

恒顺醋业 (600305.sh)

近期销售“淡季不淡”，基本面持续好转中

胡鸿 分析师 电话: 0755-82739763
eMail: hh6@gf.com.cn
执业编号: S0260511010017

汤玮亮 分析师 电话: 020-87555888-8634
eMail: twl2@gf.com.cn
执业编号: S0260511020009

投资要点概括: 预计全年醋业收入增速 25%以上

(1) 7、8月销售收入增速 20%以上, 呈“现淡季不淡”, 预计全年醋业增速为 25%以上, 而房地产收入同比低于去年, 百盛商城投资收益或仅有去年一半, 黄酒业务仍在开拓中, 预计今年贡献几百万收入。

(2) 管理层换届仍存变数: 董事长由市委常委任命, 不能简单看年龄来定去留, 而今年为地方政府换届年, 故管理层换届仍存变数, 且股权激励于现任董事长任期内很难体现。

(3) 预计公司未来 2 年逐渐向好转变: 1) 外在动力: 行业带来的机遇, 山西“勾兑醋”媒体报道使得消费者更加关注食品安全问题, 利于龙头企业发展, 且食醋行业目前集中度较低, 龙头企业有进一步扩大份额的空间。2) 内在压力: 第一、地产业务规划推出, 公司上下倾注醋业精力加大, 且房地产业务退出也有利于降低财务费用, 提高公司整理净利率水平; 第二、新厂区将至少新增 2000 万元的折旧, 则管理层对利润有压力, 而公司存在多处费用节约空间。

盈利预测和投资评级: 一年内合理估值 17 元

预计 2011-13 年实现 EPS 0.36、0.43 和 0.53 元, 考虑公司成长性, 按照 2012 年 35 倍-40 倍计算, 一年内合理股价为 15-17 元。若采用市销法, 扣除房地产约 10 倍 PE1 元股价, 公司市值不到 18 亿元, 食醋业务 2011 年市销率为 2.4 倍, 相比其他调味品上市公司, 市销率偏低, 维持公司“买入”投资评级。

风险提示

房地产确认收入和投资收益低于预期, 粮食价格持续上涨影响毛利率稳定

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1173.97	1148.89	1129.15	1395.04	1754.01
增长率(%)	68.09%	-2.14%	-1.72%	23.55%	25.73%
EBITDA(百万元)	130.88	163.73	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)	0.24	0.25	0.36	0.43	0.53
市盈率	55.21	74.99	43.14	35.87	29.19
市净率	3.87	5.63	4.21	3.77	3.34
EV/EBITDA	17.76	21.28	21.71	18.42	15.46

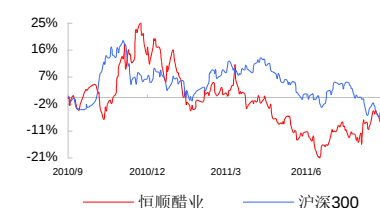
数据来源:江苏恒顺醋业股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格 15.16 元
合理价值 17.00 元
前次评级 无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.29	5.86	-8.71
沪深 300	-5.16	-5.14	-4.02

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股) 127/127

主要股东: 江苏恒顺集团有限公司

主要股东持股比例 51.94%

流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE 7.51%

ROA 1.06%

资产负债率 84.75%

2010 年报数据

最新经营情况跟踪：销售体制改革成果初现

1、近期销售呈现淡季不淡：7、8月份销售收入同比增长20%以上，而2010年和09年8月份同比增速仅为个位数，历史经验数据看，7、8月是相对淡季，12月-2月为相对旺季。

2、分业务今年销售展望：1) 预计醋业今年增速为25%以上，其中，上半年21%的增速约10%来自销量增长；2) 八佰伴等商城的开业加剧竞争，百盛投资收益预计为去年的一半；3) 预计房地产今年可回笼的资金约为2-3个亿，但不一定都确认收入，今年房地产比去年收入下降是肯定的；4) 黄酒今年收入几百万，仍在市场开拓中。

3、销售方面改善表现：1) 此次山西醋事件后，公司销售业务人员敏感度提高；2) 房地产业务的未来3-5年推出，董事长聚焦醋业的精力和动力加大。3) 加强销售人员对公司的品牌的认知，对地招人员公司文化的培训；4) 销售人员的工资普遍上涨10%以上，且要求最低完成额，实行淘汰制，摆脱以前“大锅饭”局面。

4、今年产品价格环比小幅上升：1) 公司主要产品价格都在5-10元，7、8元为主；2) 去年11月底公司提价幅度为5-10%左右，平均为7%左右，价格环比增长2%左右；

5、管理层变动存变数：董事长由市委常委任命，不能简单看年龄来定去留，而地方政府也是今年换届，所以上面换人对公司换人也有影响，存在变数。股权激励于现任董事长任期内很难体现。

6、今年折旧整体小于去年：1) 今年折旧会少于去年，主要是老厂区卖掉的部分在一季度后不再计提折旧。2) 新厂区折旧大概2000万元，还有部分老厂区几百万，以及其它折旧，大概今年折旧金额为3000多万元。3) 以后再上新厂的话，只需增加几百万元。公司目前拿到400亩地已在摊销。

7、近两年公司有明显改善，未来2年公司改变都是向好的一方面发展，是个渐进过程：1) 外因动力：行业带来的机遇，山西“勾兑醋”事件使得消费者更加关注食品安全问题，公司产品质量过关反而受益。2) 内因动力：第一、董事长此任期将到，希望公司业绩平稳增长，则收入规模必须上去；第二、新厂区新产能将至少新增2000万的折旧，则公司利润必须上去。

食品安全问题有利于品牌企业集中度提高

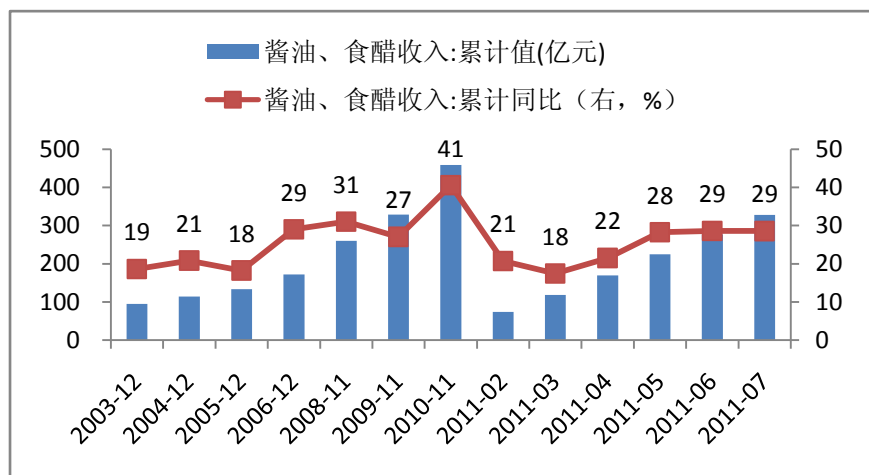
行业发展情况：酱醋行业处正于快速发展的时期。03-11年酱醋行业收入增速稳步上升，平均增速达27%，且2011年1-7月继续保持了良好的增长态势，收入和利润总额同比增长24%和36%。其中，2011年7月份规模以上企业增速为28.6%，利润增速为41.33%，利润增速持续大于收入增速，意味着规模以上企业盈利能力持续改善明显。

食品安全是行业催化剂：今年以来，食品安全整顿力度加大，我们认为，各食品子行业企业将呈现“强者恒强”，而恒顺醋业目前位居食醋行业市场份额第一，食品安全将有利于诸如恒顺醋业等子行业龙头企业扩张。今年8月初，媒体报道“山西陈醋”95%勾兑事件，引起广大消费者对食醋安全问题的注意，对注重食品质量的恒顺醋业而言利于大于弊。

食醋行业集中度不高：当前，国内醋产量第1为恒顺，山西水塔产量第2名，2010年公司产量为16.2万吨，山西水塔产量为15万吨，两者分别位居第一、第二，而产量排

名第三的江苏苏美食品产量仅为7万吨，且销售收入恒顺大幅领先同行其它产出效益比，即恒顺16.2万吨的产量对应6.2亿元收入，而山西水塔15万吨产量对应4.2亿元的收入规模。因此，尽管我国酱油行业集中较高，其消费区域性不明显，而食醋消费具有一定的区域性，口味有区别，但除了四大名醋所处的区域，国内其他区域醋缺乏强势的区域性品牌，产业集中度和准入门槛不高，品牌企业容易抢占市场，即使在山西陈醋产量集中较高的区域，也没有能与恒顺抗衡的大企业。因此，我们认为在食品安全催化下，食醋行业龙头企业仍有较大的提升空间。

图 1：酱油行业收入增速稳定增长



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

表1：调味品行业产量排名前5名公司（含税销售收入单位：万元，产量：吨）

产量排名	单位名称	2010 年		2010 年比 2009 年增减 (%)	
		产品产量	销售收入	产品产量增长率	销售收入增长率
1	佛山市海天调味食品股份有限公司	1235342	545475	16.01%	22.67%
2	广东美味鲜调味食品有限公司	535762	159185	20.37%	23.58%
3	加加食品集团股份有限公司	264019	137377	10.39%	14.45%
4	李锦记（新会）食品有限公司	229047	216068	8.94%	16.91%
5	江苏苏美食品有限公司	199300	75700	13.24%	18.28%

数据来源：广发证券发展研究中心

表2：食醋行业产量排名前5名公司（含税销售收入单位：万元，产量：吨）

产量排名	单位名称	2010 年		2010 年比 2009 年增减 (%)	
		产品产量	销售收入	产品产量增长率	销售收入增长率
1	江苏恒顺醋业股份有限公司	162498	62248	8.21%	9.14%
2	山西水塔老陈醋股份有限公司	155500	41526	47.28%	14.47%
3	江苏苏美食品有限公司	72000	19000	18.03%	26.67%
4	天津市天立独流老醋股份有限公司	62000	18197	3.33%	31.97%
5	四川保宁醋有限公司	50000	20000	11.11%	17.65%

数据来源：广发证券发展研究中心

公司看点：盈利能力的改善

我们评判一个优秀的食品公司的评判标准有三个基石：品牌+渠道+机制，目前公司不缺品牌，拥有170年的品牌文化，而公司销售收入一半以上来自华东区域，其它区域渠道下沉不够，此外，备受市场期待的机制改革也迟迟未现，如此等等多重因素影响，公司自2001年上市以来，目前市场仍在20亿元左右徘徊，自2010年来，我们持续紧密跟踪公司动态，我们认为，公司基本面拐点已现，且在持续向好方向发展，主要表现在：第一、公司品牌并未丢失，并且通过食醋文化博物馆形式继续宣传公司底蕴丰富的品牌文化，同时组织一线业务人员来公司总部学习品牌文化；第二、公司近两年来，持续增加“地招”人员，目前销售人员规模已超过500人，渠道下沉工作仍在进行中；第三、原来的国有企业机制完全改变一时难现，但管理层对销售机制已做调整，实施落后淘汰制，机制变动正在进行中。因此，我们有理由相信，公司是未来1-2年值得关注的股票。

按照以上逻辑，结合我们近期跟踪信息，我们梳理了2条公司关注点，其中，行业集中度提高已在前面一章节已分析，此节主要分析公司层面的投资亮点：盈利能力的提高。

我们认为盈利能力的提升潜力很大，可以从两个维度来思考：对比行业和其它企业，公司毛利率较高、但净利率低；具体分析公司的费用构成情况，有较大的节约空间。

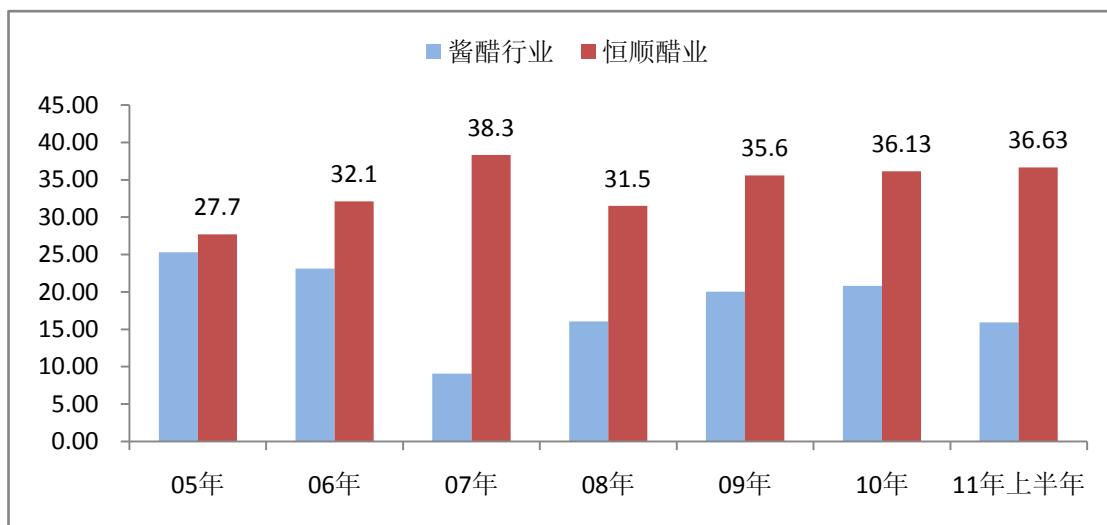
第一：恒顺盈利能力指标低于行业和可比公司：未来提升空间大

恒顺醋业09年、2010年和2011年上半年酱醋业务（以醋为主）的毛利率为35.6%、36.13%、36.63%，而酱醋行业的毛利率水平分别为20.04%、20.82%和15.93%。公司的毛利率水平远高于行业平均水平，而公司最终净利率水平仅有3%左右，低于行业税前利润率7%左右的利润率水平。此外，与上市公司相比，广东美味鲜综合毛利率大约为25%左右，低于恒顺醋业，但其净利率达8%左右，超过恒顺醋业。究其原因，一方面，恒顺因为房地产业务，融资较多，故其财务费用率连续几年在5%以上，2009年、2010年和2011年上半年分别为5.09%、5.59%和5.46%，而普通食品企业财务费用率比重超过1%的不多，若扣除财务费用，食醋业务的净利率水平大概能提高至7-8%左右，与行业水平相当。

根据公司规划，未来3-5年将逐渐退出房地产业务（2010年50%收入来自调味品，32%来自房地产），公司便可降低财务费用，食醋业务的净利水平或将提高。如中炬高新（主营80%来自美味鲜调味品，10%左右来源房地产）的净利水平7-8%水平。

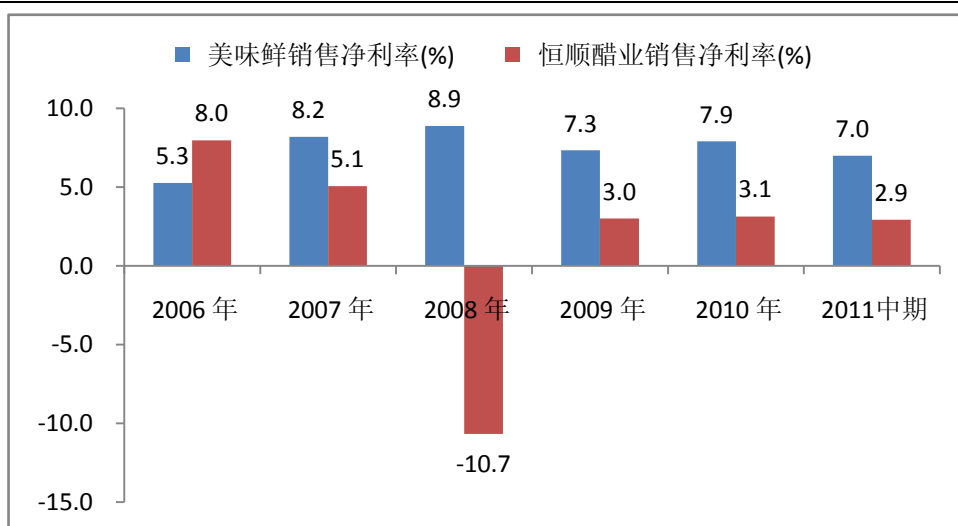
因此，换个角度看，退出房地产既能使管理层精力完全聚焦在醋业上，又能降低财务费用，加上房地产业务处于紧缩调控中，对于公司而言，是个不错选择。

图 2：酱醋行业和恒顺醋业毛利率对比



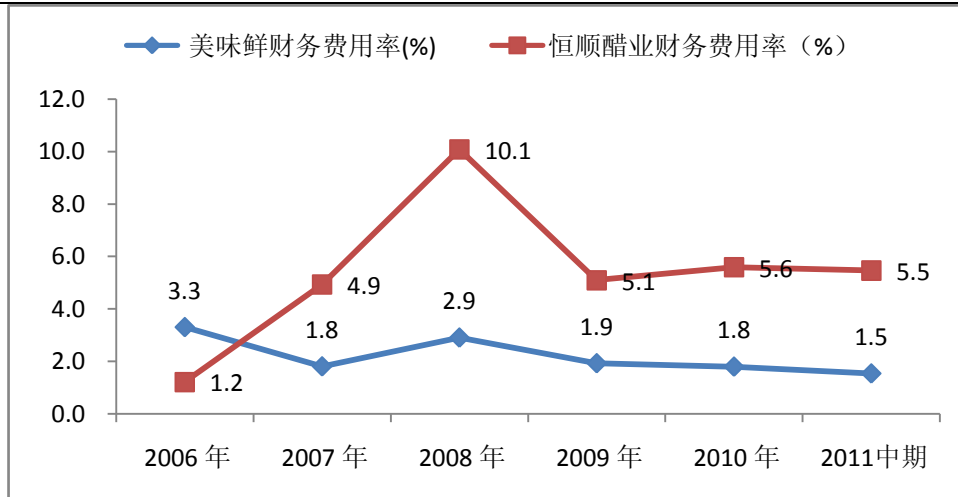
数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

图 3：恒顺醋业和中炬高新美味鲜净利润水平比较



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

图 4：恒顺醋业和中炬高新美味鲜财务费用率水平比较



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

第二、多项费用仍有节约潜力

公司作为老国企，承担了较多的社会责任，人员负担较大，未来随着收入规模的扩大，这部分固定费用占比将降低。

公司产品种类繁多，结构优化空间大。K型醋一个单品销售规模上亿、投入少、盈利能力强，然而还有许多单品投入较大、盈利贡献确很少。公司今年产品结构持续调整，解决恒顺、恒丰、恒大品牌相互之间的冲突，现在公司品类由原来200多个压缩到100多个。

综合而言，根据我们敏感性分析，今年食醋业务增速预计在25%以上，而净利率水平若能逐渐提高，公司EPS业绩弹性很好

表 3：不同销售收入增速和净利率水平下酱醋业务贡献的 2011 年 EPS

		酱醋业务销售净利率				
		3.0%	6.0%	9.0%	12.0%	15.0%
酱醋业务收入增速	10.0%	0.15	0.30	0.45	0.60	0.75
	15.0%	0.16	0.31	0.47	0.63	0.78
	20.0%	0.16	0.33	0.49	0.65	0.82
	25.0%	0.17	0.34	0.51	0.68	0.85
	30.0%	0.18	0.35	0.53	0.71	0.89

数据来源：广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级：一年内合理估值17元

根据上述内容，盈利预测假设条件为：1)食醋业务收入25%；2)毛利率维持35%；3)费用率保持稳定；4)房地产业务今年确认收入2-2.5亿元；5)百盛商场投资收益同比减少。因此，我们预计2011-13年实现EPS 0.36、0.43和0.53元，考虑公司成长性，按照2012年35倍-40倍计算，一年内合理股价为15-17元，若采用市销法，当前公司市值不到20亿元，扣除房地产约10PE1元股价，公司市值不到18亿元，食醋业务2011年市销率为2.4倍，相比其他调味品上市公司，市销率偏低，维持公司“买入”的投资评级。

表4：调味品上市公司PS对比

证券简称	市销率(PS)，当年中报×2	总市值(亿元)	营业收入(亿元)
佳隆股份	8.8	24.0	2.7
晨光生物	4.2	24.7	5.8
莲花味精	1.9	51.6	27.0
安琪酵母	5.4	114.3	21.0

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

风险提示

房地产确认收入和投资收益低于预期，粮食价格持续上涨影响毛利率稳定。

资产负债表

单位：百万元

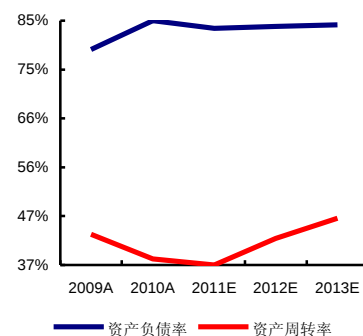
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,009	1,630	1,825	2,181	2,630
货币资金	741	609	600	675	732
应收及预付	299	252	258	311	396
存货	968	768	967	1,195	1,501
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	984	1,385	1,246	1,344	1,436
长期股权投资	123	135	131	131	131
固定资产	734	786	784	833	878
在建工程	33	6	26	76	126
无形资产	75	75	71	70	68
其他长期资产	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
应付债券	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

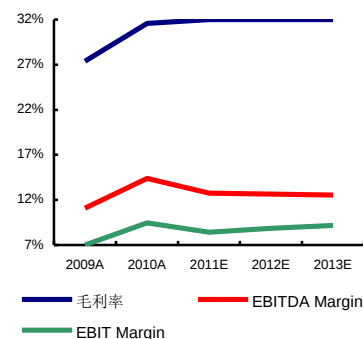
单位：百万元

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

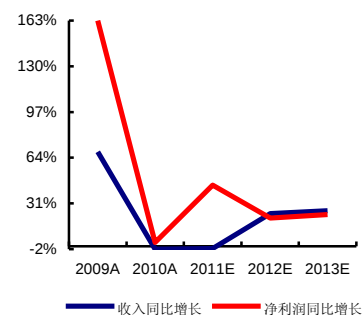
资产负债率趋势



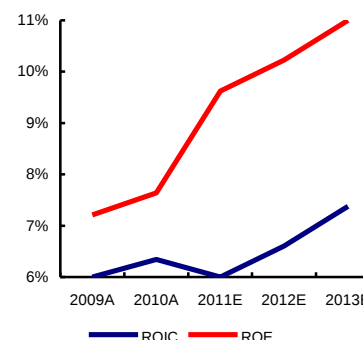
经营利润率趋势



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

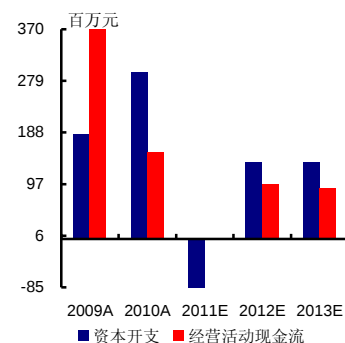
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	370	153	-4	88	81
净利润	35	36	52	63	77
折旧摊销	48	55	47	52	57
营运资金变动	245	19	-173	-89	-127
其它	42	43	69	63	74
投资活动现金流	-239	-305	105	-121	-120
资本支出	-185	-294	85	-136	-136
投资变动	-54	-11	20	15	15
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	113	31	-110	107	97
银行借款	1,321	1,703	200	200	200
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

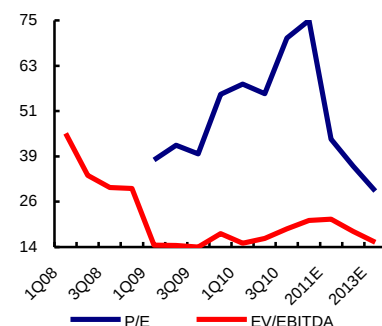
单位：%

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

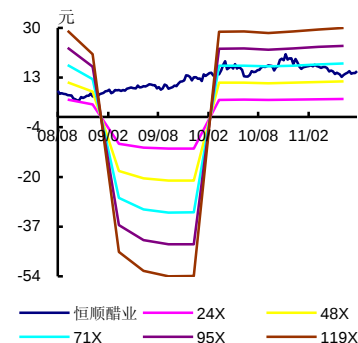
资本支出与经营活动现金流



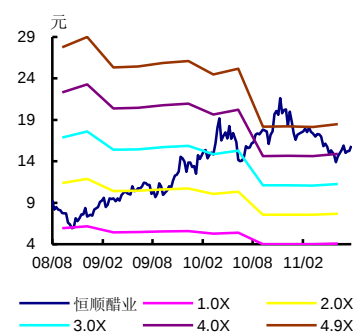
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤玮亮，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)	胡鸿	2011-03-29
恒顺醋业(600305.sh)	汤玮亮	2010-12-23

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。