

恒顺醋业(600305.sh)

毛利率和费用率皆同比上升，看好公司长期发展

胡鸿 分析师
电话: 0755-82739763
eMail: hh6@gf.com.cn

汤玮亮 分析师
电话: 020-87555888-634
eMail: twl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010017

SAC 执业证书编号: S0260511020009

2011 年中报收入低于预期，但主业增速符合预期

今年上半年，公司实现营业收入 4.8 亿元，同比增长 11.51%，低于我们此前 20% 预测增速；公司实现净利润 1351.21 万元，同比仅增长 3.81%，扣除非经常性损益后，同比下滑 2.47%；EPS 为 0.106 元。

中报关键信息：毛利率和三大费用率皆同比上升

1) 酱醋调味品实现销售 3.32 亿元，同比增长 21.41%，收入占比升至 70.4%；而上半年房地产业务实现收入 8303 万元，占收入比重为 17.6%，同比增长 34.7%，但预计今年房地产业务贡献收入不如去年；公司其他业务仅为 5662 万元，同比下滑 38.6%。2) 毛利率稳中上升，综合毛利率为 32%，同比增加 3.65 个百分点，其中，酱醋调味品毛利率为 36.63%，房地产业务为 25.56%，其它业务为 14.23%。3) 销售费用、财务费用和管理费用占销售收入比重为 26.22%，加总同比上升 5.22 个百分点，此外，百盛商场利润下降使得上半年投资收益仅为 399 万元，同比下滑 52.3%。4) 上半年营业外收入 302 万元，同比增长 731.5%，上半年净利润仍下滑至 2.81%。

公司看点：品牌基础强，行业格局有利于公司，费用率节约空间大

1) 中国食醋产业规模相对较小，产业集中度较低，食醋行业优势企业的提升空间很大。2) 对比行业和其它企业，公司毛利率较高、但净利率低；费用率有较大的节约空间。3) 作为一家持续变革的老国企，公司向好的趋势是确定的，09-10 年恒顺发生了很多积极的变化。

盈利预测和投资评级：一年内合理估值为 15-17 元

预计 2011-13 年 EPS 0.36 元、0.43 和 0.53 元，一年内合理估值为 14-17 元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全问题，营销激励效果低于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,173.97	1,148.89	1129.15	1395.04	1754.01
增长率(%)	68.09%	-2.14%	-1.72%	23.55%	25.73%
EBITDA(百万元)	153.97	174.58	143.18	175.57	218.41
净利润(百万元)	30.97	31.84	45.89	55.20	67.83
增长率(%)	-162.92%	2.80%	44.13%	20.28%	22.89%
每股收益(元)	0.244	0.250	0.36	0.43	0.53
市盈率	55.21	75.00	43.14	35.87	29.19
市净率	3.86	5.63	4.21	3.77	3.34
EV/EBITDA	16.27	20.16	21.71	18.42	15.46

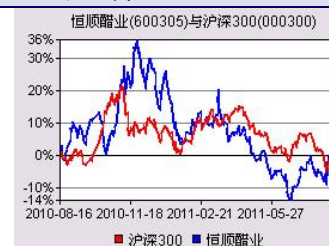
数据来源：江苏恒顺醋业股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.57
目标价格(元)	17.20
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	1.70%	-1.24%	1.25%
沪深 300	-6.74%	-6.72%	2.18%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
127.15/127.15

主要股东:

江苏恒顺集团有限公司

主要股东持股比例 51.94%

财务比率

ROE	7.51%
ROA	3.98%
资产负债率	84.75%
每股净资产(元)	3.34
2010 年报数据	

2011年中报业绩：收入增速低于预期

今年上半年，公司实现营业收入4.8亿元，同比增长11.51%，低于我们此前20%预测增速；公司实现净利润1351.21万元，同比仅增长3.81%，扣除非经常性损益后，同比下滑2.47%；EPS为0.106元。

中报关键信息：毛利率和费用率皆同比上升

根据公司披露信息：

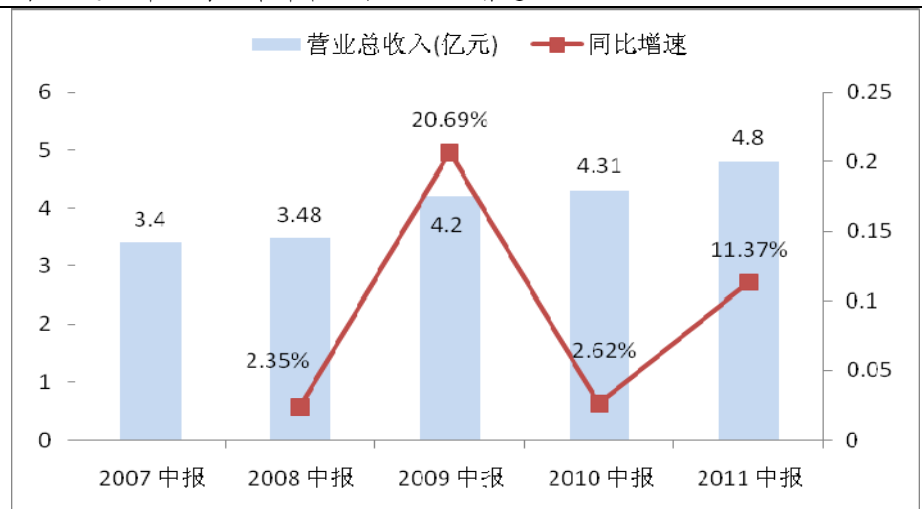
第一、酱醋调味品主业稳定增长，房地产业务同比快速上升，其它业务同比下滑。分行业收入情况，酱醋调味品实现销售3.32亿元，同比增长21.41%，收入占比升至70.4%，由于统计局没有专门公布食醋行业经济效益数据，我们根据酱油、食醋调制行业收入情况，上半年收入23.35%，公司与行业收入相当；而上半年房地产业务实现收入8303万元，占收入比重为17.6%，同比增长34.7%，但预计下半年房地产业务贡献收入不如去年，主要原因为2010年度下半年房地产收入为3.1亿元，大幅大于上半年，但从公司目前情况看，下半年房地产业务确认收入将不太可能超过3亿元，预计全年房地产业务收入或将下滑；公司其他业务仅为5662万元，同比下滑38.6%。

第二、毛利率稳中上升，综合毛利率为32%，同比增加3.65个百分点，其中，酱醋调味品毛利率增加1.79个百分点至36.63%，房地产业务增加4.49个百分点至25.56%，其它业务毛利率小幅上升0.44个百分点至14.23%。根据公司披露信息，公司上半年以新产品开发实现“扬长避短”，改善产品毛利率结构，上半年共开发了餐饮和网络适销产品以及保健品10新品投放市场。

第三、销售费用、财务费用和管理费用占销售收入比重为26.22%，三者比重分别为10.04%、5.46%和10.72%，加总同比上升5.22个百分点，尽管毛利率同比上升，但上半年净利润仍下滑至2.81%，此外，投资收益仅为399万元，同比下滑52.3%，主要缘于百盛商场上半年净利润仅为567万元，而去年同期为1296万元，且另一长期股权投资企业稳润光电净利润也由2010年上半年703万元降至今年上半年474万元。

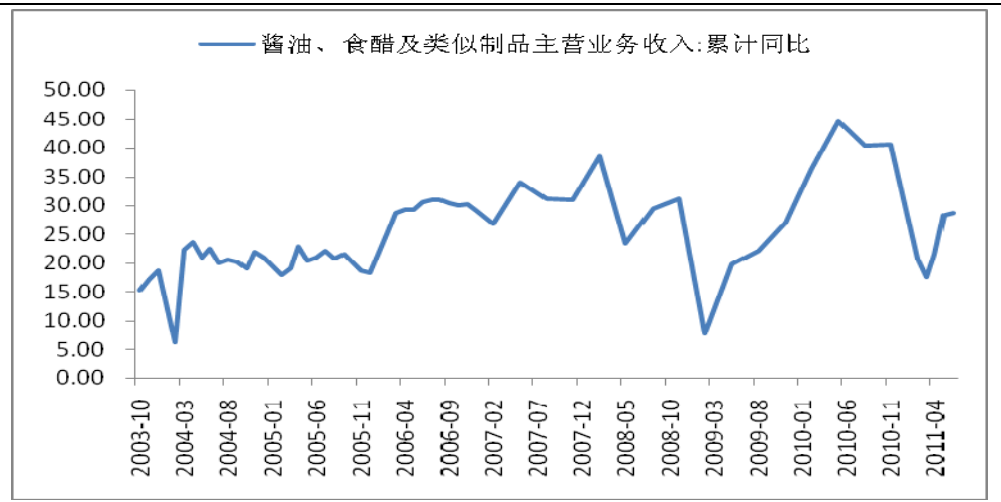
第四、上半年营业外收入302万元，较去年同期36.3万元同比增长731.5%，其中，政府补贴193万元，主要有：1）“年产10万吨普通香醋、年产10万吨精品香醋项目”，按照项目投资计划上半年转入营业外收入87.75万元；2）子公司--江苏恒顺调味食品有限公司收到政府项目引导资金110万元，按照项目进度本期转入营业外收入5.5万元；3）子公司镇江恒华彩印包装有限公司收到文化产业补贴资金100万元。

图1：近几年公司上半年营业收入以及增速



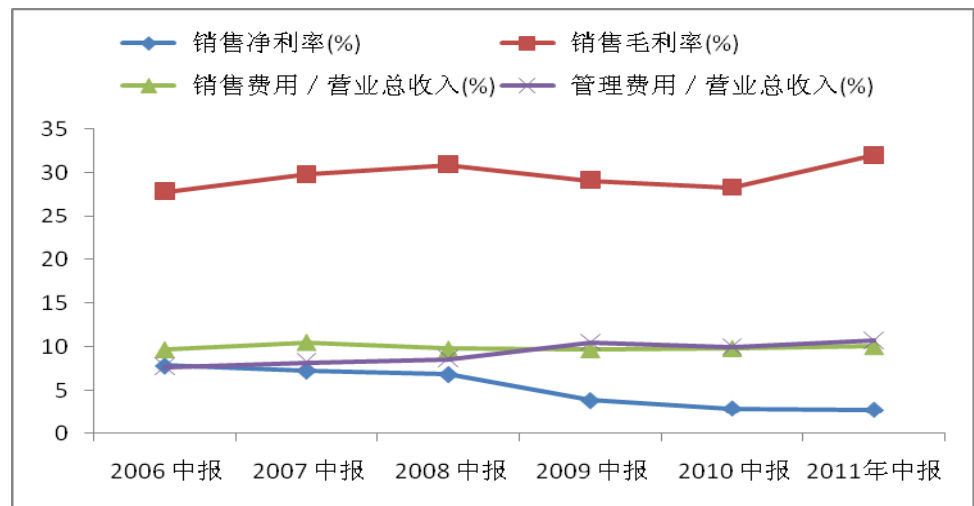
数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

图2：酱油、食醋规模以上企业收入增速



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

图3：公司毛利率和净利率情况



数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

表1：上半年同比发生重大变化的财务数据以及说明

项目（万元）	2011年6月30日	2010年6月30日	变动幅度	变动原因
营业税金及附加	1,211.54	774.19	56.49%	房地产税金同比增加
财务费用	2,619.87	1,571.85	66.67%	向银行融资规模及利率上升
资产减值损失	66.82	167.05	-60.00%	应收款项减值准备计提同比减少
投资收益	398.98	836.23	-52.29%	百盛商城同比收益下降
营业外收入	302.13	36.34	731.48%	本期收到财政补贴增加
营业外支出	235.70	133.10	77.08%	销售增长致使综合基金税费增长

数据来源：公司公告

公司未来看点：品牌基础强，行业格局有利于公司

■ 销售规模低于品牌地位、成长空间大。

食醋与酒有相似性，酿造工艺有相似性，都讲文化、讲历史。我们对比了业内各种酒类公司，可以看出恒顺的品牌地位与销售规模不匹配。并且我们认为，恒顺醋业市占率较低，据媒体报道，醋行业全年产量超过300万吨，而公司目前仅有不到20万吨的产能，与公司品牌地位不相匹配。

■ 相对其他行业，食醋行业的竞争格局更有利于恒顺。

- 1) 醋的消费讲文化、讲历史，潜在进入者的壁垒较高，且保健等领域的开拓，促进醋行业更加进一步增加。近期媒体报道的山西“勾兑醋”事件，替公司做了无形的消费者教育工作，促使消费者更加青睐有品牌基础的公司，有利于公司走出华东市场，取得更大的市场份额。
- 2) 醋缺乏合适的替代品，替代品威胁不大。
- 3) 山西老陈醋名气虽大，但缺乏强势企业，无法与恒顺抗衡。而食品饮料其它子行业中，均存在多个强势品牌。

■ 公司食醋业务盈利能力的提升空间还很大。

上半年公司酱醋业务（以醋为主）的毛利率已升至为36.63%。而酱醋行业今年3-5月份，规模以上企业毛利率水平为15.9%。因此，公司食醋业务的实际盈利能力很强于行业。但公司净利率低，上半年不到3%，意味着公司费用具备较大节约空间。当然，今年上半年公司的费用率仍在上升，但是我们认为，未来有下降空间，一方面，去年以来，公司在销售激励方面做了改革，短期费用率难下降，另一方面，未来随着二期20万吨产能规模化生产后，费用率或将下降。

盈利预测与投资评级：一年内合理估值15-17.2元

根据上述内容，盈利预测假设条件为：酱醋业务收入连续3年增速为25%及以上，综合毛利率维持稳定，且费用稳中略降，则我们预计2011-13年实现EPS 0.36、0.43和0.53元，相当于2011年43倍PE，食品饮料板块中估值不便宜，但考虑到行业成长空间、公司盈利能力提高以及管理层变革或带来机制向好变动等因素，我们给予公司2012年35-40倍PE计算，12个月内合理估值为15-17.2元，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全问题，营销激励效果低于预期。

资产负债表

单位：百万元

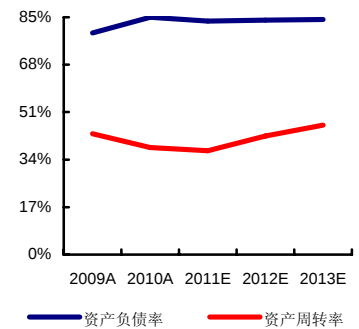
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,009	1,630	1,825	2,181	2,630
货币资金	741	609	600	675	732
应收及预付	299	252	258	311	396
存货	968	768	967	1,195	1,501
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	984	1,385	1,246	1,344	1,436
长期股权投资	123	135	131	131	131
固定资产	734	786	784	833	878
在建工程	33	6	26	76	126
无形资产	75	75	71	70	68
其他长期资产	19	382	234	234	234
资产总计	2,993	3,014	3,071	3,525	4,066
流动负债	2,223	2,354	2,390	2,781	3,245
短期借款	1,145	1,360	1,560	1,760	1,960
应付及预收	977	816	830	1,021	1,286
其他流动负债	102	177	0	0	0
非流动负债	146	201	169	169	169
长期借款	121	169	169	169	169
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	32	0	0	0
负债合计	2,369	2,555	2,559	2,950	3,414
股本	127	127	127	127	127
资本公积	239	197	197	197	197
留存收益	76	100	145	201	268
归属母公司股东权益	442	424	470	525	593
少数股东权益	181	35	42	49	58
负债和股东权益	2,993	3,014	3,071	3,525	4,066

利润表

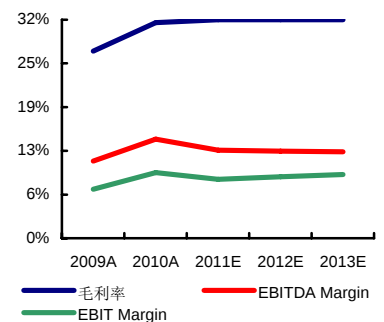
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1174	1149	1129	1395	1754
营业成本	857	792	773	956	1201
营业税金及附加	43	38	37	46	58
销售费用	85	100	110	133	167
管理费用	106	110	113	137	167
财务费用	60	64	56	70	88
资产减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	18	14	16	15	15
营业利润	40	57	55	69	89
营业外收入	11	5	20	20	20
营业外支出	4	7	6	6	6
利润总额	47	55	70	84	103
所得税	11	19	17	21	26
净利润	35	36	52	63	77
少数股东损益	4	4	6	7	9
归属母公司净利润	31	32	46	55	68
EBITDA	131	164	143	176	218
EPS (元)	0.24	0.25	0.36	0.43	0.53

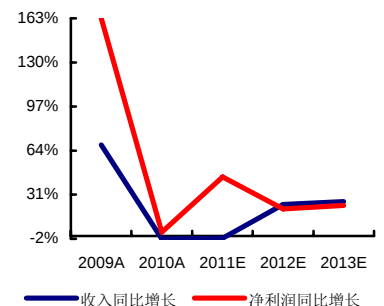
资产负债率趋势



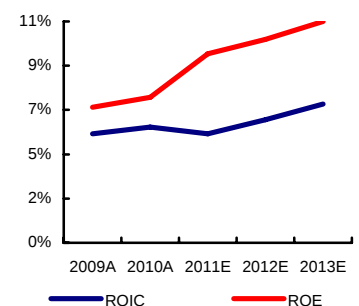
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

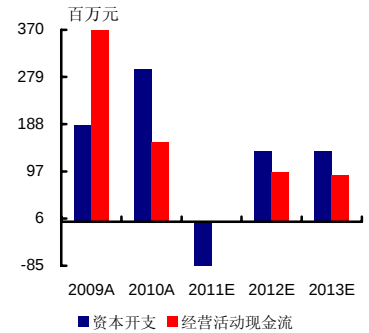
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	370	153	-4	88	81
净利润	35	36	52	63	77
折旧摊销	48	55	47	52	57
营运资金变动	245	19	-173	-89	-127
其它	42	43	69	63	74
投资活动现金流	-239	-305	105	-121	-120
资本支出	-185	-294	85	-136	-136
投资变动	-54	-11	20	15	15
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	113	31	-110	107	97
银行借款	1,321	1,703	200	200	200
债券融资	-1,196	-1,354	-208	0	0
股权融资	2	3	0	0	0
其他	-14	-321	-102	-93	-103
现金净增加额	244	-121	-9	75	57
期初现金余额	397	741	609	600	675
期末现金余额	641	621	600	675	732

主要财务比率

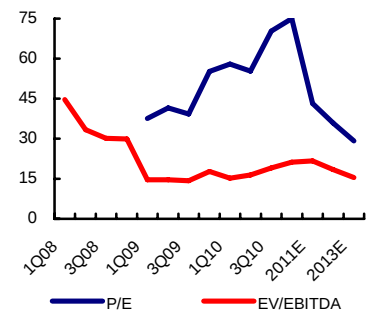
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	68.1%	-2.1%	-1.7%	23.5%	25.7%
营业利润	159.3%	40.8%	-3.0%	25.2%	28.4%
归属于母公司净利润	162.9%	2.8%	44.1%	20.3%	22.9%
获利能力					
毛利率	27.0%	31.1%	31.5%	31.5%	31.5%
净利率	3.0%	3.1%	4.6%	4.5%	4.4%
ROE	7.0%	7.5%	9.8%	10.5%	11.4%
ROIC	5.6%	6.0%	5.6%	6.3%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	79.2%	84.8%	83.3%	83.7%	84.0%
净负债比率	98.5%	238.4%	220.6%	218.4%	214.4%
流动比率	0.90	0.69	0.76	0.78	0.81
速动比率	0.38	0.31	0.29	0.29	0.28
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.38	0.37	0.42	0.46
应收账款周转率	22.19	19.94	21.01	20.46	20.73
存货周转率	0.87	0.91	0.80	0.80	0.80
每股指标 (元)					
每股收益	0.24	0.25	0.36	0.43	0.53
每股经营现金流	2.91	1.20	-0.03	0.69	0.64
每股净资产	3.48	3.34	3.70	4.13	4.66
估值比率					
P/E	55.2	75.0	43.1	35.9	29.2
P/B	3.9	5.6	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	17.8	21.3	21.7	18.4	15.5

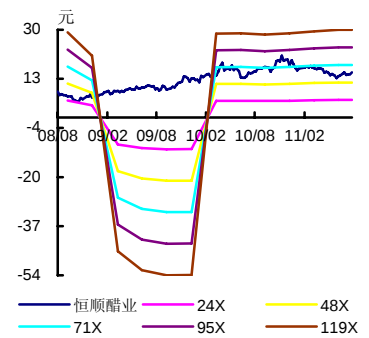
资本支出与经营活动现金流



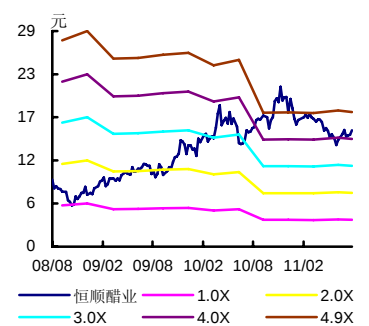
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

恒顺醋业(600305.sh)_年报点评	胡鸿	2011-03-29
恒顺醋业(600305.sh)_公司跟踪研究报告	汤伟亮	2010-12-23
恒顺醋业(600305.sh)_公司跟踪研究报告	汤伟亮	2010-07-16

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。