

老恒和酿造(2226 HK, HK\$4.95, 目标价: HK\$6.30, 买入) — 下一个调味品细分市场领导者

- ❖ **首次覆盖, 买入评级, 目标价为 6.3 港元。**老恒和是一家专注于料酒业务的调味品生产商, 也是唯一一家在香港上市的中国调味品公司。我们采用了市盈率倍数估值法来对老恒和进行估值, 预测老恒和在 2017 年的每股盈利为人民币每股 0.52, 并应用其历史平均市盈率 10.4 倍, 来得到我们的目标价 6.3 港元。
- ❖ **细分市场中的龙头企业。**中国料酒行业正处于发展早期, 有许多的小型或区域性生产商并且缺乏明确的行业产品标准或国家标准。相关机构估计料酒行业产值会在 2015 至 2020 年达到 24% 的复合年增长率。而老恒和作为目前市场领导者, 最有潜力成为料酒行业中占主导地位的品牌, 因其卓越的质量、广泛的产品线、和对产品研发的巨大投入。因而我们预计从 2016 至 2018 年, 其收入可达到人民币 9.9 亿、人民币 12.5 亿、以及人民币 15.9 亿, 增速分别为 24%、26%、和 28%。
- ❖ **独家酿制方法可转化为高毛利率。**老恒和所有产品都是采用纯天然酿造而不是化学勾兑的方法进行生产, 这种模式较难复制并可以转化为高于同行的利润率。老恒和能达到较高的毛利率是因为它的天然酿造产品成份健康, 味道醇厚, 因此能收取约 30% 的产品溢价。另一方面, 天然酿造的生产周期较长 (大约 2-3 年, 陈酿 3-5 年或以上), 初始投入成本较低。除此之外由于生产周期长而销售周期短, 厂商需要维持较高的基酒库存以保证未来的销售需求。基于以上原因, 我们认为老恒和能为市场后来进入者设立一个较高的门坎, 因而它能够维持目前的较高的毛利率水平。我们对老恒和从 2016 至 2018 年的毛利率预测分别是 56.1%、55.9% 和 55.6%。
- ❖ **销售费用攀升令人担忧, 然而 2017 年开始局面将扭转。**老恒和在 2015 年重组了销售团队, 并开始了积极的新管道拓展和品牌推广活动, 因而销售费用在 2015 年大幅上升, 而我们预计这一趋势在 2016 年继续延续。在我们的推算中, 2016 年销售费用/收入占比为 14.7%, 比 2015 年的 9.4% 高了大概 5 个百分点, 因此 2016 年净利润率将从 2015 年的 28.6% 下行至 24.2%。然而我们认为这只是一个短期效应, 在 2017 年局面将会得到控制。2017 年开始, 老恒和积极扩充管道和品牌推广的努力将渐渐出现成效, 并带来收入的高增长。我们预计 2017 年和 2018 年老恒和的净利润率为 24.1% 和 24.5%。从 2016 至 2018 年老恒和的净利润可达到人民币 2.4 亿、人民币 3.0 亿、和人民币 3.9 亿, 增速分别为 5%、26%、和 29%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (人民币百万)	668	799	988	1,248	1,591
净利润 (人民币百万)	212	229	239	301	390
每股收益 (人民币)	0.42	0.44	0.44	0.52	0.67
每股收益变动 (%)	-10.1	5.5	-1.2	19.6	29.3
市盈率(x)	10.2	9.7	9.8	8.2	6.3
市帐率(x)	1.7	1.5	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	2.4	2.1	2.0	2.4	3.2
权益收益率 (%)	27.3	17.1	14.4	14.9	16.3
净财务杠杆率 (%)	25.7	34.3	6.2	6.6	6.5

来源:公司,招银国际预测

老恒和酿造 (2226 HK)

评级	买入
收市价	HK\$4.95
目标价	HK\$6.3
市值 (港币百万)	2,865
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1.38
52 周高/低 (港币)	6.1/3.63
发行股数 (百万)	578.8
主要股东	陈卫忠(48.06%)

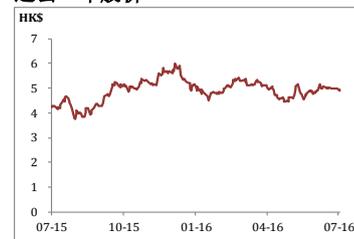
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	1.6%	-4.5%
3 月	-2.6%	-9.0%
6 月	0.8%	-10.7%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	668	799	988	1,248	1,591
销售成本	(282)	(348)	(433)	(551)	(707)
毛利	386	451	555	697	884
销售费用	(40)	(75)	(145)	(168)	(203)
行政费用	(81)	(80)	(84)	(113)	(142)
其他收益	5	12	4	4	4
息税前收益	269	307	329	420	543
利息收入	1	0	0	0	0
融资成本	(23)	(33)	(35)	(45)	(58)
其他费用	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
税前利润	246	275	294	375	485
所得税	(35)	(46)	(49)	(63)	(82)
非控制股东权益	-	-	(5)	(11)	(14)
净利润	212	229	239	301	390

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	532	773	921	1,107	1,338
固定资产	501	630	778	964	1,197
预付租赁款项	27	27	26	26	25
无形资产	0	0	0	0	0
预付款项非流动资产	1	113	113	113	113
定期存款	2	-	-	-	-
递延所得税资产	0	3	3	3	3
流动资产	1,404	1,526	2,038	2,260	2,610
现金及现金等价物	218	186	588	614	731
存货	830	945	967	1,043	1,126
应收账款和票据	188	142	176	222	268
预付款项，按金及其他应收款项	167	249	304	378	482
定期存款	-	3	3	3	3
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动负债	560	782	887	1,021	1,245
短期借款	309	570	621	671	791
应付账款	176	118	158	221	296
其他应付款	58	56	71	92	121
应交税金	17	37	37	37	37
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	122	94	94	103	117
递延政府补助	9	15	15	15	15
其他应付关联公司	5	5	5	5	5
长期借款	109	74	74	83	97
少数股东权益	-	-	5	16	30
净资产总值	1,254	1,423	1,973	2,227	2,556
股东权益	1,254	1,423	1,973	2,227	2,556

来源：公司、招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	246	275	294	375	485
折旧和摊销	13	28	36	45	57
营运资金变动	(662)	(186)	(55)	(112)	(129)
利息收入	23	33	35	45	58
税务开支	(47)	(23)	(49)	(63)	(82)
其他	3	(8)	-	-	-
经营活动所得现金净额	(424)	118	260	290	389
购置固定资产	(302)	(174)	(183)	(231)	(289)
股息收入	-	-	-	-	-
其他	(6)	(113)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(308)	(288)	(183)	(231)	(289)
股份发行	777	-	356	-	-
净银行借贷	185	172	50	59	134
股息	(43)	(52)	(46)	(48)	(60)
财务费用	(23)	(33)	(35)	(45)	(58)
其他	(0)	50	-	-	-
融资活动所得现金净额	896	137	326	(33)	16
现金增加净额	164	(33)	402	26	116
年初现金及现金等价物	44	218	186	588	614
外汇汇率变动的影响	11	0	-	-	-
年末现金及现金等价物	218	186	588	614	731
资产负债表中的现金	218	186	588	614	731

来源: 公司、招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
料酒	73	75	77	80	83
超高端料酒	16	17	18	19	20
高端料酒	14	12	11	10	9
中端料酒	41	44	47	51	53
低端料酒	1	1	1	1	1
酱油	14	12	10	9	8
醋	11	11	10	9	8
其他	3	2	2	2	1
老恒和	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	26.0	19.5	23.7	26.3	27.5
毛利	23.5	16.7	23.1	25.7	26.8
经营利润	19.7	14.2	7.1	27.6	29.3
净利润	21.5	8.0	4.8	25.9	29.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	57.8	56.4	56.1	55.9	55.6
税前利率	36.8	34.4	29.8	30.1	30.5
净利润率	31.7	28.6	24.2	24.1	24.5
核心净利润率	31.7	28.6	24.2	24.1	24.5
有效税率	14.1	16.8	16.8	16.8	16.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.5	2.0	2.3	2.2	2.1
平均应收账款周转天数	227	216	179	153	129
平均应付账款周转天数	182	154	117	126	134
平均存货周转天数	150	218	233	226	222
净负债/总权益比率 (%)	15.9	32.2	5.4	6.2	6.1
回报率 (%)					
资本回报率	27.3	17.1	14.1	14.4	16.3
资产回报率	15.9	10.8	9.1	9.5	10.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.418	0.441	0.435	0.521	0.673
每股股息(港元)	0.102	0.088	0.087	0.104	0.134
每股账面值(人民币)	2.476	2.744	3.598	3.875	4.469

来源: 公司、招银国际预测

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商投资者

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士。