从行业发展趋势而言，随着新兴消费方式、保健方式的引入，醋类品种将会不断丰富，国内醋的消费将从调味醋向饮料醋、保健醋转变，因此未来我国醋消费量的提升仍然存在着较大空间。

（3）消费升级+食品安全催生行业集中度提高

作为食品饮料中的一个子行业，都面临消费升级以及食品安全的问题，特别是在一些缺乏强势品牌的地区，人们在选择醋产品的时候，会更更多地倾向于选择品牌产品，集中度也将逐步提高。同时，随着醋饮料等衍生品的发展，消费者对品牌的关注度会更高，届时强势品牌将会获得更大的发展。

二、恒顺调味品主业梳理到位

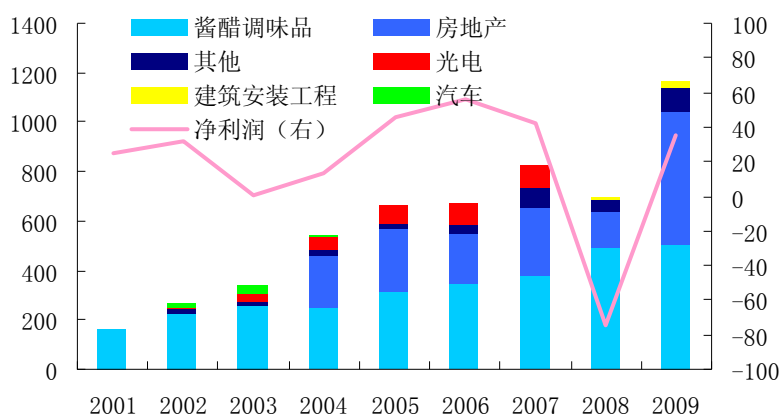
恒顺醋业是目前国内规模最大的食醋生产销售企业，2009 年实现食醋产量 15 万吨，市场占有率 5%。公司约 70% 的产品销往华东地区，市场占有率 60% 以上。

(1) 业务结构调整基本完成

2001 年恒顺成为国内调味品行业第一家上市公司，上市之初以酱醋等调味品生产销售为主。在随后的几年中，公司尝试多元化发展，逐步介入了一些投资型业务，如汽车、医药、光电子和钢结构行业，但业绩表现并不理想。2004 年，公司开始收缩辅业，与恒顺集团进行了资产置换，将汽车、医药、钢结构以及奥雷光电等资产置出，置入调味品相关资产和镇江百盛商城 50% 的股权。此后公司于 2007 年，引入战略投资者中国光电投资有限公司（香港新恒基集团子公司）对稳润光电实施增资扩股，公司持股比例下降到 25.74%。至此，公司业务主要集中在调味品和房地产两大块。

经历多元化发展后，公司逐步回归主业，收缩辅业，实施了新一轮“再造恒顺”战略。

图表 2：公司上市以来收入构成及净利润情况（百万元）



数据来源：WIND 国联证券研究所

图表 3：公司对各项业务的发展战略

业务范围	主要品种及公司	发展策略
调味品	食醋（恒顺/金山牌）	重点发展
	酱油（恒顺牌）/鸡精	培植业务
	黄酒/料酒（恒顺牌）	培植业务
	醋饮料（恒顺牌）、醋胶囊等衍生产品	战略发展方向
房地产	恒顺置业（80%）	逐步退出
投资	镇江百盛商城（50%）	维持现状
	稳润光电（25.47%）	择机退出

资料来源：公司资料 国联证券研究所

(2) 抓住退城进区良机，明确调味品经营主体

一直以来，公司酱醋调味品生产主体众多，仅母公司在镇江就有 6 个生产厂区，且主要分布在老城区。在“再造恒顺”战略的指引下，公司积极实施退城进区，与新加坡 JHS 控股合资成立江苏恒顺调味食品有限公司（恒顺调味食品），在丹徒新区实施“恒顺工业园”建设项目。

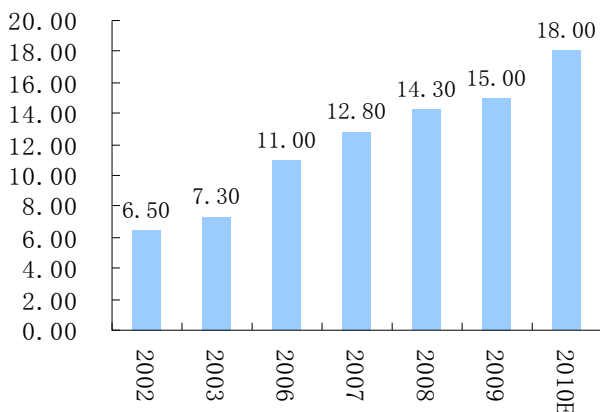
2010 年 1 月，公司对恒顺调味食品的外方持股进行回购，恒顺调味食品成为公司全资子公司，也成为公司整合调味品资源的平台和经营主体。公司目前在镇江地区的生产基地都已经进入恒顺调味食品，或成为其子公司，经营主体十分明确。

二、调味品：未来三年实现调味品利润翻番

(1) 食醋产能有保障，未来两年再增长 50%

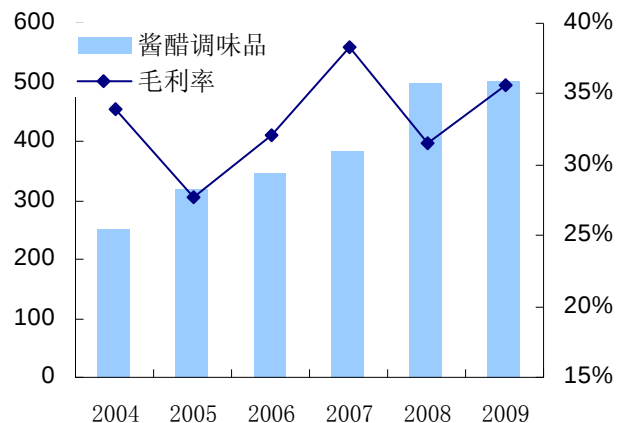
近年来，公司食醋产销量稳步上升，09 年产能利用率接近 100%。长期以来，公司食醋产能一直未有变化，处于满负荷生产状态，而且生产设备陈旧，生产效益不高。

图表 4：公司食醋产能利用率非常高



资料来源：公司资料 国联证券研究所

图表 5：公司调味品业务收入和毛利率情况



资料来源：WIND 国联证券研究所

“再造恒顺”战略
之一：生产再造

2009 年年中，公司投建的恒顺工业园扩建项目一期第一阶段建成投产，当年贡献产量 5 万吨。公司 2009 年食醋产能 15 万吨，10 年将在 18 万吨左右；第二阶段将于今年下半年开始建设，计划投入 1.2~1.5 亿元，预计将于 11 年下半年完成，届时公司食醋产能将达到 30 万吨。

图表 6：恒顺工业园产能扩建规划

新增产能	投产时间	备注
------	------	----

第一期	20		
第一阶段	10	2009 年年中	
第二阶段	10	2011 年底	再投资 1.2-1.5 亿元
第二期	30	待定	将根据前期产能消化情况再做计划
合计	50		

资料来源：公司

公司扩建新增的 20 万吨产能专门生产中高档产品(高档产品占比为 50%)，部分产品主攻海外市场，同时新增产能自动化、集约化程度高，降低了人力成本，预计毛利率在现有基础上会有所提升。

(2) 深度分销，积极消化新增产能

公司目前调味品销售 80%直接面向商超终端，20%通过经销商分销。在相对比较成熟的区域，公司将营销网络拓展深入到乡镇一级区域。

在相对较弱的市场，进一步深化公司“双百战略”(即以全国 100 个百万人口的城市为重点发展目标)，将业务员覆盖区域拓展到县。对业务员实行销售额与费用结合起来考核，进一步扩大“地招”业务员的数量来拓展销售网络，目前已经达到 500 名，计划今年扩充到 800 人。

在经销商方面，公司将部分二级经销商提升为一级经销商，压缩与终端客户的距离。

(3) 未来三年高端产品占比翻番，调味品利润翻番

目前公司高档产品销售收入占比为 10%。公司中长期发展规划将调整产品结构，增加中高端产品占比，三年内将高端产品收入占比提升到 15%~20%。为此，公司在大卖场进行高档产品促销活动，对业务员的考核质量兼顾，在保证销量 15%-20%增长的基础上，多销高档产品。未来公司总体的盈利结构将会是 20%的高档产品赚取 80%的营业利润。

今年是恒顺成立 170 周年，公司提出主业“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%”的四大经营目标，预计 2010 年实现产量 18 万吨，同时通过调整产品结构，实现调味品销售收入增长快于销量增长，利润增长快于收入增长。

(4) 借力世博，醋文化博物馆助推品牌宣传

公司目前是镇江地区唯一一家上海世博会特许生产商，公司醋产品将进入世博会 47 个专营网点。借力世博，公司品牌将在短期内获得集中宣传，对恒顺在全国范围内的推广起到“杠杆效应”。

“再造恒顺”战略
之二：收入再造

“再造恒顺”战略
之三：品牌再造

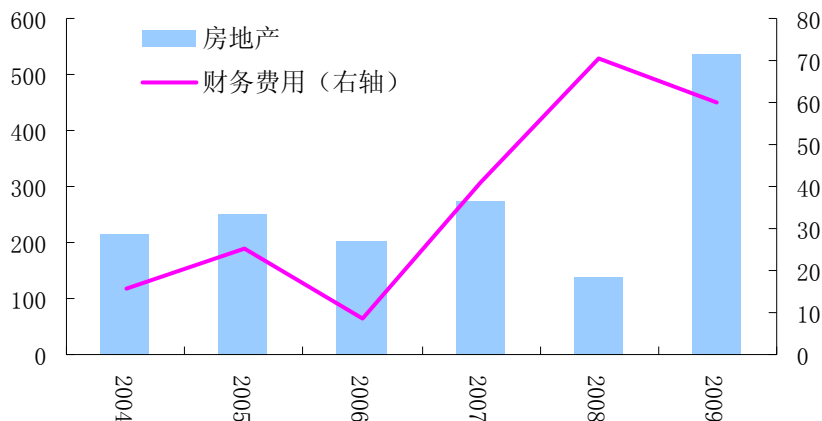
此外，公司在恒顺调味食品子公司厂区内，投资 1500 万元建设醋文化博物馆，用于展示镇江香醋及恒顺企业的历史传承和文化精华，以及恒顺香醋传统手工制作过程。作为世博周边城市旅游的一个新人文场所，醋博物馆将对公司醋文化的宣传以及高档醋、礼品醋的推广起到积极作用。

四、房地产：存量开发，未来将逐步退出

（1）存量开发、收入稳定

公司房地产业务一直以来发展比较平稳，08 年受金融危机影响房地产业务收入出现大幅下跌。公司 09 年抓住镇江大拆迁、大改造以及房市回暖的契机，收入取得了快速增长。09 年末公司房地产预收账款约 5 个亿，为 10 年地产收入打下良好基础。

图表 7：公司房地产业务历年收入及财务费用（百万元）



数据来源：WIND 国联证券研究所

对于公司房地产业务未来的发展，公司在 08 年就宣布不再增加土地储备，目前公司土地储备近 200 亩（可开发 20~25 万平方米），计划在未来三年开发完毕。10 年公司仍将围绕存量土地进行开发，预计收入增长空间不大，但毛利水平将有所提升。

（2）地产占款下降，财务费用有望大幅减少

目前公司房地产业务收益并不理想，即便是在 09 年房地产业务利润也不足 2000 万元，但由此产生的财务费用却高达 6000-7000 万元，因此，房地产非但没有给公司带来多大的收益，相反却给公司带来了较高的资产负债率和较大的存货比例，也在很大程度上影响了公司股价的估值。

公司已决定不再新增土地储备，并待现有项目投资、销售完毕后即退出房

地产行业。随着地产占款的减少，由此产生的财务费用的下降将直接增加公司营业利润。

五、投资业务收益基本稳定，短期有负面影响

公司拥有镇江百盛商城的 50% 股权，在镇江属于最高端的零售商店，具有一定的垄断性，每年贡献约 1200 ~ 1500 万的收益，这一块收入较为稳定。但目前周边八佰伴商城已于年初开业，同时商城门前正在新建地下通道，将会对 10 年的收入产生一定的影响。

另外，公司持有稳润光电 25.47% 的股权。2008 年受到经济危机影响，江苏稳润光电亏损 500 多万，2009 年实现盈利 500 多万，为公司贡献利润 130 万元。预计未来几年 LED 产业仍将保持景气上升趋势，2010 年净利润有望突破 2000 万元，为公司贡献利润 500 万元。

六、盈利预测及估值

（1）预测假设

①食醋业务，公司 10~12 年产量分别为 18 万吨、21 万吨和 24 万吨，每吨价格分别提升 3%、3% 和 2%，毛利率稳中有升，分别为 36.2%、36.8% 和 36.8%；

②房地产业务，公司 10 ~ 12 年预计确认收入基本保持在 5 个亿左右，毛利率水平有所提升；

③投资收益保持稳定，预计未来三年分别为 800 万、1000 万和 1000 万元；

④公司所得税率维持 09 年的水平，为 25%。

（2）分业务收入预测

图表 8：公司调味品业务收入预测

调味品：	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产量	14.30	15.00	18.00	21.00	24.00
同比	11.72%	4.90%	20.00%	16.67%	14.29%
吨收入（元/吨）	3478.74	3350.93	3451.46	3555.01	3626.11
同比	16.15%	-3.67%	3.00%	3.00%	2.00%
吨成本（元/吨）	2383.15	2157.00	2200.14	2244.14	2289.03
同比	28.86%	-9.49%	2.00%	2.00%	2.00%
收入	497.46	502.64	621.26	746.55	870.27
同比	29.76%	1.04%	23.60%	20.17%	16.57%
成本	340.79	323.55	396.03	471.27	549.37
同比	43.96%	-5.06%	22.40%	19.00%	16.57%

毛利率	31.50%	35.63%	36.25%	36.87%	36.87%
-----	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: WIND 国联证券研究所

图表 9: 公司房地产业务收入预测

房地产:	2008	2009	2010E	2011E	2012E
预计销售面积 (万平方米)			8	7	6
均价(元/平方米)			6800	7200	7500
收入	140.73	537.35	544	504	450
同比	-48.83%	281.83%	1.24%	-7.35%	-10.71%
成本	124.18	422.48	418.88	372.96	328.5
同比	-42.56%	240.22%	-0.85%	-10.96%	-11.92%
毛利率	11.76%	21.38%	23.00%	26.00%	27.00%

资料来源: WIND 国联证券研究所

图表 10: 公司业务收入预测汇总

收入汇总:	2008	2009	2010E	2011E	2012E
调味品	497.46	502.64	621.26	746.55	870.27
占比	71.23%	42.82%	47.67%	53.88%	60.01%
房地产	140.73	537.35	544.00	504.00	450.00
占比	20.15%	45.77%	41.74%	36.38%	31.03%
其他	95.10	206.47	216.00	213.00	208.00
收入总计	698.42	1173.97	1303.26	1385.55	1450.27

资料来源: WIND 国联证券研究所

我们预计公司 10~12 年的收入分别为 13.03 亿元、13.85 亿元和 14.50 亿元，实现净利润 5300 万元、6700 万元和 8700 万元。

图表 11: 公司损益表预测结果

利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1174	1303	1386	1450
营业成本	857	929	955	984
营业税金及附加	43	48	51	54
销售费用	85	98	118	123
管理费用	106	118	132	133
财务费用	60	48	51	45
投资收益	18	8	10	10
资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	2	(1)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	40	70	91	119
营业外净收支	6	6	6	6

利润总额	47	76	97	125
所得税费用	11	19	24	31
少数股东损益	4	4	5	7
归属于母公司净利润	31	53	67	87
每股收益	0.24	0.41	0.53	0.68

资料来源：WIND 国联证券研究所

（3）估值

预计公司 2010~2012 年每股收益为 0.41 元、0.53 元和 0.68 元，对应目前的股价，市盈率分别为 43 倍、33 倍和 26 倍，估值已经不低。鉴于公司调味品主业的快速增长，以及房地产业务的逐步退出，有利于提升公司的估值水平，同时公司在调味品行业中市值相对较小，给予“谨慎推荐”评级。

七、风险因素

- （1）公司主要以粮食生产食醋，未来粮食价格、原油价格上涨可能导致公司毛利水平下降；
- （2）公司产能扩张后，销售能力无法跟上导致产能释放慢于预期；
- （3）房地产市场受宏观调控影响，价格存在大幅波动的风险。

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	741	552	637	689	营业收入	1174	1303	1386	1450
应收款项	101	143	152	159	营业成本	857	929	955	984
存货净额	968	1014	1036	1070	营业税金及附加	43	48	51	54
其他流动资产	198	220	234	245	销售费用	85	98	118	123
流动资产合计	2009	1929	2059	2163	管理费用	106	118	132	133
固定资产	767	936	847	753	财务费用	60	48	51	45
无形资产及其他	73	70	67	64	投资收益	18	8	10	10
投资性房地产	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	2	(1)
长期股权投资	123	123	123	123	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2993	3078	3117	3124	营业利润	40	70	91	119
短期借款及交易性金融负债	1235	1340	1286	1183	营业外净收支	6	6	6	6
应付款项	621	533	544	562	利润总额	47	76	97	125
其他流动负债	368	388	407	420	所得税费用	11	19	24	31
流动负债合计	2223	2261	2238	2164	少数股东损益	4	4	5	7
长期借款及应付债券	121	121	121	121	归属于母公司净利润	31	53	67	87
其他长期负债	25	25	25	25					
长期负债合计	146	146	146	146	现金流量表（百万元）				
负债合计	2369	2407	2384	2311		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	181	185	189	195	净利润	31	53	67	87
股东权益	442	487	544	618	资产减值准备	(49)	(1)	0	0
负债和股东权益总计	2993	3078	3117	3124	折旧摊销	47	84	94	95
					公允价值变动损失	1	1	(2)	1
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	财务费用	60	48	51	45
每股收益	0.24	0.41	0.53	0.68	营运资本变动	403	(178)	(14)	(21)
每股红利	0.45	0.06	0.08	0.10	其它	58	4	4	5
每股净资产	3.48	3.83	4.28	4.86	经营活动现金流	490	(37)	149	169
ROIC	4%	4%	5%	6%	资本开支	(215)	(250)	0	0
ROE	7%	11%	12%	14%	其它投资现金流	3	0	0	0
毛利率	27%	29%	31%	32%	投资活动现金流	(208)	(250)	0	0
EBIT Margin	7%	8%	9%	11%	权益性融资	2	0	0	0
EBITDA Margin	11%	15%	16%	17%	负债净变化	(141)	0	0	0
收入增长	68%	11%	6%	5%	支付股利、利息	(58)	(8)	(10)	(13)
净利润增长率	-163%	70%	28%	29%	其它融资现金流	457	106	(54)	(104)
资产负债率	85%	84%	83%	80%	融资活动现金流	62	98	(64)	(117)
息率	2.6%	0.4%	0.4%	0.6%	现金净变动	344	(189)	85	52
P/E	72.7	42.8	33.5	25.9	货币资金的期初余额	397	741	552	637
P/B	5.1	4.6	4.1	3.6	货币资金的期末余额	741	552	637	689
EV/EBITDA	35.4	23.9	20.8	18.2	企业自由现金流	297	(261)	176	191
					权益自由现金流	614	(192)	84	54

资料来源：公司资料和国联证券预测

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。