

老恒和釀造(2226 HK, HK\$4.95, 目標價: HK\$6.30, 買入) — 下一個調味品細分市場領導者

- ❖ **首次覆蓋，買入評級，目標價為 6.3 港元。**老恒和是一家專注於料酒業務的調味品生產商，也是唯一一家在香港上市的中國調味品公司。我們採用了市盈率倍數估值法來對老恒和進行估值，預測老恒和在 2017 年的每股盈利為人民幣每股 0.52，並應用其歷史平均市盈率 10.4 倍，來得到我們的目標價 6.3 港元。
- ❖ **細分市場中的龍頭企業。**中國料酒行業正處於發展早期，有許多的小型或區域性生產商並且缺乏明確的行業產品標準或國家標準。相關機構估計料酒行業產值會在 2015 至 2020 年達到 24% 的複合年增長率。而老恒和作為目前市場領導者，最有潛力成為料酒行業中佔主導地位的品牌，因其卓越的品質、廣泛的產品線、和對產品研發的巨大投入。因而我們預計從 2016 至 2018 年，其收入可達到人民幣 9.9 億、人民幣 12.5 億、以及人民幣 15.9 億，增速分別為 24%、26%、和 28%。
- ❖ **獨家釀制方法可轉化為高毛利率。**老恒和所有產品都是採用純天然釀造而不是化學勾兌的方法進行生產，這種模式較難複製並可以轉化為高於同行的利潤率。老恒和能達到較高的毛利率是因為它的天然釀造產品成份健康，味道醇厚，因此能收取約 30% 的產品溢價。另一方面，天然釀造的生產週期較長（大約 2-3 年，陳釀 3-5 年或以上），初始投入成本較低。除此之外由於生產週期長而銷售週期短，廠商需要維持較高的基酒庫存以保證未來的銷售需求。基於以上原因，我們認為老恒和能為市場後來進入者設立一個較高的門檻，因而它能夠維持目前的較高的毛利率水準。我們對老恒和從 2016 至 2018 年的毛利率預測分別是 56.1%、55.9% 和 55.6%。
- ❖ **銷售費用攀升令人擔憂，然而 2017 年開始局面將扭轉。**老恒和在 2015 年重組了銷售團隊，並開始了積極的新管道拓展和品牌推廣活動，因而銷售費用在 2015 年大幅上升，而我們預計這一趨勢在 2016 年繼續延續。在我們的推算中，2016 年銷售費用/收入佔比為 14.7%，比 2015 年的 9.4% 高了大概 5 個百分點，因此 2016 年淨利潤率將從 2015 年的 28.6% 下行至 24.2%。然而我們認為這只是一個短期效應，在 2017 年局面將會得到控制。2017 年開始，老恒和積極擴充管道和品牌推廣的努力將漸漸出現成效，並帶來收入的高增長。我們預計 2017 年和 2018 年老恒和的淨利潤率為 24.1% 和 24.5%。從 2016 至 2018 年老恒和的淨利潤可達到人民幣 2.4 億、人民幣 3.0 億、和人民幣 3.9 億，增速分別為 5%、26%、和 29%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (人民幣百萬)	668	799	988	1,248	1,591
淨利潤 (人民幣百萬)	212	229	239	301	390
每股收益 (人民幣)	0.42	0.44	0.44	0.52	0.67
每股收益變動 (%)	-10.1	5.5	-1.2	19.6	29.3
市盈率(x)	10.2	9.7	9.8	8.2	6.3
市帳率(x)	1.7	1.5	1.2	1.1	0.9
股息率 (%)	2.4	2.1	2.0	2.4	3.2
權益收益率 (%)	27.3	17.1	14.4	14.9	16.3
淨財務槓桿率 (%)	25.7	34.3	6.2	6.6	6.5

來源:公司,招銀國際預測

老恒和釀造 (2226 HK)

評級	買入
收市價	HK\$4.95
目標價	HK\$6.3
市值 (港幣百萬)	2,865
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1.38
52 周高/低 (港幣)	6.1/3.63
發行股數 (百萬)	578.8
主要股東	陳衛忠(48.06%)

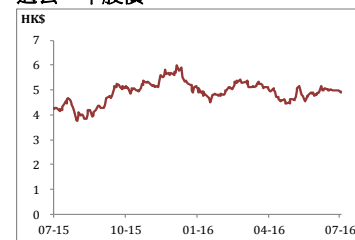
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	1.6%	-4.5%
3 月	-2.6%	-9.0%
6 月	0.8%	-10.7%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	668	799	988	1,248	1,591
銷售成本	(282)	(348)	(433)	(551)	(707)
毛利	386	451	555	697	884
銷售費用	(40)	(75)	(145)	(168)	(203)
行政費用	(81)	(80)	(84)	(113)	(142)
其他收益	5	12	4	4	4
息稅前收益	269	307	329	420	543
利息收入	1	0	0	0	0
融資成本	(23)	(33)	(35)	(45)	(58)
其他費用	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
稅前利潤	246	275	294	375	485
所得稅	(35)	(46)	(49)	(63)	(82)
非控制股東權益	-	-	(5)	(11)	(14)
淨利潤	212	229	239	301	390

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	532	773	921	1,107	1,338
固定資產	501	630	778	964	1,197
預付租賃款項	27	27	26	26	25
無形資產	0	0	0	0	0
預付款項非流動資產	1	113	113	113	113
定期存款	2	-	-	-	-
遞延所得稅資產	0	3	3	3	3
流動資產	1,404	1,526	2,038	2,260	2,610
現金及現金等價物	218	186	588	614	731
存貨	830	945	967	1,043	1,126
應收賬款和票據	188	142	176	222	268
預付款項，按金及其他應收款項	167	249	304	378	482
定期存款	-	3	3	3	3
其他流動資產	-	-	-	-	-
流動負債	560	782	887	1,021	1,245
短期借款	309	570	621	671	791
應付賬款	176	118	158	221	296
其他應付款	58	56	71	92	121
應交稅金	17	37	37	37	37
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	122	94	94	103	117
遞延政府補助	9	15	15	15	15
其他應付關聯公司	5	5	5	5	5
長期借款	109	74	74	83	97
少數股東權益	-	-	5	16	30
淨資產總值	1,254	1,423	1,973	2,227	2,556
股東權益	1,254	1,423	1,973	2,227	2,556

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
稅前收益	246	275	294	375	485
折舊和攤銷	13	28	36	45	57
營運資金變動	(662)	(186)	(55)	(112)	(129)
利息支出	23	33	35	45	58
稅務開支	(47)	(23)	(49)	(63)	(82)
其他	3	(8)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	(424)	118	260	290	389
購置固定資產	(302)	(174)	(183)	(231)	(289)
股息收入	-	-	-	-	-
其他	(6)	(113)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(308)	(288)	(183)	(231)	(289)
股份發行	777	-	356	-	-
淨銀行借貸	185	172	50	59	134
股息	(43)	(52)	(46)	(48)	(60)
財務費用	(23)	(33)	(35)	(45)	(58)
其他	(0)	50	-	-	-
融資活動所得現金淨額	896	137	326	(33)	16
現金增加淨額	164	(33)	402	26	116
年初現金及現金等價物	44	218	186	588	614
外匯匯率變動的影響	11	0	-	-	-
年末現金及現金等價物	218	186	588	614	731
資產負債表的現金	218	186	588	614	731

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合（%）					
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
醬油	14	12	10	9	8
醋	11	11	10	9	8
其他	3	2	2	2	1
老恆和	100	100	100	100	100
增長（%）					
收入	26.0	19.5	23.7	26.3	27.5
毛利	23.5	16.7	23.1	25.7	26.8
經營利潤	19.7	14.2	7.1	27.6	29.3
淨利潤	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
稅前利率	36.8	34.4	29.8	30.1	30.5
淨利潤率	31.7	28.6	24.2	24.1	24.5
核心淨利潤率	31.7	28.6	24.2	24.1	24.5
有效稅率	14.1	16.8	16.8	16.8	16.8
資產負債比率					
流動比率（x）	2.5	2.0	2.3	2.2	2.1
平均應收賬款周轉天數	227	216	179	153	129
平均應付賬款周轉天數	182	154	117	126	134
平均存貨周轉天數	150	218	233	226	222
淨負債／總權益比率（%）	15.9	32.2	5.4	6.2	6.1
回報率（%）					
資本回報率	27.3	17.1	14.1	14.4	16.3
資產回報率	15.9	10.8	9.1	9.5	10.7
每股數據					
每股盈利（人民幣）	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
每股賬面值（人民幣）	2.476	2.744	3.598	3.875	4.469

來源：公司、招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。