洋河股份(002304.SZ)

投资收益驱动 Q4 净利润大幅提升

评级： 买入 前次： 买入

目标价（元）： 65.16-72.40

分析师 胡彦超 S0740512070001 021-20315176 huyc@r.qlzq.com.cn

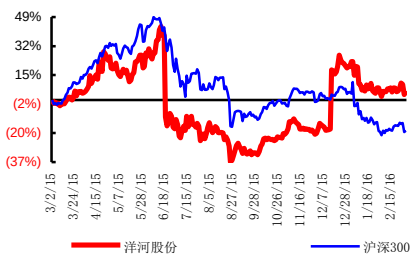
联系人 范劲松 021-20315138 fanjs@r.qlzq.com.cn

2016 年 02 月 28 日

基本状况

总股本(百万股)	1,507
流通股本(百万股)	1,228
市价(元)	58.85
市值(百万元)	88,686
流通市值(百万元)	72,282

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	15,023.	14,672.	16,045.	17,356.8	18,610.
营业收入增速	-13.01%	-2.34%	9.36%	8.17%	7.22%
净利润增长率	-18.72%	-9.89%	19.26%	1.34%	6.44%
摊薄每股收益（元）	4.63	4.19	3.57	3.62	3.85
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏 率（本次-市场/市场）					
市盈率（倍）	8.81	18.88	19.21	18.95	17.81
PEG	—	—	1.00	14.13	2.76
每股净资产 元）	16.10	18.32	11.66	9.78	7.63
每股现金流量	2.94	2.52	5.29	3.81	4.22
净资产收益率	28.77%	22.85%	30.60%	36.98%	50.46%
市净率	2.54	4.31	5.88	7.01	8.99
总 本（百万股）	1,080.0	1,076.4	1,506.4	1,506.42	1,506.4

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件： 2015 年业绩快报显示，2015 年公司实现营业收入 160.46 亿元，同比增长 9.36%，实现归属于上市公司股东的净利润 53.7 亿元，同比增长 19.22%。2015 年 EPS 为 3.57 元,ROE 为 25.4%。**

- **点评：公司全年营收符合预期，净利润总额超出预期。季度来看，四季度实现营收 23.85 亿元，同比仅增 0.8%，增速远低于前三季度的 10%、11%、12%，一方面是因为 2014 年四季度高基数（2014 年四季度较 2013 年同比增长 20%，而 2014 年 Q1-Q3 单季度同比增速基本是负值），另一方面是因为四季度各酒企均加大营销力度，行业竞争加剧导致了公司产品基本没增长；公司四季度实现净利润 9.13 亿元，同比大增 80%，这主要是部分股权投资收益在四季度集中体现，导致利润总额大幅增加，从这一因素来看，公司净利润的快速增长不具有持续性。中长期来看，我们认为在未来 2-3 年行业弱复苏的背景下，公司白酒主业在省内依旧可以享受 2%-5%的增长，省外可做到 10%-18%的增长。新业 3.5 为公司业绩的可持续增长提供后备力量。**

- **行业总体弱复苏，公司产品综合竞争力强，有望享受行业平均值以上的增速。**经过了 2012-2014 年的调整，2015 年白酒行业数据总体转正，单月产量维持在 2%-6%的增长，单月营收和利润总体维持在 5%-10%的增长，我们认为，白酒行业总体处于弱复苏的格局，未来 1-2 年将继续保持弱复苏的格局。公司在产品、品牌、渠道、管理方面走在了行业的前列，在制度创新、产品创新、渠道创新等方面基础工作扎实，长期具备较好的竞争优势，我们认为洋河有望享受行业平均值以上的增速。

- **未来 2-3 年，公司白酒主业在省内依旧可以享受 2%-5%的增长。**公司扎根江苏并实现了近 100 亿的销售额，我们认为公司在江苏未来的业绩增长主要来自于消费的升级。江苏区域经济稳健，商务活动频繁，2015 年地区生产总值增长 8.5%，突破 7 万亿大关（江苏省代省长石泰峰在向省十二届人大四次会议作

《政府工作报告》时宣布上述数字)。我们认为，公司在江苏市场优势明显，可享受经济增长带来消费升级的红利。介于公司产品体量已足够大，未来 2-3 年我们总体给予 2-5%营收增速的预判。

- **未来 2-3 年，公司白酒主业在省外新江苏市场可做到 10%-18%的增长。**2015 年，公司重点推进新江苏市场（省外核心区域划分为新江苏市场，占省外营收 70%以上）的营销，2015 年新江苏市场实现了 20%以上的增长。我们认为，随着新江苏市场渠道下沉、更多新江苏市场的崛起以及模式的协同影响，未来 2-3 年依旧可以保持较快的增长，但是随着基数的提升以及竞争的加剧，增速将慢于 2015 年，我们总体给予 10%-18%营收增速的预判。

- **洋河新业 3.5 为公司业绩的可持续增长提供后备力量。**洋河为保障洋河持续快速发展提出“三件半事情”：以健康和体验为核心的技术革命、以互联网为核心的商业模式创新、以资本为手段的产业并购和资产整合，以及公司内部机制体制创新。我们认为公司战略思路领先，已在通过产品创新、商业模式变革和资本运作等方式，提前布局创新业务。以健康和体验为核心的技术革命的代表作微分子酒，定位清晰，市场反映较好，2015 年试销实现 2 亿销售额，公司暂时不急于放量，长期值得期待；以互联网为核心的商业模式创新的“洋河 1 号”试运行良好，2015 年全年完成 6-8 亿销售额，为“卖货、聚粉、建平台”三位一体的营销模式创新夯实基础；资本运作以及体制改革已经提上议程，择机行动。

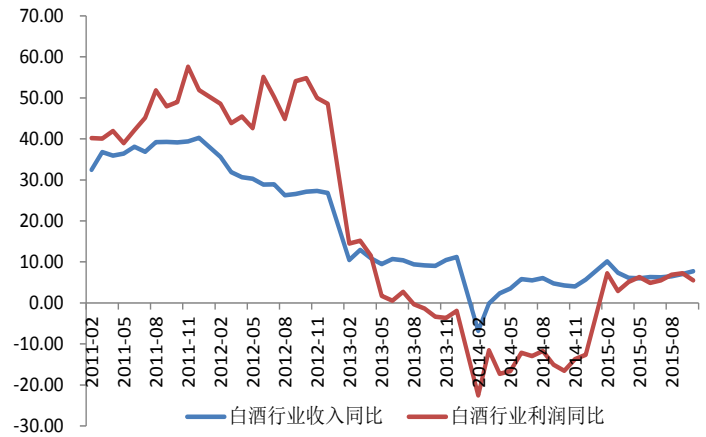
- **目标价 65.16-72.40 元，维持“买入”评级。我们预计 2015-2017 年收入为 160.46、173.56、186.10 亿元，YoY9.36%、8.17%、7.22%；实现净利润 53.74 亿、54.71 亿、58.52 亿元，YoY19.22%、1.81%、6.96%，EPS 为 3.57、3.62、3.85 元。目标价 65.16-72.40 元，对应 2016 年 18-20XPE，公司的新业 3.5 的拓展或成为股价上涨超预期的因素。**

- **风险提示：行业竞争加剧导致净利润率走低、新江苏市场增速出现预期差。**

图表 1：2015 年白酒行业产量单月维持在 2%-6%的增长（%）

来源：中泰证券研究所

图表 2：2015 年白酒行业产量单月营收和利润总体维持在 5%-10%的增长（%）



来源：中泰证券研究所

图表3：洋河股份销售分项预测表（单位：百万元）

白酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入（百万元）	17035	14447	14039	15359	16587	17748
YOY（%）		-15.19%	-2.82%	9.40%	8.00%	7.00%
成本（百万元）	6088	5589	5403	6082	6555	6986
YOY（%）		-8.20%	-3.33%	12.57%	7.78%	6.58%
毛利(百万元)	10947	8858	8636	9277	10032	10762
毛利率	64.26%	61.31%	61.51%	60.40%	60.48%	60.64%
红酒及其它	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入（百万元）	235	577	633	687	769	862
YOY（%）		144.87%	9.81%	8.50%	12.00%	12.00%
成本（百万元）	206	357	374	138	192	259
毛利(百万元)	29	220	259	549	577	603
毛利率	12.43%	38.14%	40.87%	79.91%	75.05%	69.95%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入（百万元）	17270	15024	14672	16046	17357	18610
YOY（%）		-13.01%	-2.34%	9.36%	8.17%	7.22%
成本（百万元）	6294	5946	5777	6220	6747	7245
YOY（%）		-5.54%	-2.83%	7.66%	8.47%	7.38%
毛利	10976	9078	8895	9826	10610	11365
毛利率	63.56%	60.42%	60.62%	61.24%	61.13%	61.07%

来源：中泰证券研究所

图表4：洋河股份三张报表（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**17,270**	**15,024**	**14,672**	**16,046**	**17,357**	**18,610**
增长率	*35.55%*	*-13.0%*	*-2.3%*	*9.4%*	*8.2%*	*7.2%*
营业成本	-6,294	-5,946	-5,777	-6,220	-6,747	-7,245
%销售收入	*36.4%*	*39.6%*	*39.4%*	*38.8%*	*38.9%*	*38.9%*
毛利	10,976	9,078	8,895	9,826	10,610	11,365
%销售收入	*63.6%*	*60.4%*	*60.6%*	*61.2%*	*61.1%*	*61.1%*
营业税金及附加	-241	-187	-190	-208	-224	-241
%销售收入	*1.4%*	*1.2%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*
营业费用	-1,775	-1,388	-1,680	-1,813	-1,944	-2,047
%销售收入	*10.3%*	*9.2%*	*11.4%*	*11.3%*	*11.2%*	*11.0%*
管理费用	-1,020	-1,037	-1,267	-1,220	-1,359	-1,468
%销售收入	*5.9%*	*6.9%*	*8.6%*	*7.6%*	*7.8%*	*7.9%*
息税前利润（EBIT）	7,940	6,466	5,758	6,584	7,083	7,609
%销售收入	*46.0%*	*43.0%*	*39.2%*	*41.0%*	*40.8%*	*40.9%*
财务费用	121	196	237	148	114	49
%销售收入	*-0.7%*	*-1.3%*	*-1.6%*	*-0.9%*	*-0.7%*	*-0.3%*
资产减值损失	-7	-8	-38	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	135	51	53	455	88	86
%税前利润	*1.6%*	*0.8%*	*0.9%*	*6.3%*	*1.2%*	*1.1%*
营业利润	8,189	6,706	6,010	7,187	7,285	7,744
营业利润率	*47.4%*	*44.6%*	*41.0%*	*44.8%*	*42.0%*	*41.6%*
营业外收支	27	-20	21	0	0	10
税前利润	**8,215**	**6,686**	**6,031**	**7,187**	**7,285**	**7,755**
利润率	*47.6%*	*44.5%*	*41.1%*	*44.8%*	*42.0%*	*41.7%*
所得税	-2,064	-1,684	-1,523	-1,812	-1,837	-1,956
所得税率	*25.1%*	*25.2%*	*25.2%*	*25.2%*	*25.2%*	*25.2%*
净利润	6,152	5,002	4,508	5,376	5,448	5,799
少数股东损益	-2	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	**6,154**	**5,002**	**4,507**	**5,376**	**5,448**	**5,799**
净利率	*35.6%*	*33.3%*	*30.7%*	*33.5%*	*31.4%*	*31.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	6,152	5,002	4,508	5,376	5,448	5,799
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	246	371	576	605	700	761
非经营收益	-283	-52	126	-455	-88	-96
营运资金变动	-615	-2,141	-2,498	2,444	-316	-112
经营活动现金净流	**5,500**	**3,180**	**2,712**	**7,970**	**5,745**	**6,352**
资本开支	3,372	2,667	1,784	1,856	1,217	712
投资	-217	968	-1,747	0	0	0
其他	0	33	83	455	88	86
投资活动现金净流	**-3,588**	**-1,665**	**-3,447**	**-1,401**	**-1,129**	**-626**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	951	-951	0	0	0
其他	-1,351	-2,270	-1,822	-7,537	-8,285	-9,039
筹资活动现金净流	**-1,351**	**-1,319**	**-2,773**	**-7,537**	**-8,285**	**-9,039**
现金净流量	**561**	**196**	**-3,508**	**-968**	**-3,670**	**-3,313**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	7,659	7,855	4,347	3,379	-291	-3,604
应收款项	147	221	204	203	227	241
存货	5,923	8,779	10,097	8,444	9,644	10,429
其他流动资产	1,792	363	1,543	1,599	1,596	1,606
流动资产	15,521	17,218	16,191	13,625	11,176	8,672
%总资产	*65.6%*	*61.0%*	*56.3%*	*49.6%*	*43.8%*	*37.8%*
长期投资	627	970	1,145	1,145	1,145	1,145
固定资产	5,055	7,416	8,365	9,526	10,013	9,942
%总资产	*21.4%*	*26.3%*	*29.1%*	*34.7%*	*39.2%*	*43.3%*
无形资产	1,793	1,942	1,975	2,066	2,096	2,128
非流动资产	8,137	11,000	12,566	13,818	14,335	14,296
%总资产	*34.4%*	*39.0%*	*43.7%*	*50.4%*	*56.2%*	*62.2%*
资产总计	**23,658**	**28,218**	**28,758**	**27,443**	**25,511**	**22,969**
短期借款	0	951	0	0	0	0
应付款项	6,506	8,097	7,523	8,039	8,884	9,474
其他流动负债	2,177	1,509	1,198	1,525	1,584	1,691
流动负债	8,683	10,557	8,721	9,563	10,468	11,165
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	264	264	235	235	235	235
负债	**8,947**	**10,822**	**8,957**	**9,799**	**10,703**	**11,400**
普通股股东权益	14,695	17,389	19,725	17,568	14,731	11,491
少数股东权益	16	8	4	4	5	5
负债股东权益合计	**23,658**	**28,218**	**28,686**	**27,371**	**25,439**	**22,897**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	5.698	4.632	4.187	3.569	3.616	3.849
每股净资产(元)	13.606	16.101	18.324	11.662	9.779	7.628
每股经营现金净流(元)	5.092	2.944	2.519	5.290	3.813	4.216
每股股利(元)	6.420	4.370	2.000	5.000	5.500	6.000
回报率						
净资产收益率	41.88%	28.77%	22.85%	30.60%	36.98%	50.46%
总资产收益率	26.01%	17.73%	15.71%	19.64%	21.42%	25.33%
投入资本收益率	119.27%	51.68%	30.16%	37.64%	38.06%	40.67%
增长率						
营业总收入增长率	35.55%	-13.01%	-2.34%	9.36%	8.17%	7.22%
EBIT增长率	48.08%	-18.57%	-10.95%	14.36%	7.57%	7.43%
净利润增长率	53.05%	-18.72%	-9.89%	19.26%	1.34%	6.44%
总资产增长率	25.28%	19.28%	1.66%	-4.57%	-7.04%	-9.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	0.9	0.4	0.7	0.6	0.6
存货周转天数	281.7	451.3	596.3	495.5	521.7	525.4
应付账款周转天数	40.0	58.8	62.9	57.7	59.6	59.5
固定资产周转天数	49.5	102.9	145.6	156.0	158.8	150.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.26%	-40.89%	-22.03%	-19.22%	1.98%	31.35%
EBIT利息保障倍数	-65.8	-32.9	-24.3	-44.5	-61.9	-155.0
资产负债率	37.82%	38.35%	31.22%	35.80%	42.07%	49.79%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。