

2015年05月04日

证券研究报告·2015年一季报点评

洋河股份(002304) 食品饮料

买入(维持)

当前价: 93.57元

目标价: 128元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

行业回暖, 业绩持续得到改善

- 业绩总结:** 2014年实现收入147亿元, 同比-2%; 归母净利润45亿元, 同比-10%, 每股收益4.19元, 每10股派发20元(含税), 10股转赠4股。其中Q4收入和净利润同比+20%、+4%, 收入和净利润增速企稳回升。15Q1实现收入63亿元, 同比+10%; 营业利润30亿元, 同比+11%; 归母净利润22亿元, 同比+11%; 每股收益2.07元。同时公司预计1-6月份归母净利润增速5%-15%(对应Q2单季增速为-10%-24%)。
- 行业触底回暖, 龙头业绩改善明显:** 1、14Q3以来连续三个季度收入正增长, 连续两个季度净利润正增长, 龙头触底回暖。2、14Q4、15Q1毛利率提升2.83pct、0.33pct, 净利率下降得到遏制, 15Q1提升0.28pct。3、14Q4、15Q1三费率同比增加10.40pct、0.02pct, 收入增长下三费率得到控制。15Q1利息收入减少, 导致财务费用同比+53%。4、14年末预收账款9亿元, 与13年末基本持平, 15Q1末4.4亿元, 同比+100%。
- 投资看点:** 1、高管持股: 公司高管均持有公司股份, 管理层与股东利益一致, 优秀管理模式率先企稳, 弹性较大; 同时2月份人事调整之后, 提出“双核驱动战略”, 在下半年有望实质性开展。2、行业契机: 15年春节期间, 中高端酒量价齐升(部分地区出现缺货), 显示大众需求旺盛, 同时经销商库存较低, 下半年旺季来临, 行业基本面全面转暖; 高端酒茅五15年重点在于控量保价, 给具有营销优势、以洋河为代表的其他白酒企业带来运作空间, 扩大市场占有率; 3、传统业务复苏, 新业务值得期待: 传统白酒从高端的梦之蓝, 中端的天之蓝到大众系列的洋河大曲等, 产品覆盖了绝大部分市场, 其中蓝色经典系列贡献60%的收入。另外葡萄酒继续保持高速增长, 新品预调酒发展值得期待; 4、线上线下渠道广布: 线上打造洋河1号垂直电商平台, 覆盖23个省102个地级市, 创新的互联网思维, 走在白酒行业前列; 线下渠道超过1000家, 构造全渠道营销网络, 为销售扩大收入增长奠定了基础。5、并购预期。
- 盈利预测及评级:** 预计公司2015-2017年末摊薄EPS分别为4.72元、5.41元、6.21元, 对应2015年PE仅为20倍, 给予公司15年27倍估值, 对应目标价128元, 强烈建议买入。
- 风险提示:** 高端酒控量保价或不及预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	14672.21	16217.56	18172.62	20412.34
增长率	-2.34%	10.53%	12.06%	12.32%
归属母公司净利润(百万元)	4507.50	5083.31	5822.06	6681.16
增长率	-9.89%	12.77%	14.53%	14.76%
每股收益EPS(元)	4.19	4.72	5.41	6.21
净资产收益率ROE	22.85%	22.23%	21.98%	21.79%
PE	22.35	19.81	17.30	15.08
PB	5.11	4.40	3.80	3.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

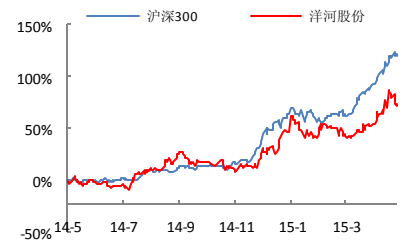
分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	10.76
流通A股(亿股)	8.6
52周内股价区间(元)	48.26-102.95
总市值(亿元)	1007.21
总资产(亿元)	312.03
每股净资产(元)	20.39

相关研究

- 食品饮料行业: 强推白酒板块, 标的洋河股份(002304) (2015-04-16)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	14672.21	16217.56	18172.62	20412.34	净利润	4508.04	5083.31	5822.06	6681.16
营业成本	5777.41	6304.81	7082.54	7975.44	折旧与摊销	537.93	581.85	644.42	704.50
营业税金及附加	190.35	210.40	235.76	264.82	财务费用	-236.69	-15.64	-28.64	-44.17
销售费用	1679.84	1702.84	1817.26	1939.17	资产减值损失	37.76	0.00	0.00	0.00
管理费用	1267.06	1297.40	1362.95	1428.86	经营营运资本变动	-3567.69	2.34	322.16	443.45
财务费用	-236.69	-15.64	-28.64	-44.17	其他	1432.45	-50.00	-50.00	-50.00
资产减值损失	37.76	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2711.80	5601.86	6710.01	7734.94
投资收益	53.02	50.00	50.00	50.00	资本支出	-1591.17	-300.00	-200.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1855.88	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3447.06	-250.00	-150.00	-350.00
营业利润	6009.51	6767.74	7752.75	8898.22	短期借款	-951.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	21.20	10.00	10.00	10.00	长期借款	-0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	6030.71	6777.74	7762.75	8908.22	股权融资	-157.79	0.00	0.00	0.00
所得税	1522.67	1694.44	1940.69	2227.05	支付股利	-2160.00	-1946.43	-2195.08	-2514.09
净利润	4508.04	5083.31	5822.06	6681.16	其他	497.72	15.64	28.64	44.17
少数股东损益	0.55	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-2771.15	-1930.79	-2166.43	-2469.92
归属母公司股东净利润	4507.50	5083.31	5822.06	6681.16	现金流量净额	-3507.89	3421.07	4393.57	4915.02
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	4346.95	7768.02	12161.59	17076.62	成长能力				
应收和预付款项	302.09	332.53	372.92	419.22	销售收入增长率	-2.34%	10.53%	12.06%	12.32%
存货	10097.02	10718.17	11332.06	11963.16	营业利润增长率	-10.38%	12.62%	14.55%	14.77%
其他流动资产	1445.25	1597.47	1790.05	2010.67	净利润增长率	-9.88%	12.76%	14.53%	14.76%
长期股权投资	19.82	19.82	19.82	19.82	EBITDA 增长率	-8.17%	16.21%	14.11%	14.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8364.45	8135.43	7744.09	7492.91	毛利率	60.62%	61.12%	61.03%	60.93%
无形资产和开发支出	1968.87	1916.63	1864.14	1811.40	三费率	18.47%	18.40%	17.34%	16.28%
其他非流动资产	2213.27	2212.68	2212.09	2211.49	净利率	30.73%	31.34%	32.04%	32.73%
资产总计	28757.72	32700.76	37496.76	43005.29	ROE	22.85%	22.23%	21.98%	21.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.73%	15.68%	20.65%	20.60%
应付和预收款项	4669.88	5106.20	5729.82	6445.13	ROIC	34.86%	34.79%	40.77%	48.61%
长期借款	0.25	0.25	0.25	0.25	EBITDA/销售收入	43.01%	45.22%	46.05%	46.83%
其他负债	4358.48	4728.32	5273.72	5899.87	营运能力				
负债合计	9028.62	9834.78	11003.79	12345.25	总资产周转率	0.52	0.53	0.52	0.51
股本	1076.42	1076.42	1076.42	1076.42	固定资产周转率	2.31	2.40	2.56	2.79
资本公积	1172.31	1172.31	1172.31	1172.31	应收账款周转率	945.98	1661.67	1672.47	1674.36
留存收益	17476.00	20612.88	24239.86	28406.94	存货周转率	0.61	0.61	0.64	0.68
归属母公司股东权益	19724.73	22861.61	26488.59	30655.67	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	113.41%	--	--	--
少数股东权益	4.37	4.37	4.37	4.37	资本结构				
股东权益合计	19729.10	22865.98	26492.97	30660.04	资产负债率	31.40%	30.08%	29.35%	28.71%
负债和股东权益合计	28757.72	32700.76	37496.76	43005.29	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.86	2.14	2.40	2.61
					速动比率	0.70	1.02	1.34	1.62
					股利支付率	47.92%	38.29%	37.70%	37.63%
					每股指标				
					每股收益	4.19	4.72	5.41	6.21
					每股净资产	18.33	21.24	24.61	28.48
					每股经营现金	2.52	5.20	6.23	7.19
					每股股利	2.01	1.81	2.04	2.34
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	6310.76	7333.96	8368.53	9558.55					
PE	22.35	19.81	17.30	15.08					
PB	5.11	4.40	3.80	3.29					
PS	6.86	6.21	5.54	4.93					
EV/EBITDA	14.92	12.37	10.32	8.52					
股息率	2.14%	1.93%	2.18%	2.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn