

老恒和 (2226 HK, HK\$4.34, 目標價: HK\$6.09, 買入) — 轉型來得比預期要慢

- ❖ **分銷策略變化導致增長差強人意。**老恒和在 2016 上半年收入達到人民幣 3.6 億，按年上升 0.9%，其中料酒銷售額同比增長 0.2%，醬油銷售額同比下降 11.4%，食醋銷售額同比下降 7.2%，其他產品銷售額同比增長 146.8%。銷售極為平緩的增長是由於公司將新管道開發（如餐廳銷售和建設三、四線城市的分銷商網路）作為目前的工作重點，從而減少了在商場管道投放的銷售資源，導致在商場管道的推廣活動減少。我們估計 2016 年下半年料酒銷售將會有溫和的改善，而醬油和醋的銷售將會持續低迷。因此我們調整 2016 和 2017 年的營業收入的預測，從人民幣 9.88 億元和 12.48 億元到人民幣 8.68 億元和 10.52 億元。
- ❖ **利潤率有下行壓力。**由於較低利潤率的中端和大眾市場料酒產品以及其他產品銷量的增加，2016 年上半年公司毛利率下降了 195 基點至 54.75%。然而我們預計這個情況將在 2017 年發生逆轉。因為在新的管道銷售的產品的包裝材料變化帶來成本節約的效果將開始展現，同時高端料酒和超高端料酒的銷售佔比開始上升。我們對 2016 和 2017 年的毛利率最新預測是 55.7% 和 56.0%。由於銷售和行政費用的上升，在 2016 年上半年息稅前利潤率和淨利潤率分別同比下降了 214 基點和 260 基點。目前我們不認為息稅前利潤率和淨利潤率在 2016 年下半年會有很大的改善空間，因為持續不斷的市場行銷和研發投入將會不斷提高銷售和行政費用。
- ❖ **行銷戰是未來擴張的關鍵。**在 2016 年上半年，由於銷售人員的激增和人民幣 460 萬的代言費用，銷售費用大幅上升。在電視廣告支出和贊助費支出的推動下，我們預計 2016 和 2017 年的銷售費用將分別達到人民幣 1.09 億元和人民幣 1.19 億元，佔收入的 12.60% 和 11.35%，此前我們預測在 2016 和 2017 年銷售費用佔收入的比重分別為 14.70% 和 13.50%。我們認為這次行銷戰對於老恒和來說至關重要，因為將有限的銷售資源大舉投放到新管道的探索和線上行銷將不可避免的影響舊的管道。不過我們仍然對公司在 2017 和 2018 年的前景表示樂觀，因為我們預計老恒和將建立一個更全面的分銷網路，能兼顧更多的管道和推廣。
- ❖ **目標價為 6.09 港元。**我們小幅下調了 2016 和 2017 年的淨利潤預測，從人民幣 2.39 億元和人民幣 3.01 億元至人民幣 2.22 億元和人民幣 2.92 億元，我們下調淨利潤預測的原因是慢於預期的銷量增長和銷售組合的變化拖累利潤率，但是這兩者的影響會部分被由於成本控制較好而銷售和行政費用增長較預期緩慢所抵消。目前老恒和股價相當於 2017 年預測市盈率的 7.5 倍。我們應用市盈率倍數估值法來計算我們的目標價，預測 2017 年老恒和的每股收益為人民幣 0.50 元，並應用 10.4 倍市盈率（其 IPO 以來的歷史平均交易市盈率），計算出目標價為 6.09 港元，維持買入評級。

老恒和(2226 HK)

評級	買入
收市價	HK\$4.34
目標價	HK\$6.09
市值(港幣百萬)	2,512
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	1.58
52 周高/低(港幣)	6.1/3.71
發行股數(百萬)	578.8
主要股東(H 股)	陳衛忠(48.06%)

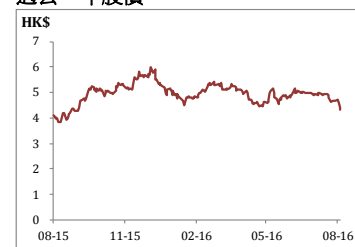
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-10.7%	-14.0%
3 月	-11.2%	-19.4%
6 月	-9.6%	-21.3%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬人民幣)	668	799	868	1,052	1,289
淨利潤 (百萬人民幣)	212	229	222	292	374
每股收益 (人民幣)	0.42	0.44	0.40	0.50	0.65
每股收益變動 (%)	-10.1	5.5	-8.2	24.7	28.3
市盈率(x)	9.1	8.6	9.4	7.5	5.9
市賬率(x)	1.5	1.4	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.7	2.3	2.1	2.6	3.4
權益收益率 (%)	27.3	17.1	13.4	14.4	16.2
淨財務杠杆率 (%)	25.7	34.3	0.4	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	668	799	868	1,052	1,289
銷售成本	(282)	(348)	(384)	(463)	(565)
毛利	386	451	483	589	724
銷售費用	(40)	(75)	(109)	(119)	(137)
行政費用	(81)	(80)	(86)	(102)	(122)
其他收益	2	9	6	6	6
政府補貼	3	2	7	7	7
其他費用	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
利息收入	1	0	2	2	2
息稅前收益	269	307	302	383	481
融資成本	(23)	(33)	(38)	(37)	(38)
稅前利潤	246	275	265	346	443
所得稅	(35)	(46)	(42)	(55)	(69)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	212	229	222	292	374

來源：公司及招銀國際研究部

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	892	1,035	1,206
固定資產	501	630	749	893	1,065
預付租賃款項	27	27	26	25	24
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	1,969	2,193	2,541
現金及現金等價物	218	186	688	808	1,032
存貨	830	945	858	876	899
應收賬款和票據	188	142	154	187	217
預付款項，按金及其他應收款項	167	249	267	318	390
定期存款	-	3	3	3	3
其他流動資產	-	-	-	-	-
流動負債	560	782	861	971	1,161
短期借款	309	570	621	671	791
應付賬款	176	118	140	186	236
其他應付款	58	56	63	77	97
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	-	-	-	-	-
淨資產總值	1,254	1,423	1,906	2,153	2,469
股東權益	1,254	1,423	1,906	2,153	2,469

來源：公司及招銀國際研究部

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	265	346	443
折舊和攤銷	13	28	35	43	52
營運資金變動	(662)	(186)	87	(43)	(55)
利息支出	23	33	38	37	38
稅務開支	(47)	(23)	(42)	(55)	(69)
其他	3	(8)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	(424)	118	382	329	410
購置固定資產	(302)	(174)	(154)	(186)	(224)
股息收入	-	-	-	-	-
其他	(6)	(113)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(308)	(288)	(154)	(186)	(224)
股份發行	777	-	306	-	-
淨銀行借貸	185	172	50	59	134
股息	(43)	(52)	(46)	(44)	(58)
財務費用	(23)	(33)	(38)	(37)	(38)
其他	(0)	50	-	-	-
融資活動所得現金淨額	896	137	273	(23)	38
現金增加淨額	164	(33)	502	120	224
年初現金及現金等價物	44	218	186	688	808
外匯匯率變動的影響	11	0	-	-	-
年末現金及現金等價物	218	186	688	808	1,032
資產負債表的現金	218	186	688	808	1,032

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合（%）					
料酒	73	75	76	78	79
超高端料酒	16	16	17	17	18
高端料酒	14	13	13	14	14
中端料酒	41	44	45	46	46
低端料酒	1	1	1	1	1
醬油	14	11	11	10	9
醋	11	10	9	8	8
其他	3	4	4	4	4
老恆和	100	100	100	100	100
增長（%）					
收入	26.0	19.5	8.6	21.3	22.5
毛利	23.5	16.7	7.2	22.0	22.8
經營利潤	19.7	14.2	(1.6)	26.8	25.4
淨利潤	21.5	8.0	(2.7)	31.2	28.3
盈利能力比率（%）					
毛利率	57.8	56.4	55.7	56.0	56.2
稅前利率	36.8	34.4	30.5	32.9	34.4
淨利潤率	31.7	28.6	25.6	27.7	29.0
核心淨利潤率	31.7	28.6	25.6	27.7	29.0
有效稅率	14.1	16.8	16.0	15.8	15.5
資產負債比率					
流動比率（x）	2.5	2.0	2.3	2.3	2.2
平均應收賬款周轉天數	227	216	180	152	127
平均應付賬款周轉天數	182	154	123	129	137
平均存貨周轉天數	150	218	245	231	229
淨負債 / 總權益比率（%）	15.9	32.2	0.4	淨現金	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	27.3	17.1	13.4	14.4	16.2
資產回報率	15.9	10.8	8.6	9.6	10.7
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.418	0.441	0.404	0.504	0.646
每股股息（港元）	0.102	0.088	0.081	0.101	0.129
每股賬面值（人民幣）	2.476	2.744	3.466	3.721	4.267

來源：公司及招銀國際研究部

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，並可能會受標的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，本公司及其僱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。