

老恒和 (2226 HK, HK\$4.66, 目標價: HK\$5.72, 買入) — 轉型進展順利

- ❖ **2016年淨利同比下降10%**。老恒和在2016年實現了全年營業收入8.31億元，同比增長4.0%，淨利潤為2.70億元，同比下降9.6%，並比我們前次預測少了7%。淨利潤下降主要是因為毛利率下降以及銷售和管理費用的增加。銷售組合的變化（中檔料酒的銷售份額上升），以及原材料成本的增加，導致了毛利率下降。銷售費用比我們預想的少了26%，我們認為是公司資金利用效率較高的結果。
- ❖ **分銷渠道整合進展順利**。我們認為，老恒和的分銷渠道整合進展較為順利，因為我們看到老恒和在2016年下半年銷售額同比增長了6.5%，而2016年上半年僅同比上升0.9%。我們預期公司來自流通渠道和餐飲渠道的銷售增長仍將保持較高水準，而商超渠道的銷售將慢慢穩定下來，因為公司對經銷商的回扣和其他促銷活動不會在2016年的基礎上進一步下滑。因此，我們預計老恒和2017年的銷售收入同比增長14.1%，而在2018年為17.1%。
- ❖ **利潤率水平在2017年可能會回升**。儘管老恒和過去連續3年毛利率都在下滑，但我們預計這一趨勢會在2017年扭轉，毛利率會有所回升。我們的信心是建立在1) 通過流通渠道和餐飲渠道分銷的產品的包裝材料的改變，導致原材料成本減少；2) 老恒和於2017年2月將零售價格上調10%，而大部分競爭對手在2016年第四季度已經完成漲價；3) 高端產品的銷售份額開始增加（隨著三四線城市的銷售滲透率提高，客戶開始選擇老恒和高端線的產品）。
- ❖ **積極的線上行銷繼續推進**。公司在2016年的銷售費用達人民幣8.1億元，約佔營業收入的9.8%，其中包括聘請謝霆鋒先生在真人秀節目“十二道鋒味”中作為老恒和品牌大使所支付的人民幣5000萬元贊助費，及人民幣2700萬元的媒體廣告費。公司還在2016年贊助了另一個真人秀節目“食在囧途”。通過積極的線上行銷，老恒和旨在增加品牌曝光度從而增加銷量。我們估計，老恒和將繼續線上行銷上保持投入，銷售費用與收入佔比在2017至2019年間將保持在9-10%。
- ❖ **目標價為5.72港元，維持買入評級**。我們將2017、2018每股盈利預測從人民幣0.50、0.65元下調至人民幣0.45、0.55元，並估計2019年每股收益為0.63元。我們的新目標價是基於9倍2018年動態市盈率計算出來的。我們將老恒和的新目標價設定為5.72港元，低於原先預測的6.30港元，意味著有22.8%的上漲空間。我們維持老恒和的買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(人民幣百萬)	799	831	949	1,111	1,280
淨利潤(人民幣百萬)	229	207	242	294	341
每股收益(人民幣分)	44.1	38.4	45.0	54.7	63.4
每股收益變動(%)	5.5	-12.8	17.2	21.5	15.9
市盈率(x)	9.4	10.8	9.2	7.6	6.5
市帳率(x)	1.5	1.2	1.1	1.0	0.8
股息率(%)	1.9	1.7	1.9	2.4	2.7
權益收益率(%)	17.1	12.4	12.1	13.2	13.7
淨財務槓桿率(%)	32.2	29.3	19.0	10.8	2.7

來源:公司,招銀國際預測

梁甫茵

(852) 3900 0826

fionaliang@cmbi.com.hk

老恒和(2226 HK)

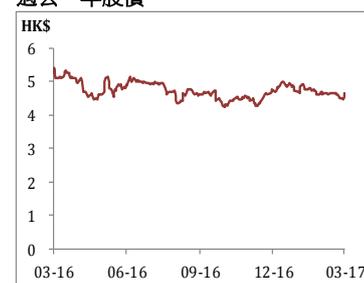
評級	買入
收市價	HK\$4.66
目標價	HK\$5.72
市值(港幣百萬)	2,697
過去3月平均交易(港幣百萬)	1.38
52周高/低(港幣)	5.4/4.16
發行股數(百萬)	518.8
主要股東	陳衛忠(48.06%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-0.4%	-2.0%
3月	-1.9%	-10.5%
6月	1.3%	-2.1%

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	799	831	949	1,111	1,280
銷售成本	(348)	(385)	(435)	(512)	(588)
毛利	451	446	513	600	692
銷售費用	(75)	(81)	(95)	(105)	(119)
行政費用	(80)	(83)	(92)	(106)	(120)
其他收益	9	-	-	-	-
政府補貼	2	7	7	7	7
其他費用	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
利息收入	0	1	1	1	1
息稅前收益	307	289	334	396	460
融資成本	(33)	(41)	(43)	(43)	(51)
稅前利潤	275	248	291	353	409
所得稅	(46)	(41)	(48)	(59)	(68)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	229	207	242	294	341

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	773	1,200	1,328	1,475	1,639
固定資產	630	810	938	1,084	1,247
預付租賃款項	27	51	52	53	54
無形資產	0	0	0	0	0
預付款項非流動資產	113	335	335	335	335
定期存款	-	0	0	0	0
遞延所得稅資產	3	3	3	3	3
流動資產	1,526	1,964	2,144	2,436	2,867
現金及現金等價物	186	292	509	789	1,192
存貨	945	1,088	1,003	958	928
應收賬款和票據	142	162	185	205	224
預付款項，按金及其他應收款項	249	193	218	256	294
定期存款	3	69	69	69	69
抵押存款	-	159	159	159	159
其他流動資產	-	-	-	-	-
流動負債	782	1,034	1,133	1,312	1,605
短期借款	570	777	827	947	1,147
應付賬款	118	144	179	220	290
其他應付款	56	79	91	111	133
應交稅金	37	35	35	35	35
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	94	228	237	251	271
遞延政府補助	15	19	19	19	19
其他應付關聯公司	5	137	137	137	137
長期借款	74	72	81	95	115
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨資產總值	1,423	1,902	2,102	2,348	2,630
股東權益	1,423	1,902	2,102	2,348	2,630

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
稅前收益	275	248	291	353	409
折舊和攤銷	28	33	41	48	56
營運資金變動	(186)	73	86	48	65
利息支出	33	41	43	43	51
稅務開支	(23)	(41)	(48)	(59)	(68)
其他	(8)	(157)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	118	197	412	434	513
購置固定資產	(174)	(213)	(167)	(193)	(218)
股息收入	-	-	-	-	-
其他	(113)	(314)	(2)	(2)	(2)
投資活動所得現金淨額	(288)	(526)	(169)	(195)	(220)
股份發行	-	318	0	(0)	(0)
淨銀行借貸	172	204	59	134	220
股息	(52)	(46)	(42)	(49)	(59)
財務費用	(33)	(41)	(43)	(43)	(51)
其他	50	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	137	436	(26)	42	110
現金增加淨額	(33)	106	217	281	403
年初現金及現金等價物	218	186	292	509	789
外匯匯率變動的影響	0	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	186	292	509	789	1,192
資產負債表的現金	186	292	509	789	1,192

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：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
醬油	12	11	10	10	9
醋	9	7	6	6	5
其他	4	4	5	5	4
老恆和	100	100	100	100	100
增長 (%)					
收入	19.5	4.0	14.1	17.1	15.2
毛利	16.7	(1.1)	15.1	16.9	15.4
經營利潤	14.2	(6.1)	15.7	18.7	16.1
淨利潤	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
稅前利率	34.4	29.8	30.6	31.8	32.0
淨利潤率	28.6	24.9	25.5	26.5	26.6
核心淨利潤率	28.6	24.9	25.5	26.5	26.6
有效稅率	16.8	16.7	16.7	16.7	16.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.0	1.7	1.8	1.7	1.7
平均應收賬款周轉天數	216	239	193	157	132
平均應付帳款周轉天數	154	124	135	142	158
平均存貨周轉天數	218	210	173	169	171
淨負債 / 總權益比率 (%)	32.2	29.3	19	10.8	2.7
回報率 (%)					
資本回報率	17.1	12.4	12.1	13.2	13.7
資產回報率	10.8	7.8	7.7	8.3	8.4
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	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
每股賬面值 (人民幣)	2.744	3.535	3.908	4.364	4.887

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: 香港中環夏愨道 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(D)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。