

洋河股份 (002304)

高端酒放量，提价+公司拐点带来估值修复

投资评级：买入（首次）

2017年2月12日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

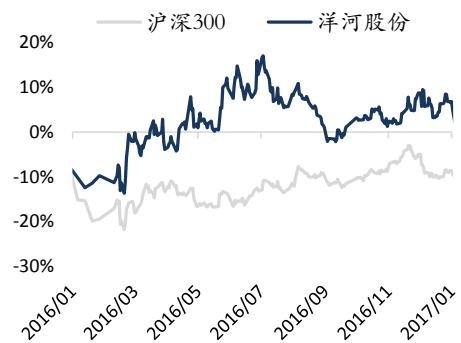
021-60199762

事件：我们近期调研了白酒行业和经销商渠道，对洋河进行了研究。洋河经过16年省内经销商梳理和渠道价格调整，17年春节公司价格稳定、终端动销强劲。省外市场增15%+，省内恢复10%增长。微酒报导和渠道调研显示公司于一月底开始全面提价，核心高端单品梦之蓝同比增40-50%，天海也增10%+，产品结构持续升级。同时近期推出的千元价位的亮点产品“梦之蓝手工班”，终端价格800-1000，随着五粮液持续提价至千元，该产品价格带合理。我们预计一季报收入利润有望双超市场预期。

投资要点：

- 行业强势复苏：17年春节旺季中高端白酒终端动销全面回暖，茅台批价和估值提升打开行业天花板。**茅台17年进入淡季价格未见大幅下降，17年全年一批均价有望在1050到1150之间，结构升级明显，出厂价999增量比例提升+生肖酒放量，草根调研显示茅台17年基酒（14年生产）供应无忧，茅台酒报：16年茅台酒销售量同比+38%，任务完成率119%；销售额+41%。为2017年营销工作奠定了坚实的基础。；五粮液价格明显提升，739批价开始执行，高端酒提价后整体价格段再次提高+放量，行业明显好于16年。
- 公司拐点：省内市场梳理成果显著，省外“新江苏”市场增长强劲。洋河整体调整晚于白酒行业，16年调整结束。**江苏省内下滑源于16年双沟去条码以及公司主动梳理销售额千万以下的经销商规模，目前都已经调整完毕，17年大概率恢复增长。省外16年销售额占比过半，同时公司重点打造的河南、安徽、山东、浙江、上海的“新江苏市场”成为公司业绩增长引擎。省外收入超15%+。
- 高端产品梦之蓝增长强劲，带动产品结构升级，新品“手工班”成为引领高端产品新亮点。**在持续的强大品牌营销带动下，梦之蓝16年保持高速增长，预计梦之蓝系列16年增长30%-50%，根据调研，春节期间梦之蓝继续保持40%-50%高速增长，并于一月底开始全面提价。同时其他核心单品海、天系列也保持稳定10%左右增长，根据微酒消息，预计1月底已完成年度销售计划50%。近期公司也推出定位800-1000元的“梦之蓝手工班”，继续带动高端白酒产品升级。
- 盈利预测与投资建议：**根据Wind一致预测，目前17年茅台（19%增长，21xPE），五粮液（16%，17x），老窖（24%，22PE），我们预测洋河17-18年EPS为4.58、5.29元，17年同比增20%，对应17年PE仅为16倍，大白酒中最低。若公司能持续发挥品牌+渠道+管理优势，加上未来微分子酒、红酒平台等创新增长点，给予公司17年22xPE，目标价101元，还有空间34%，首次覆盖，买入评级。
- 风险提示：高端白酒需求回落风险。**

股价走势



市场数据

收盘价（元）	75.00
一年最低价/最高价	57.31/77.71
市净率	4.51
流通市值（亿）	924.22

基础数据

每股净资产	14.62
资产负债率	29.63
总股本（百万股）	1506.99
流通股A股（百万股）	1232.29

图表 1: 可比公司估值 (万得一致预期)

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
泸州老窖	34.7	1.05	1.29	1.59	33.0	26.9	21.8
		同比 (%)	22.8%	23.5%			
古井贡酒	46.9	1.42	1.66	1.98	33.0	28.2	23.7
		同比 (%)	17.1%	19.0%			
酒鬼酒	19.7	0.27	0.32	0.48	72.1	60.5	40.9
		同比 (%)	19.2%	48.0%			
五粮液	37.8	1.63	1.88	2.17	23.3	20.1	17.4
		同比 (%)	15.6%	15.5%			
顺鑫农业	21.4	0.66	0.74	0.89	32.5	29.0	24.1
		同比 (%)	12.3%	20.2%			
洋河股份	75.0	3.56	3.82	4.58	21.1	19.6	16.4
		同比 (%)	7.3%	20%			
伊力特	16.6	0.64	0.68	0.77	26.0	24.6	21.6
		同比 (%)	5.8%	13.5%			
金种子酒	9.4	0.09	0.06	0.14	100.0	163.8	67.0
		同比 (%)	-39.0%	144.6%			
贵州茅台	345.1	12.34	13.58	16.12	28.0	25.4	21.4
		同比 (%)	10.0%	18.7%			
老白干酒	22.7	0.43	0.27	0.43	53.0	83.7	52.8
		同比 (%)	-36.7%	58.6%			
沱牌舍得	23.2	0.02	0.27	0.55	1098.1	85.0	42.5
		同比 (%)	1192.4%	100.0%			
水井坊	19.2	0.18	0.42	0.60	106.4	46.1	31.9
		同比 (%)	130.9%	44.5%			
山西汾酒	24.9	0.60	0.73	0.86	41.5	34.3	29.0
		同比 (%)	20.8%	18.6%			
迎驾贡酒	21.1	0.66	0.77	0.85	31.8	27.5	24.7
		同比 (%)	15.6%	11.4%			
今世缘	12.5	1.37	0.62	0.69	9.2	20.2	18.1
		同比 (%)	-54.6%	11.7%			
口子窖	32.5	1.01	1.36	1.63	32.2	23.9	19.9
		同比 (%)	35.0%	20.0%			

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所(注:洋河股份估值取自东吴证券研究所盈利预测)

图表 2: 洋河股份三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	21455.9	24615.0	29016.0	34700.5	营业收入	16052.4	17540.2	20172.8	23041.1
现金	4707.8	6988.1	9319.6	12625.2	营业成本	6115.1	6613.3	7455.6	8406.5
应收款项	206.8	225.9	259.8	296.8	营业税金及附加	229.4	250.7	288.3	329.3
存货	11122.4	11867.7	13072.8	14509.9	营业费用	1882.4	2075.0	2219.0	2500.0
其他	5418.9	5533.3	6363.8	7268.6	管理费用	1447.9	1678.6	1815.6	2073.7
非流动资产	12404.4	13071.9	13755.7	14383.9	财务费用	-196.4	-175.4	-244.6	-329.2
长期股权投资	46.4	73.0	99.6	126.2	投资净收益	577.9	577.9	577.9	577.9
固定资产	8495.8	9220.3	9961.0	10646.2	其他	-11.9	-15.0	-15.0	-15.0
无形资产	1671.6	1588.0	1504.4	1420.9	营业利润	7140.1	7661.0	9201.9	10623.8
其他	2190.6	2190.6	2190.6	2190.6	营业外净收支	25.2	25.2	25.2	25.2
资产总计	33860.3	37686.9	42771.7	49084.4	利润总额	7165.3	7686.3	9227.1	10649.0
流动负债	10577.6	10945.9	11885.8	13420.2	所得税费用	1800.1	1931.0	2318.1	2675.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	3038.7	3170.7	3268.2	3685.1	归属母公司净利润	5365.2	5755.3	6909.0	7973.7
其他	7538.9	7775.2	8617.6	9735.2	EBIT	6607.1	7173.3	8682.6	10060.9
非流动负债	341.2	375.2	409.1	443.1	EBITDA	7225.9	7792.9	9428.1	10913.1
长期借款	0.2	0.2	0.2	0.2	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	341.0	374.9	408.9	442.9	每股收益(元)	3.56	3.82	4.58	5.29
负债总计	10918.8	11321.1	12295.0	13863.3	每股净资产(元)	15.22	17.49	20.22	23.37
少数股东权益	4.4	4.4	4.4	4.4	发行在外股份(百万股)	1507.0	1507.0	1507.0	1507.0
归属母公司股东权益	22937.1	26361.5	30472.3	35216.7	ROIC(%)	22.6%	22.3%	25.4%	27.6%
负债和股东权益总计	33860.3	37686.9	42771.7	49084.4	ROE(%)	23.4%	21.8%	22.7%	22.6%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	61.9%	62.3%	63.0%	63.5%
经营活动现金流	5836.4	5631.9	6583.6	8038.0	EBIT Margin(%)	41.2%	40.9%	43.0%	43.7%
投资活动现金流	-3676.3	-1020.6	-1454.0	-1503.0	销售净利率(%)	33.4%	32.8%	34.2%	34.6%
筹资活动现金流	-1797.9	-2330.9	-2798.2	-3229.3	资产负债率(%)	32.2%	30.0%	28.7%	28.2%
现金净增加额	360.8	2280.3	2331.4	3305.6	收入增长率(%)	9.4%	9.3%	15.0%	14.2%
折旧和摊销	618.8	619.6	745.4	852.2	净利润增长率(%)	19.0%	7.3%	20.0%	15.4%
资本开支	-620.0	-1349.0	-1427.4	-1476.4	P/E	21.07	19.64	16.36	14.17
营运资本变动	-2386.7	-758.0	-1085.9	-802.9	P/B	4.93	4.29	3.71	3.21
企业自由现金流	4124.8	3883.7	4733.5	6106.2	EV/EBITDA	17.15	15.96	13.29	11.63

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

