

2010 年 10 月 29 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所食品饮料小组

组长 强系璧

执业证书编号：S0590208070088

联系人

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

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）2010 年三季度报分析

经营数据：

公司 2010 年前三季度实现营业收入 6.20 亿元，同比下降 0.64%；实现营业利润 2505.6 万元，同比下降 13.24%；实现归属上市公司股东的净利润 1512.7 万元，同比增长 0.98%；实现每股收益 0.1192 元；第三季度收入和净利润分别同比增长-6.93%和 36.13%。

分析结论：

● 业绩符合预期，三季度毛利率提升较快

公司前三季度的业绩符合我们的预期，调味产品销售均价上涨提升了公司的毛利率水平，前三季度公司综合毛利率为 28.44%，同比提升 0.7 个百分点，其中三季度毛利率 28.65%，同比提升 3.8 个百分点。

● 营业利润同比下降幅度超过收入

公司前三季度实现营业利润 2505.6 万元，同比下降 13.24%，下降幅度大大超出收入，主要原因是公司百盛商城受同业竞争以及门前道路条件的影响，投资收益出现下降，前三季度共实现 921 万元，同比下降 33%。

● 房地产收入确认不多，预收账款表现良好

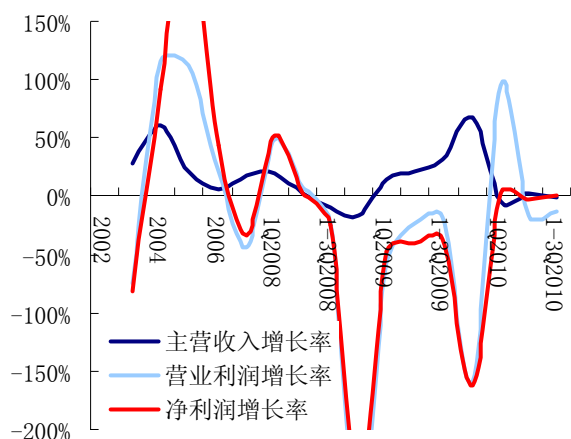
公司前三季度房地产收入确认要小于去年，今年开盘销售的收入确认将在年底，从目前预收账款来看，销售情况仍属乐观，三季度预收账款的增量较少主要是新旧楼盘交替期，年底新楼盘推出将有所改善。预计全年地产收入有保障。

● 调高评级至“推荐”

维持对公司 10 年 0.35 元的业绩预测，考虑到地产存货占款随着销售出现下降，导致财务费用下降，调高 11~12 年业绩分别至 0.46 元和 0.65 元，对应目前股价 PE 分别为 48 倍、36.6 倍和 26.2 倍，公司战略调整效果初现，未来营销改革的推进、地产的剥离，甚至体制的变革都将为注入发展动力和业绩提升，调高对公司的评级至“推荐”。

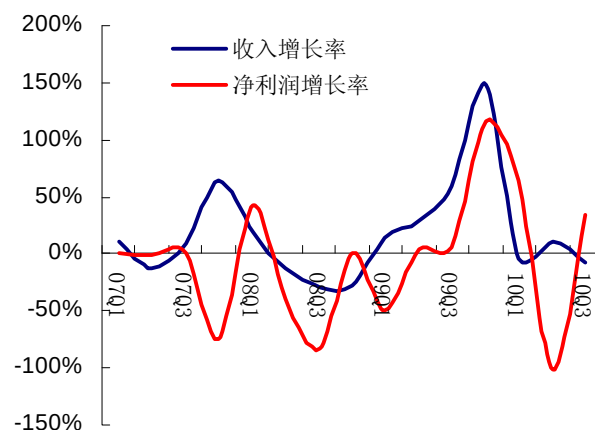
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,174	1,306	1,431	1,613
YOY	68.1%	11.2%	9.6%	12.7%
归属母公司净利润	31	45	59	82
EPS(元)	0.24	0.35	0.46	0.65
P/E	69.5	48.1	36.6	26.2
P/B	4.9	4.6	4.4	4.0

图表 1: 公司季度累计经营情况



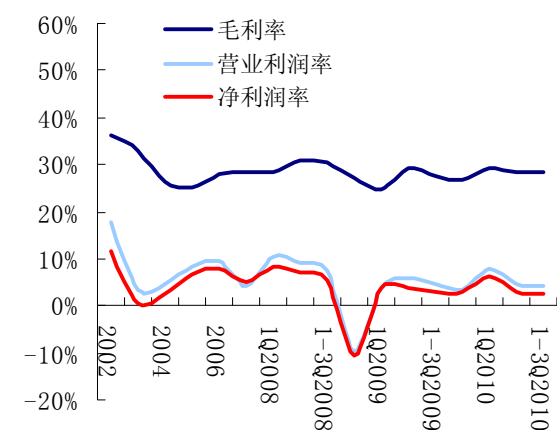
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司单季度经营情况



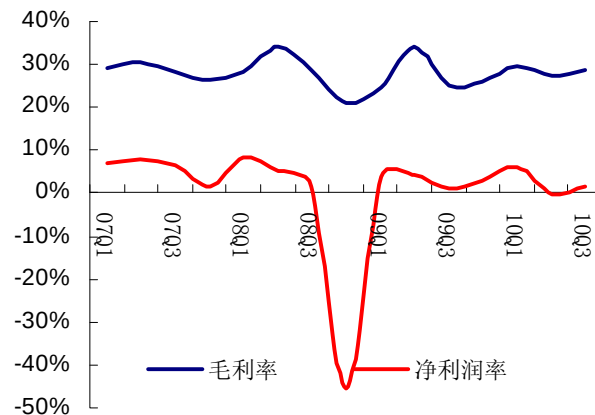
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司季度累计经营情况



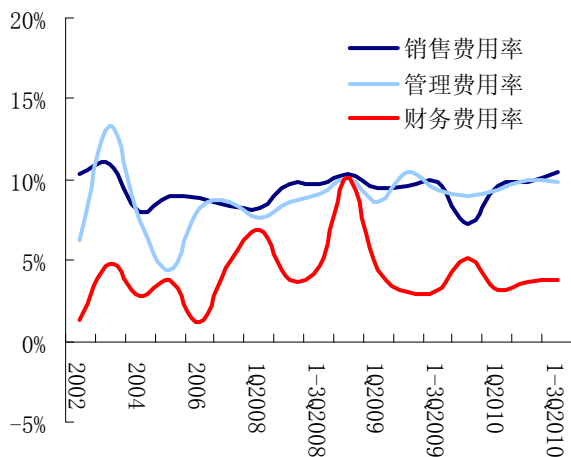
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司单季度经营情况



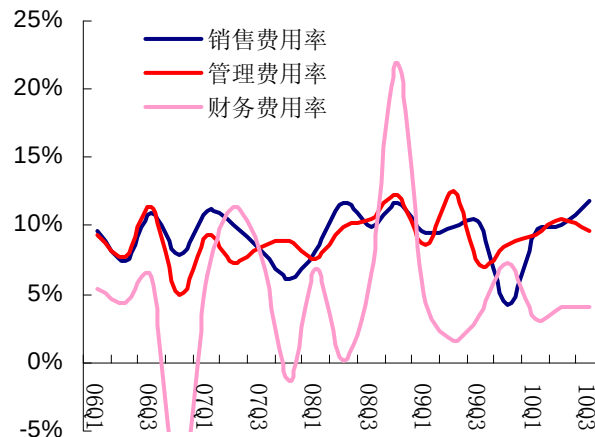
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司季度累计经营情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 6: 公司单季度经营情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 7: 单季度利润表情况

单位: 百万元	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
一、营业总收入	155.80	128.32	221.94	218.56	201.69	204.21	549.51	207.97	222.56	190.07
二、营业总成本	141.41	128.63	327.74	219.92	186.95	202.37	543.03	196.22	222.49	186.04
其中: 营业成本	102.68	91.71	175.40	164.45	133.25	153.46	406.24	146.82	161.64	135.61
营业税金及附加	4.24	2.16	6.45	6.30	4.94	4.89	27.02	3.10	4.64	3.20
销售费用	18.16	12.68	26.03	20.60	20.01	20.85	23.29	19.88	22.33	22.60
管理费用	15.40	13.42	27.25	18.79	25.33	14.67	46.96	19.57	23.34	18.40
财务费用	0.22	8.50	48.53	9.57	3.30	7.05	39.90	6.55	9.17	7.77
资产减值损失	0.71	0.16	44.09	0.22	0.11	1.45	-0.38	0.29	1.38	(1.56)
三、其他经营收益										
公允价值变动净收益			-0.88				0.88			
投资净收益	-2.45	4.29	2.81	9.99	0.79	2.88	4.20	5.04	3.32	0.85
四、营业利润	11.95	3.98	-103.88	8.63	15.53	4.72	11.57	16.79	3.39	4.88
加: 营业外收入	0.22	-0.04	7.89	1.58	-0.13	0.06	9.00	0.20	0.16	0.12
减: 营业外支出	1.02	0.70	3.48	0.44	0.62	1.39	1.82	0.40	0.93	0.27
五、利润总额	11.14	3.24	-99.48	9.77	14.78	3.39	18.75	16.59	2.62	4.73
减: 所得税	2.88	1.20	1.05	1.91	6.22	1.23	2.06	3.67	2.79	1.83
六、净利润	8.26	2.03	-100.53	7.86	8.56	2.16	16.69	12.93	(0.18)	2.90
减: 少数股东损益	0.68	0.54	-27.56	0.08	2.91	0.61	0.70	5.01	(5.28)	0.79
七、归属母公司所有者净利润	7.58	1.49	-72.97	7.78	5.65	1.55	15.99	7.92	5.10	2.11
EPS	0.060	0.012	(0.574)	0.061	0.044	0.012	0.126	0.062	0.040	0.017
收入增长率	-13%	-30%	-27%	14%	29%	59%	148%	-5%	10%	-7%
毛利率	34%	29%	21%	25%	34%	25%	26%	29%	27%	29%
营业利润率	8%	3%	-47%	4%	8%	2%	2%	8%	2%	3%
净利润率	5%	2%	-45%	4%	4%	1%	3%	6%	0%	2%
营业税金率	3%	2%	3%	3%	2%	2%	5%	1%	2%	2%
销售费用率	12%	10%	12%	9%	10%	10%	4%	10%	10%	12%
管理费用率	10%	10%	12%	9%	13%	7%	9%	9%	10%	10%
所得税率	26%	37%	-1%	20%	42%	36%	11%	22%	106%	39%
净利润增长率	-37%	-85%	-	-47%	-25%	4%	-122%	2%	-10%	36%

资料来源: WIND 国联证券研究所

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

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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。