

恒顺醋业(600305)调研简报

小行业，大空间

日常消费/食品

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2011 年 5 月 12 日

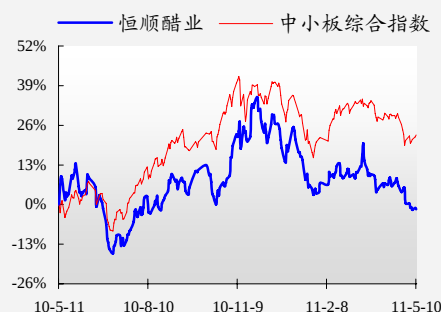
投资要点：

- 恒顺醋业已经有 170 年历史，在中国 5 大地方名醋中，镇江香醋基本被恒顺醋业所独占。我们认为，170 年的香醋“金字招牌”是公司最核心的竞争力，品牌价值巨大，如果经营得当，是可以转化成业绩的。
- 醋行业是一个高度分散的市场，行业内的多数企业是小型企业，实力与恒顺醋业悬殊，呈现出一家独大的格局。公司有希望大幅增加市场份额，市场占有率有望由 6.67% 提升到 20-30%。
- 经营稳健，公司长期保持稳健的低速增长。公司进行过多元化的尝试，投资涵盖房地产、光电、商业零售等领域，投资回报一般，尚不及专业生产调味品的收益高。2009 年后，公司开始集中于主业，房地产等业务维持现状。
- 近期持续不断的食品安全事件的曝光使公众对食品行业产生了信任危机，这为老字号企业的发展创造了契机。公司发展缓慢主因是体制问题。此外，公司目前的产能为 20 万吨，产量接近极限，急需扩充产能。
- 根据我们的调研，恒顺醋业主业有 3-4 倍的扩张空间，公司拥有巨大的品牌价值。但公司尚未从根本上摆脱体制束缚，增长动力不足。产能瓶颈短期内难以解决。因此，我们判断公司业绩增长较低。2011 年、2012 年 EPS 为 0.31 元，0.33 元，PE 在 40-50 倍之间。但相对于公司的资产质量、品牌价值，公司股价不高。公司所在行业为生活必需品行业，安全边际很高，产品价格较低，存在提价空间。综合判断，给予公司“谨慎推荐”评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	117,397	68.09	3,184	162.92	0.24	7.01	65	-
2010	114,889	-2.14	3,097	1.91	0.25	7.51	62	-
2011E	125,120	8.90	3,929	26.86	0.31	8.36	50	-
2012E	133,641	6.80	4,196	6.80	0.33	8.25	47	-

走势图



市场数据

2011/5/11

收盘价:	15.69 元
52 周最高价:	22.27 元
52 周最低价:	12.88 元
平均持仓成本:	17.25 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	12,715
流通 A 股 (万股):	12,715
每股收益 (元):	0.066
每股净资产 (元):	3.40
每股经营现金流 (元):	-0.18
市净率:	4.56

分析师: 钟大举

执业证书编号: S0550511010011

TEL: (8621)6336 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdaju@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

醋行业的“金字招牌”，品牌价值巨大。

从创始到现在，恒顺醋业已经有 170 年历史，是中国罕见的持续经营并与公众生活密切相关的老字号。在中国 5 大地方名醋中，镇江香醋基本被恒顺醋业所独占，而其他地方醋则被当地大大小小企业瓜分，形不成优势品牌。恒顺醋业对品牌高度重视，在厂区建立醋文化博物馆，作为旅游宣传基地。我们在镇江调研发现，外地来客在镇江购买醋产品比较普遍。我们曾经担心公司技术人员流失开办醋厂问题，公司介绍，镇江香醋源自于恒顺醋业，恒顺醋业已经成为镇江香醋的代名词，其他品牌是难以立足的。我们认为，170 年的香醋“金字招牌”是公司最核心的竞争力，品牌价值巨大，如果经营得当，是可以转化成业绩的。

高度分散的市场格局造就发展空间。

醋行业是一个高度分散的市场，恒顺醋业 20 万吨产能，远高于同行，但市场占有率仅 6.67%。醋行业的企业数量巨大，难以统计，仅山西就有 300 家企业，产量 30 万吨，行业占比 10%。醋行业内的多数企业是小型企业，实力与恒顺醋业悬殊，呈现出一家独大的格局。由于小企业的产品质量存在信任危机，公司有希望大幅增加市场份额，市场占有率有望由 6.67% 提升到 20-30%。

经营稳健，进取不足。

醋是一个传统行业，酱油、醋、盐一直是低价的生活必须品，公司长期定位在这个层次，保持稳健的低速增长。不追求暴利、稳健、诚信是老字号的特色。公司进行过多元化的尝试，投资涵盖房地产、光电、商业零售等领域，投资回报一般，尚不及专业生产调味品的收益高。2009 年后，公司开始集中于主业，房地产等业务维持现状。

主业向好，但快速增长长期尚未到来。

近期持续不断的食品安全事件的曝光使公众对食品行业产生了信任危机，这为老字号企业的发展创造了契机。恒顺醋业的几乎所有产品不添加苯甲酸钠等常见的食品防腐剂，业内独树一帜。而国内很多小厂偷工减料，生产条件不佳，存在很多隐患。恒顺醋业的品牌同样还可以延伸到黄酒、酱油、香油等调味品上。公司发展缓慢主因是体制问题。恒顺醋业是镇江的国有企业，代表地方特色和文化，受到政府严格监管，但激励机制不足，管理层没有追求高速增长的动力。此外，公司目前的产能为 20 万吨，产量接近极限，急需扩充产能。在产能瓶颈下，公司压缩低端产品，充实中高端产品，总量增长有限。

投资建议

根据我们的调研，恒顺醋业主业有 3-4 倍的扩张空间，加之公司巨大的品牌价值，使得公司股票具备长期投资的基础。但公司尚未从根本上摆脱体制束缚，增长动力不足。产能瓶颈是最为现实问题，即使现在开工，最快也在 2 年以后有新增产能。因此，我们判断公司业绩增长较低。2011 年、2012 年 EPS 为 0.31 元，0.33 元，PE 在 40-50 倍之间。

但相对于公司的资产质量、品牌价值，公司股价不高。公司所在行业为生活必需品行业，安全边际很高，产品价格较低，存在提价空间。综合判断，给予公司“谨慎推荐”评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。