

## 新股評論

# 老恒和釀造

李聲揚 CFA  
ivanli@kimeng.com.hk  
(852) 2268 0641

### 股票資料

股份編號:	2226 HK
發行股數:	1.25 億股 (全新股)
超額配股權:	15%
香港/國際發售:	10%/90%
招股價:	HKD4.95-7.15
上市後市值:	HKD24.75-35.75 億
淨集資額及用途:	HKD6.945 億, 50% 採購生產基酒的大米, 25% 擴建生產設施, 10% 償還貸款, 5% 擴展經銷網絡, 10% 一般營運資金
招股日期:	1月16日-1月21日
上市日期:	1月28日
帳簿管理人:	麥格理資本
盈利預測:	FY13 年純利不少於 CNY1.52 億
派息政策:	20-30% 派息比率 (僅屬指引)
市盈率:	10-15 倍 FY14E 市盈率 (傳媒報導)
上市後股東:	創辦人陳先生 (55.63%), 何女士 (19.37%)
基礎投資者:	中國太平保險集團 USD10m. 佔上市後股本 2.6%, 或發行股份 10.3%

### 公司背景

老恒和釀造(“老恒和”)是中國最大的料酒生產商,按零售額及零售量計,二零一二年公司所佔市場份額分別為 13.8%及 5.8%。料酒是一種被廣泛用於食品製作的基本配料,可增添食物的香味以及去除肉類和魚類的腥味。二零零八年至二零一二年,中國料酒市場零售額的年複合增長率為 23.4%,而於二零一二年至二零一七年,預期中國料酒市場零售額的年複合增長率為 20.3%,二零一七年零售額將達到約人民幣 106 億元。公司亦提供其他調味品(包括醬油和醋)。二零一三年,老恒和的市場領導地位為公司贏得了農業產業化國家重點龍頭企業的榮譽。「老恒和」是公司產品的品牌,擁有逾 130 年的歷史。眾所周知,其在中國調味品市場擁有深厚底蘊。

### 賣點及強項

- 1) 在快速增長的中國料酒市場擁有領先地位。
- 2) 採用經現代生產技術強化的獨特傳統方法製成的優質產品。
- 3) 憑藉卓越的品牌認知及深厚的底蘊,建立有效的市場定位。
- 4) 龐大的經銷網絡及與主要經銷商關係穩固。

### 要注意的因素

- 1) 老恒和已在相對較短的時間裡實現快速增長。公司日後未必能維持類似的增長速度。
- 2) 公司主要依賴料酒產品的銷售,倘該等產品的需求增長下降,將會對的經營業績及增長前景造成重大不利影響。
- 3) 公司面對激烈的競爭,可能影響市場份額及利潤率。

### 財務概要 (截至 12 月 31 日財年)

人民幣(千)	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-8 月
營業額	36,297	109,492	337,125	322,862
毛利	13,387	46,242	192,899	192,612
純利	6,282	20,214	98,438	95,996
毛利率(%)	36.9	42.2	57.2	59.7
純利率(%)	17.3	18.5	29.2	29.7

資料來源: 公司資料, 金英証券

## 附錄一：用於提供報告，披露和免責聲明之條款

### 免責聲明

報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不作為或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致 Maybank Kim Eng Holdings Limited 及 / 或其附屬公司或聯屬公司（統稱「金英」）須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於金英可信之資料來源，但金英並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，金英概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。金英可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

金英之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

結構證券乃複雜工具，通常涉及高風險，僅對明白及可承擔有關風險之專業投資者銷售。任何結構證券之市值可能會因經濟、金融及政治因素（包括但不限於現貨及遠期利率及匯率）、到期時限、市況及波幅以及任何發行人或相關發行人信貸質素等影響而出現變動。任何購買結構產品之投資者須進行其本身調查及分析有關產品，以及就購買有關產品涉及之風險諮詢其專業顧問。

### 一般披露事項

金英及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。金英可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。金英一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。金英在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告所並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。美國人士就本報告所討論之任何證券之交易，必須通過在美國分派本報告之 Maybank Kim Eng Securities (USA) Inc 進行。再者，本文件在英國分派僅供參考用途，並僅傳閱與並非金融服務法規則所分類屬私人客戶之金英現有客戶。

### 根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

金英證券（香港）有限公司（「金英證券香港」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其關係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內之任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其關係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內之任何公司之董事職務或其他職務。

金英集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司（包括金英證券香港）（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2014 年 1 月 16 日，金英證券（香港）有限公司及其編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

### 分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2013 金英證券（香港）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經金英證券（香港）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。金英證券（香港）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。