

老恒和 (2226 HK, HK\$4.34, 目标价: HK\$6.09, 买入) — 转型来得比预期要慢

- ❖ **分销策略变化导致增长差强人意。**老恒和在 2016 上半年收入达到人民币 3.6 亿, 按年上升 0.9%, 其中料酒销售额同比增长 0.2%, 酱油销售额同比下降 11.4%, 食醋销售额同比下降 7.2%, 其他产品销售额同比增长 146.8%。销售极为平缓的增长是由于公司将新渠道开发(如餐厅销售和建设三、四线城市的分销商网络)作为目前的工作重点, 从而减少了在商场渠道投放的销售资源, 导致在商场渠道的推广活动减少。我们估计 2016 年下半年料酒销售将会有温和的改善, 而酱油和醋的销售将会持续低迷。因此我们调整 2016 和 2017 年的营业收入的预测, 从人民币 9.88 亿元和 12.48 亿元到人民币 8.68 亿元和 10.52 亿元。
- ❖ **利润率有下行压力。**由于较低利润率的中端和大众市场料酒产品以及其他产品销量的增加, 2016 年上半年公司毛利率下降了 195 基点至 54.75%。然而我们预计这个情况将在 2017 年发生逆转。因为在新渠道销售的产品的包装材料变化带来成本节约的效果将开始展现, 同时高端料酒和超高端料酒的销售占比开始上升。我们对 2016 和 2017 年的毛利率最新预测是 55.7% 和 56.0%。由于销售和行政费用的上升, 在 2016 年上半年息税前利润率和净利润率分别同比下降了 214 基点和 260 基点。目前我们不认为息税前利润率和净利润率在 2016 年下半年会有很大的改善空间, 因为持续不断的市场营销和研发投入将会不断提高销售和行政费用。
- ❖ **营销战是未来扩张的关键。**在 2016 年上半年, 由于销售人员的激增和人民币 460 万的代言费用, 销售费用大幅上升。在电视广告支出和赞助费支出的推动下, 我们预计 2016 和 2017 年的销售费用将分别达到人民币 1.09 亿元和人民币 1.19 亿元, 占收入的 12.60% 和 11.35%, 此前我们预测在 2016 和 2017 年销售费用占收入的比重分别为 14.70% 和 13.50%。我们认为这次营销战对于老恒和来说至关重要, 因为将有限的销售资源大举投放到新渠道的探索和线上营销将不可避免的影响旧的渠道。不过我们仍然对公司在 2017 和 2018 年的前景表示乐观, 因为我们预计老恒和将建立一个更全面的分销网络, 能兼顾更多的渠道和推广。
- ❖ **目标价为 6.09 港元。**我们小幅下调了 2016 和 2017 年的净利润预测, 从人民币 2.39 亿元和人民币 3.01 亿元至人民币 2.22 亿元和人民币 2.92 亿元, 我们下调净利润预测的原因是慢于预期的销量增长和销售组合的变化拖累利润率, 但是这两者的影响会部分被由于成本控制较好而销售和行政费用增长较预期缓慢所抵消。目前老恒和股价相当于 2017 年预测市盈率的 7.5 倍。我们应用市盈率倍数估值法来计算我们的目标价, 预测 2017 年老恒和的每股收益为人民币 0.50 元, 并应用 10.4 倍市盈率(其 IPO 以来的历史平均交易市盈率), 计算出目标价为 6.09 港元, 维持买入评级。

老恒和(2226 HK)

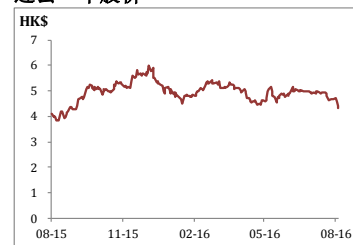
评级	买入
收市价	HK\$4.34
目标价	HK\$6.09
市值(港币百万)	2,512
过去 3 月平均交易(港币百万)	1.58
52 周高/低(港币)	6.1/3.71
发行股数(百万)	578.8
主要股东(H 股)	陈卫忠(48.06%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-10.7%	-14.0%
3 月	-11.2%	-19.4%
6 月	-9.6%	-21.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万人民币)	668	799	868	1,052	1,289
净利润(百万人民币)	212	229	222	292	374
每股收益(人民币)	0.42	0.44	0.40	0.50	0.65
每股收益变动(%)	-10.1	5.5	-8.2	24.7	28.3
市盈率(x)	9.1	8.6	9.4	7.5	5.9
市账率(x)	1.5	1.4	1.1	1.0	0.9
股息率(%)	2.7	2.3	2.1	2.6	3.4
权益收益率(%)	27.3	17.1	13.4	14.4	16.2
净财务杠杆率(%)	25.7	34.3	0.4	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	668	799	868	1,052	1,289
销售成本	(282)	(348)	(384)	(463)	(565)
毛利	386	451	483	589	724
销售费用	(40)	(75)	(109)	(119)	(137)
行政费用	(81)	(80)	(86)	(102)	(122)
其他收益	2	9	6	6	6
政府补贴	3	2	7	7	7
其他费用	(2)	(0)	(0)	(0)	(0)
利息收入	1	0	2	2	2
息税前收益	269	307	302	383	481
融资成本	(23)	(33)	(38)	(37)	(38)
税前利润	246	275	265	346	443
所得税	(35)	(46)	(42)	(55)	(69)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	212	229	222	292	374

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）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	532	773	892	1,035	1,206
固定资产	501	630	749	893	1,065
预付租赁款项	27	27	26	25	24
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	1,969	2,193	2,541
现金及现金等价物	218	186	688	808	1,032
存货	830	945	858	876	899
应收账款和票据	188	142	154	187	217
预付款项，按金及其他应收款项	167	249	267	318	390
定期存款	-	3	3	3	3
其他流动资产	-	-	-	-	-
流动负债	560	782	861	971	1,161
短期借款	309	570	621	671	791
应付账款	176	118	140	186	236
其他应付款	58	56	63	77	97
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	-	-	-	-	-
净资产总值	1,254	1,423	1,906	2,153	2,469
股东权益	1,254	1,423	1,906	2,153	2,469

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	246	275	265	346	443
折旧和摊销	13	28	35	43	52
营运资金变动	(662)	(186)	87	(43)	(55)
利息收入	23	33	38	37	38
税务开支	(47)	(23)	(42)	(55)	(69)
其他	3	(8)	-	-	-
经营活动所得现金净额	(424)	118	382	329	410
购置固定资产	(302)	(174)	(154)	(186)	(224)
股息收入	-	-	-	-	-
其他	(6)	(113)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(308)	(288)	(154)	(186)	(224)
股份发行	777	-	306	-	-
净银行借贷	185	172	50	59	134
股息	(43)	(52)	(46)	(44)	(58)
财务费用	(23)	(33)	(38)	(37)	(38)
其他	(0)	50	-	-	-
融资活动所得现金净额	896	137	273	(23)	38
现金增加净额	164	(33)	502	120	224
年初现金及现金等价物	44	218	186	688	808
外汇汇率变动的影响	11	0	-	-	-
年末现金及现金等价物	218	186	688	808	1,032
资产负债表的现金	218	186	688	808	1,032

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
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
酱油	14	11	11	10	9
醋	11	10	9	8	8
其他	3	4	4	4	4
老恒和	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	26.0	19.5	8.6	21.3	22.5
毛利	23.5	16.7	7.2	22.0	22.8
经营利润	19.7	14.2	(1.6)	26.8	25.4
净利润	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
税前利率	36.8	34.4	30.5	32.9	34.4
净利润率	31.7	28.6	25.6	27.7	29.0
核心净利润率	31.7	28.6	25.6	27.7	29.0
有效税率	14.1	16.8	16.0	15.8	15.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.5	2.0	2.3	2.3	2.2
平均应收账款周转天数	227	216	180	152	127
平均应付账款周转天数	182	154	123	129	137
平均存货周转天数	150	218	245	231	229
净负债/ 总权益比率 (%)	15.9	32.2	0.4	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	27.3	17.1	13.4	14.4	16.2
资产回报率	15.9	10.8	8.6	9.6	10.7
每股数据					
每股盈利 (人民币)	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
每股账面值 (人民币)	2.476	2.744	3.466	3.721	4.267

来源: 公司及招银国际研究部

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 个月的潜在涨幅在-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。