

老恒和 (2226 HK, HK\$4.66, 目标价: HK\$5.72, 买入) — 转型进展顺利

- ❖ **2016年净利同比下降10%**。老恒和在2016年实现了全年营业收入8.31亿元，同比增长4.0%，净利润为2.70亿元，同比下降9.6%，并比我们前次预测少了7%。净利润下降只是因为毛利率下降以及销售和管理费用的增加。销售组合的变化（中档料酒的销售份额上升），以及原材料成本的增加，导致了毛利率下降。销售费用比我们预想的少了26%，我们认为是公司资金利用效率较高的结果。
- ❖ **分销渠道整合进展顺利**。我们认为，老恒和的分销渠道整合进展较为顺利，因为我们看到老恒和在2016年下半年销售额同比增长了6.5%，而2016年上半年仅同比上升0.9%。我们预期公司来自流通渠道和餐饮渠道的销售增长仍将保持较高水平，而商超渠道的销售将慢慢稳定下来，因为公司对经销商的回扣和其他促销活动不会在2016年的基础上进一步下滑。因此，我们预计老恒和2017年的销售收入同比增长14.1%，而在2018年为17.1%。
- ❖ **利润率水平在2017年可能会回升**。尽管老恒和过去连续3年毛利率都在下滑，但我们预计这一趋势会在2017年扭转，毛利率会有所回升。我们的信心是建立在1) 通过流通渠道和餐饮渠道分销的产品的包装材料的改变，导致原材料成本减少；2) 老恒和于2017年2月将零售价格上调10%，而大部分竞争对手在2016年第四季度已经完成涨价；3) 高端产品的销售份额开始增加（随着三四线城市的销售渗透率提高，客户开始选择老恒和高端线的产品）。
- ❖ **积极的线上营销继续推进**。公司在2016年的销售费用达人民币8.1亿元，约占营业收入的9.8%，其中包括聘请谢霆锋先生在真人秀节目“十二道锋味”中作为老恒和品牌大使所支付的人民币5000万元赞助费，及人民币2700万元的媒体广告费。公司还在2016年赞助了另一个真人秀节目“食在囧途”。通过积极的线上营销，老恒和旨在增加品牌曝光度从而增加销量。我们估计，老恒和将继续在线上营销上保持投入，销售费用与收入占比在2017至2019年间将保持在9-10%。
- ❖ **目标价为5.72港元，维持买入评级**。我们将2017、2018每股盈利预测从人民币0.50、0.65元下调至人民币0.45、0.55元，并估计2019元每股收益为0.63元。我们的新目标价是基于9倍2018年动态市盈率计算出来的。我们将老恒和的新目标价设定为5.72港元，低于原先预测的6.30港元，意味着有22.8%的上涨空间。我们维持老恒和的买入评级。

梁甫茵

(852) 3900 0826

fionaliang@cmbi.com.hk

老恒和 (2226 HK)

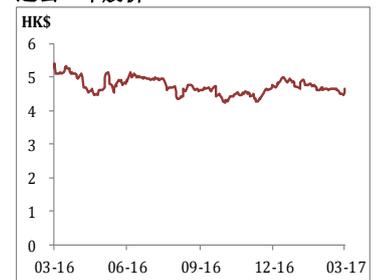
评级	买入
收市价	HK\$4.66
目标价	HK\$5.72
市值(港币百万)	2,697
过去3个月平均交易(港币百万)	1.38
52周高/低(港币)	5.44/1.16
发行股数(百万)	518.8
主要股东	陈卫忠(48.06%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-0.4%	-2.0%
3月	-1.9%	-10.5%
6月	1.3%	-2.1%

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	799	831	949	1,111	1,280
净利润(百万人民币)	229	207	242	294	341
每股收益(人民币分)	44.1	38.4	45.0	54.7	63.4
每股收益变动(%)	5.5	-12.8	17.2	21.5	15.9
市盈率(x)	9.4	10.8	9.2	7.6	6.5
市账率(x)	1.5	1.2	1.1	1.0	0.8
股息率(%)	1.9	1.7	1.9	2.4	2.7
权益收益率(%)	17.1	12.4	12.1	13.2	13.7
净财务杠杆率(%)	32.2	29.3	19.0	10.8	2.7

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	799	831	949	1,111	1,280
销售成本	(348)	(385)	(435)	(512)	(588)
毛利	451	446	513	600	692
销售费用	(75)	(81)	(95)	(105)	(119)
行政费用	(80)	(83)	(92)	(106)	(120)
其他收益	9	-	-	-	-
政府补贴	2	7	7	7	7
其他费用	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
利息收入	0	1	1	1	1
息税前收益	307	289	334	396	460
融资成本	(33)	(41)	(43)	(43)	(51)
税前利润	275	248	291	353	409
所得税	(46)	(41)	(48)	(59)	(68)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	229	207	242	294	341

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	773	1,200	1,328	1,475	1,639
固定资产	630	810	938	1,084	1,247
预付租赁款项	27	51	52	53	54
无形资产	0	0	0	0	0
预付款项非流动资产	113	335	335	335	335
定期存款	-	0	0	0	0
递延所得税资产	3	3	3	3	3
流动资产	1,526	1,964	2,144	2,436	2,867
现金及现金等价物	186	292	509	789	1,192
存货	945	1,088	1,003	958	928
应收账款和票据	142	162	185	205	224
预付款项，按金及其他应收款项	249	193	218	256	294
定期存款	3	69	69	69	69
抵押存款	-	159	159	159	159
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动负债	782	1,034	1,133	1,312	1,605
短期借款	570	777	827	947	1,147
应付账款	118	144	179	220	290
其他应付款	56	79	91	111	133
应交税金	37	35	35	35	35
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	94	228	237	251	271
递延政府补助	15	19	19	19	19
其他应付关联公司	5	137	137	137	137
长期借款	74	72	81	95	115
少数股东权益	-	-	-	-	-
净资产总值	1,423	1,902	2,102	2,348	2,630
股东权益	1,423	1,902	2,102	2,348	2,630

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	275	248	291	353	409
折旧和摊销	28	33	41	48	56
营运资金变动	(186)	73	86	48	65
利息收入	33	41	43	43	51
税务开支	(23)	(41)	(48)	(59)	(68)
其他	(8)	(157)	-	-	-
经营活动所得现金净额	118	197	412	434	513
购置固定资产	(174)	(213)	(167)	(193)	(218)
股息收入	-	-	-	-	-
其他	(113)	(314)	(2)	(2)	(2)
投资活动所得现金净额	(288)	(526)	(169)	(195)	(220)
股份发行	-	318	0	(0)	(0)
净银行借贷	172	204	59	134	220
股息	(52)	(46)	(42)	(49)	(59)
财务费用	(33)	(41)	(43)	(43)	(51)
其他	50	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	137	436	(26)	42	110
现金增加净额	(33)	106	217	281	403
年初现金及现金等价物	218	186	292	509	789
外汇汇率变动的影响	0	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	186	292	509	789	1,192
资产负债表中的现金	186	292	509	789	1,192

来源: 公司及招銀国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
料酒	75	77	78	80	82
超高端料酒	16	16	15	15	15
高端料酒	13	14	15	16	17
中端料酒	44	45	46	47	47
低端料酒	2	2	2	2	3
酱油	12	11	10	10	9
醋	9	7	6	6	5
其他	4	4	5	5	4
老恒和	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	19.5	4.0	14.1	17.1	15.2
毛利	16.7	(1.1)	15.1	16.9	15.4
经营利润	14.2	(6.1)	15.7	18.7	16.1
净利润	8.0	(9.6)	17.2	21.5	15.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	56.4	53.6	54.1	54.0	54.0
税前利率	34.4	29.8	30.6	31.8	32.0
净利润率	28.6	24.9	25.5	26.5	26.6
核心净利润率	28.6	24.9	25.5	26.5	26.6
有效税率	16.8	16.7	16.7	16.7	16.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8
平均应收账款周转天数	216	239	193	157	132
平均应付账款周转天数	154	124	135	142	158
平均存货周转天数	218	210	173	169	171
净负债 / 总权益比率 (%)	32.2	29.3	19.0	10.8	2.7
回报率 (%)					
资本回报率	17.1	12.4	12.1	13.2	13.7
资产回报率	10.8	7.6	7.3	8.0	8.1
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.441	0.384	0.450	0.547	0.634
每股股息 (港元)	0.088	0.077	0.091	0.110	0.128
每股账面值 (人民币)	2.744	3.535	3.908	4.364	4.887

来源: 公司及招銀国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。