

中國：食品、飲料及煙草

2016年6月30日

投資建議：
買進 (初次報告)
目標價隱含漲/跌幅：16.8%
日期 2016/06/30

收盤價	RMB71.92
十二個月目標價	RMB84.00
前次目標價	RMBN.A.
深圳 A 股指數	2,065.5

資訊更新：

- ▶ 本中心初次將洋河股份納入研究範圍，給予買進評等及目標價人民幣 84 元，係根據 22 倍 2016 年預估每股盈餘推估而得，隱含 16.8% 上檔空間。

本中心觀點：

- ▶ 我們看好洋河股份，係因預期 1) 新江蘇市場 2015-18 年複合成長率可望達 24.2%；2) 藍色經典系列產品可望搭上消費升級趨勢；3) 未來可望有併購機會。

公司簡介： 洋河股份主要從事酒類及相關產品的生產與銷售，主力酒類產品線包括洋河及雙溝系列。

股價相對深圳 A 股指數表現


市值	RMB108,382.6 百萬元
六個月平均日成交量	RMB134.3 百萬元
總股本股數 (百萬股)	1,507.0
流通 A 股股數比例	81.9%
自由流通股數比例	25.8%
大股東；持股比率	江蘇洋河集團, 34.2%
淨負債比率	(27.1%)
每股淨值 (2016F)	RMB17.22
股價淨值比 (2016F)	4.20 倍

簡明損益表 (RMB 百萬元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	16,052	17,652	19,818	22,610
營業利益 **	6,378	7,131	7,900	8,898
稅後純益 *	5,365	5,731	6,331	7,081
每股盈餘 (元)	3.56	3.80	4.20	4.70
每股盈餘年增率 (%)	(15.0)	6.8	10.5	11.8
每股股利 (元)	1.80	1.92	2.12	2.38
本益比 (倍)	20.3	19.0	17.2	15.4
殖利率 (%)	2.5	2.7	2.9	3.3
股東權益報酬率 (%)	23.4	22.1	21.5	21.3

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：
劉 珮均

+886 2 3518 7931 juliette.liu@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

蔡 耀霆

+886 2 3518 7934 tim.y.tsai@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>
Bloomberg code: YUTA

洋河股份 (002304 CH)

產業整併趨勢受惠者

今年 Asiamoney 票選將於 7 月 4 日展開，請將您寶貴的一票投給元大！

初次將洋河股份納入研究範圍，給予買進評等及目標價人民幣 84 元，係根據 22 倍 2016 年預估每股盈餘推估而得，隱含 16.8% 上檔空間。我們看好洋河，係因其在中階白酒市場佔有明顯領先地位，而產業整併趨勢為將來關鍵利多。

我們預期公司成長將持續優於產業表現，係因 1) 新江蘇市場將挹注成長動能，2015-18 年營收可望創造穩健的年複合成長率 24.2%；2) 藍色經典系列貢獻度提升，係因其受惠於消費升級趨勢，因此有助改善產品組合；及 3) 具備以併購方式擴張的潛力。由於產業對白酒價格調漲的預期升溫，我們認為二線白酒業者的洋河亦將跟進。若公司實現價格調漲，其股價可望有一波補漲。

新江蘇市場持續為成長動能：由於江蘇市場已趨成熟 (佔 2015 年營收 59%)，洋河已成功將其足跡擴張至江蘇市場之外，並已切入河南、山東、安徽、浙江、湖北等省份。受惠於已成功建立的品牌與強大行銷網絡，我們預期新江蘇市場將維持更迅速成長，2015-18 年營收年複合成長率將達 24.2%，進而帶動公司整體成長。

藍色經典系列產品可望搭上消費升級趨勢：受惠於其「綿柔」的獨特口味，藍色經典系列已形成差異化並強化洋河的品牌價值，且貢獻 2015 年營收的 70%。我們預期藍色經典系列 2015-18 年營收年複合成長率將達 17.8%，動能將來自消費升級趨勢。

潛在併購機會可望帶動擴張：我們認為洋河為參與產業整併趨勢的最佳公司，係因 1) 中低階市場較為分散，而洋河在其中居龍頭地位；2) 公司自上市以來就有收購當地業者，以切入並擴張至江蘇省外市場的策略；3) 公司淨現金部位充沛。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

投資理由

本中心初次將洋河股份納入研究範圍，給予「買進」評等，係因其中階白酒市場已奠定穩固基礎，且享有潛在併購利多。本中心預估，洋河透過其擴張策略，成長表現將持續優於產業。該公司從江蘇省起家，如今事業版圖已擴張至江蘇以外的其他省分，稱為新江蘇市場。該市場將挹注成長動能，預估 2015-18 年營收年複合成長率可達 24.2%，將支撐公司整體成長。此外，我們認為公司亦可望受惠於整併趨勢，係因其自 2010 年 (掛牌一年後) 以來已完成數項併購案，將事業版圖擴張至江蘇市場以外。本中心預估 2015-18 年營收/獲利年複合成長率將達 12.1%/9.7%，而藍色經典系列比重提高，也將帶動毛利率擴增。目前白酒產業的評價已高於歷史平均本益比，主要歸因於產業復甦能見度升高，本中心認為洋河評價仍具吸引力，未來有機會帶來補漲行情。本中心目標價人民幣 84 元，係以 22 倍 2016 年預估每股盈餘推得，隱含 16.8% 上檔空間。

主要股價利多

新江蘇市場持續帶動成長

洋河自江蘇省宿遷市起家，如今已成為江蘇市場首屈一指的白酒業者。2015 年江蘇市場佔洋河營收的 59%。然而，對洋河而言江蘇市場已臻成熟，營收年複合成長率由 2010-12 年的 29% 降至 2013-15 年的 1%，公司因此將事業版圖擴大至江蘇省外，營運觸角延伸至河南、山東、安徽、浙江及湖北等先前未觸及之省分。由於公司已奠定穩固品牌名聲及強大銷售網絡，我們預估新江蘇市場將支撐公司整體成長，2015-18 年營收年複合成長率可望達 24.2%，高於同期江蘇市場的 3.0%。

藍色經典系列市場地位穩固，可望搭上消費升級順風車

藍色經典系列受惠於其獨特的「綿柔」口感，使洋河品牌形成差異化，並藉由切入江蘇以外市場提升品牌價值，該系列營收佔比於 2015 年已提升至 70%。本中心預估藍色經典系列 2015-18 年營收年複合成長率將達 17.8%，主要動能來自於消費升級趨勢。

產業整併趨勢帶動潛在併購機會

本中心預估，白酒產業歷經數年的景氣低迷後，將出現一波整併潮。而洋河為該產業整併趨勢中的最佳受惠者，係因 1) 洋河在較為分散的中、低階市場享有領導地位；2) 公司自掛牌以來持續透過收購本地業者，切入並擴張版圖至江蘇市場以外地區；及 3) 公司擁有雄厚的淨現金部位。本中心預估潛在併購機會將帶動公司未來成長。

本中心預估洋河將享有以下利多：1) 新江蘇市場可望持續穩健成長，預估 2015-18 年營收年複合成長率達 24.2%；2) 藍色經典系列對公司的營收佔比可望從 2015 年的 70% 升至 2018 年的 81%，帶動產品組合改善；及 3) 潛在併購機會將帶動公司版圖進一步擴張。

獲利預估與股票評價

本中心預估 2015/16/17 年營收將分別年增 10.0%/12.3%/14.1%至人民幣 177/198/226 億元，主要受惠於新江蘇市場穩定成長，2015-18 年營收年複合成長率可望達 24.2%。

本中心預估 2016/17/18 年營收將分別年增 10.0%/12.3%/14.1%至人民幣 177/198/226 億元，獲利將分別成長 6.8%/10.5%/11.8%至人民幣 57/63/71 億元。

我們預期毛利率將從 2015 年的 61.9%升至 2016/17/18 年的 62.8%/62.9%/63.0%。毛利率擴增的動能來自於毛利率較高的藍色經典系列，我們預估其對洋河的營收佔比將從 2015 年的 70%升至 2018 年的 81%。

因此，我們預估在新江蘇市場穩健成長及產品組合改善的帶動下，2016/17/18 年獲利將分別成長 6.8%/10.5%/11.8%至人民幣 57/63/71 億元。

上檔風險

- ▶ 新江蘇市場營收優於預期
- ▶ 藍色經典系列營收優於預期
- ▶ 白酒價格進一步上漲
- ▶ 完成重大併購案

下檔風險

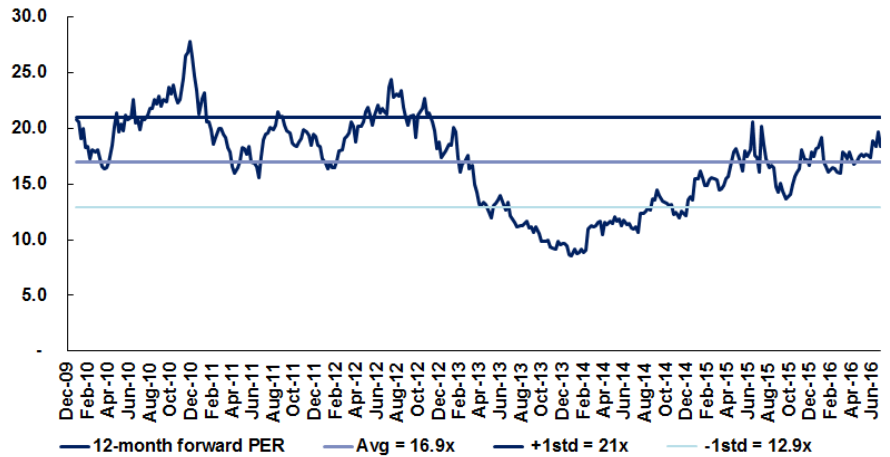
- ▶ 新江蘇市場營收不如預期
- ▶ 藍色經典系列營收不如預期
- ▶ 白酒價格不如預期

股票評價

本中心本益比目標價人民幣84元

本中心採用本益比評價法推算目標價，係因我們認為該評價法最能反映洋河的品牌價值提升及穩健成長。本中心目標價人民幣 84 元係以 22 倍 2016 年預估每股盈餘推得，較其歷史平均本益比高出約一個標準差。我們認為在近期白酒同業股價均見回升下，該股目前評價具吸引力。

圖 1：洋河 - 12 個月預估本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 2：同業評價比較表

公司	代碼	股價	市值 (百萬美元)	每股盈餘			本益比(倍)			每股盈餘成長率(%)		
				2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F
洋河股份	002304 CH	RMB71.92	16,330.6	3.80	4.20	4.70	19.0	17.2	15.4	6.8	10.5	11.8
大中華區同業												
貴州茅台	600519.CH	291.9	55,254	13.00	13.57	14.29	22.2	21.2	20.2	5.3	4.4	5.3
瀘州老窖	000568.CH	29.7	6,044	1.25	1.49	1.66	23.7	19.9	17.9	19.2	19.1	11.5
酒鬼酒	000799.CH	23.8	1,139	0.37	0.55	0.88	64.9	43.5	27.0	34.6	49.0	60.9
宜賓五糧液	000858.CH	32.5	17,874	1.86	2.09	2.43	17.5	15.6	13.4	14.5	12.1	16.3
沱牌舍得	600702.CH	25.2	1,213	0.35	0.66	1.41	71.5	38.4	17.9	1573.0	86.1	114.6
山西杏花村汾酒	600809.CH	22.2	2,816	0.72	0.85	0.99	30.8	26.2	22.5	19.7	17.5	16.7
伊力特	600197.CH	15.0	982	0.74	0.78	0.91	20.3	19.3	16.5	15.8	5.4	16.7
迎駕貢酒	603198.CH	23.9	2,706	0.76	0.90	N.A.	31.5	26.6	N.A.	10.1	18.4	N.A.
河北衡水老白干酒	600559.CH	24.0	1,509	0.41	0.56	0.44	57.9	43.2	54.1	91.7	34.1	-20.2
四川水井坊	600779.CH	16.6	1,166	0.41	0.61	0.99	40.8	27.3	16.7	126.5	49.5	62.8
古井貢酒	000596.CH	48.0	3,196	1.63	1.93	2.27	29.4	24.9	21.1	14.7	18.2	17.9
隆平高科	000998.CH	19.0	3,588	0.50	0.63	0.82	38.1	30.4	23.0	1.6	25.5	31.8
金種子酒	600199.CH	11.1	906	0.26	0.38	0.40	43.5	29.6	27.8	183.3	47.1	6.7
口子窖	603589.CH	36.2	3,124	1.20	1.44	2.25	30.3	25.1	16.1	12.9	20.6	55.9
今世緣	603369.CH	13.4	2,404	0.93	1.07	0.82	14.4	12.6	16.4	70.8	14.4	-23.4
平均							35.8	26.9	22.2	146.3	28.1	26.7

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

註：每股盈餘數字係以當地貨幣計。

圖 3：同業評價比較表(續)

公司	代碼	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股盈餘			股價淨值比(倍)		
				2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F
洋河股份	002304 CH	RMB71.92	16,330.6	22.1	21.5	21.3	17.22	19.50	22.08	4.2	3.7	3.3
大中華區同業												
貴州茅台	002304.CH	291.9	55,253	22.2	20.4	19.1	58.5	66.5	75.0	4.9	4.3	3.8
瀘州老窖	000568.CH	29.7	6,044	15.6	17.0	18.2	7.9	8.9	9.9	3.8	3.3	3.0
酒鬼酒	000799.CH	23.8	1,139	6.1	7.9	10.3	6.8	7.3	8.2	3.5	3.2	2.9
宜賓五糧液	000858.CH	32.5	17,874	15.2	15.2	15.6	12.6	14.0	16.0	2.6	2.3	2.0
沱牌舍得	600702.CH	25.2	1,213	6.4	11.2	16.4	7.0	7.6	8.6	3.6	3.3	2.9
山西杏花村汾酒	600809.CH	22.2	2,816	13.2	13.6	13.5	5.7	6.3	7.2	3.9	3.5	3.1
伊力特	600197.CH	15.0	982	17.3	16.7	17.7	4.5	4.9	5.4	3.4	3.1	2.8
迎駕貢酒	603198.CH	23.9	2,706	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
河北衡水老白干酒	600559.CH	24.0	1,509	7.5	11.1	14.2	3.7	4.1	4.7	6.4	5.9	5.1
四川水井坊	600779.CH	16.6	1,166	14.5	19.3	18.1	3.0	3.5	4.2	5.6	4.8	3.9
古井貢酒	000596.CH	48.0	3,196	15.0	15.1	14.6	11.0	12.8	15.2	4.3	3.8	3.2
隆平高科	000998.CH	19.0	3,588	18.3	18.8	18.3	3.2	4.1	5.4	6.0	4.6	3.5
金種子酒	600199.CH	11.1	906	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
口子窖	603589.CH	36.2	3,124	21.2	23.3	23.9	7.2	8.2	N.A.	5.1	4.4	N.A.
今世緣	603369.CH	13.4	2,404	16.8	16.5	15.2	3.8	4.4	5.4	3.5	3.0	2.5
平均				14.6	15.9	16.5				4.4	3.8	3.2

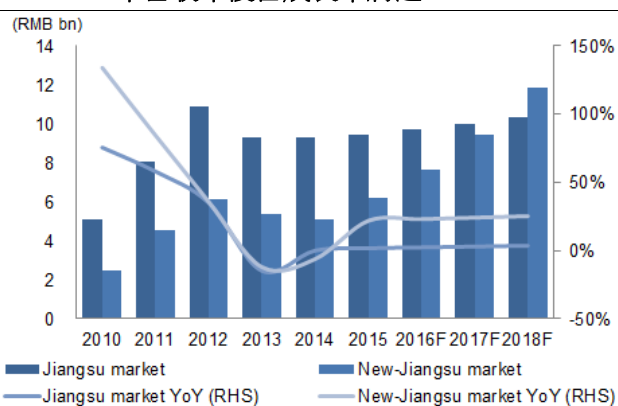
資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

新江蘇市場可望帶動成長

新江蘇市場持續帶動成長

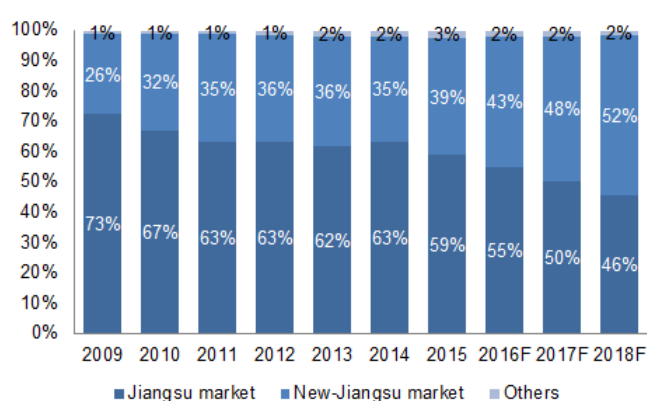
洋河自江蘇省宿遷市起家，如今已成為江蘇市場首屈一指的白酒業者。2015年江蘇市場佔洋河營收的59%。然而，對洋河而言江蘇市場已臻成熟，營收年複合成長率由2010-12年的29%降至2013-15年的1%，公司因此將事業版圖擴大至江蘇以外，營運觸角延伸至河南、山東、安徽、浙江及湖北等先前未觸及之省分。自公司將版圖擴大至江蘇以外後，新江蘇市場佔公司總營收比重已從2009年的26%升至2015年的39%。我們預估新江蘇市場將支撐公司整體成長，2015-18年營收年複合成長率可望達24.2%，高於同期江蘇市場的3.0%。

圖 4：新江蘇市場表現可望優於其他市場，預估 2015-18 年營收年複合成長率將達 24.2%



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 5：新江蘇市場營收佔比逐漸提高

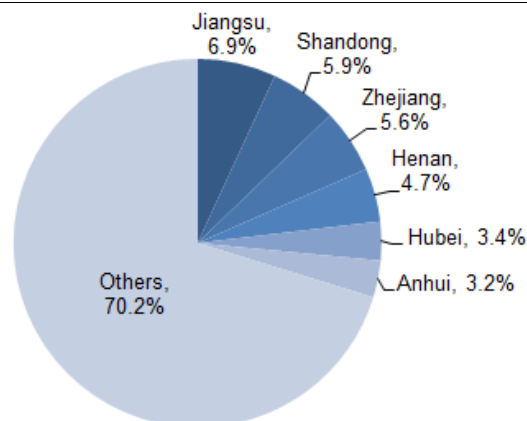


資料來源：公司資料、元大投顧預估

新江蘇市場高成長可望維持

據本中心調查，目前公司側重的新江蘇市場包含河南、山東、安徽、浙江及湖北省，這些省分均鄰近江蘇省，且 GDP 成長率高於全國平均水準。此外，新江蘇市場的白酒消費市場規模也較大，平均為人民幣 240 億元，高於全國平均的人民幣 150 億元。

圖 6：江蘇市場及公司側重的新江蘇市場佔比



資料來源：Wind、元大投顧預估

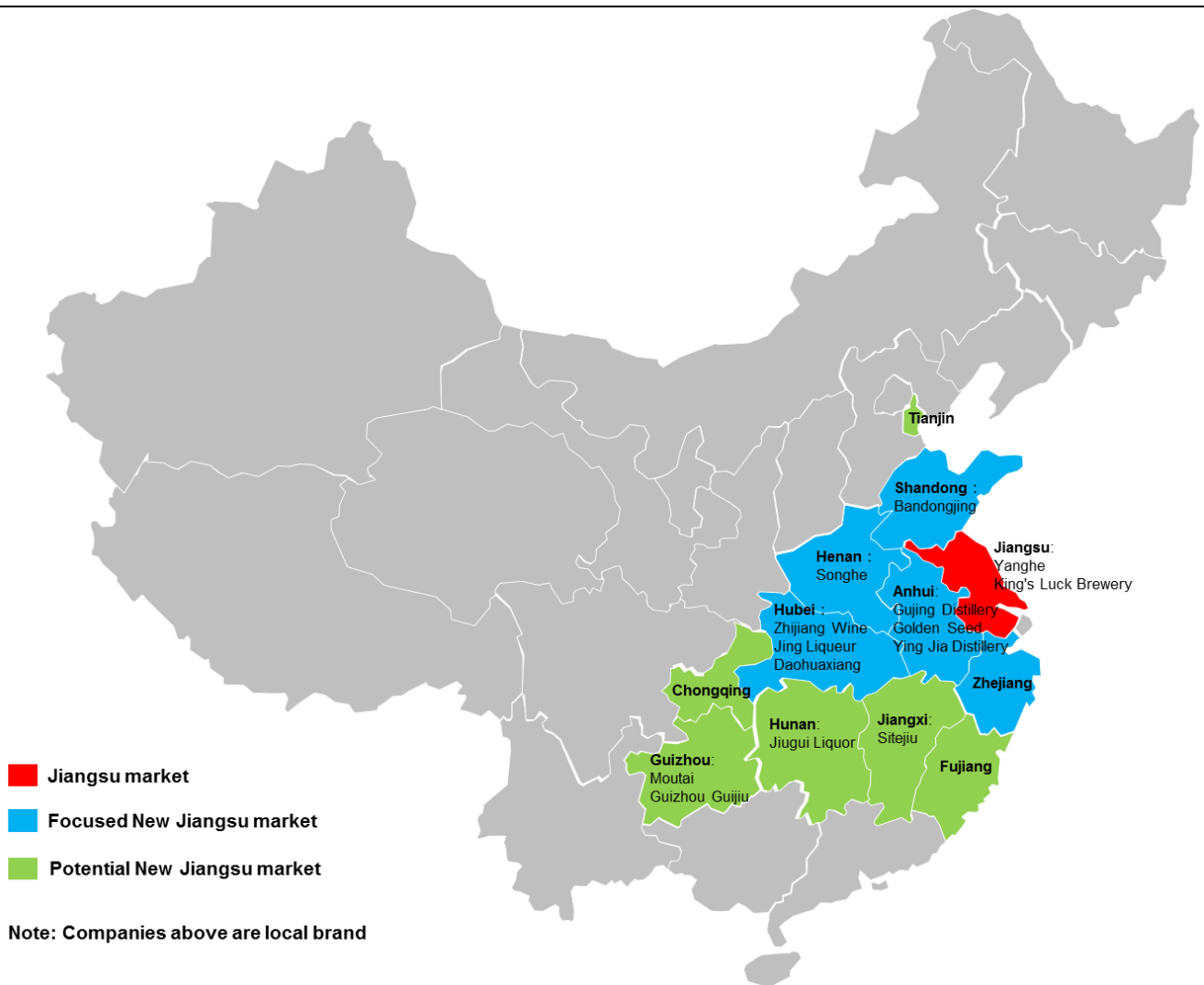
此外，我們也發現洋河目前在部分潛在地區的開發程度有限，包括天津、湖南、福建、江西、重慶及貴州省。根據公司在新江蘇市場的成功發展經驗，我們預估洋河在其他地區也將複製其版圖擴張的成功模式，因此新江蘇市場將支撐公司加速成長。

圖 7：江蘇及公司側重/潛在新江蘇市場概覽

省分	人口 (百萬人) (2015)	GDP (2015) (人民幣 10 億元)	人均 GDP	2015 GDP 年增率	市場規模 (人民幣 10 億元) (2015 估)	佔全國市場規模比重
江蘇	79.8	7,012	87,906	8.5%	36.2	6.9%
河南	94.8	3,701	39,040	8.3%	24.6	4.7%
山東	98.5	6,300	63,980	8.0%	30.9	5.9%
安徽	61.4	2,201	35,819	8.7%	16.9	3.2%
浙江	55.4	4,289	77,426	8.0%	29.5	5.6%
湖北	58.5	2,955	50,500	8.9%	17.8	3.4%
天津	15.5	1,654	106,908	9.3%	8.0	1.5%
湖南	67.8	2,905	42,824	8.6%	21.2	4.1%
福建	38.4	2,598	67,673	9.0%	15.9	3.0%
江西	45.7	1,672	36,630	9.1%	11.9	2.3%
重慶	30.2	1,572	52,112	11.0%	9.8	1.9%
貴州	35.3	1,050	29,757	10.7%	7.7	1.5%
平均	44.2	2,334	52,834	6.9%	15.1	N.A.

資料來源：Wind、元大投顧預估

圖 8：新江蘇市場圍繞江蘇省發展



資料來源：元大投顧

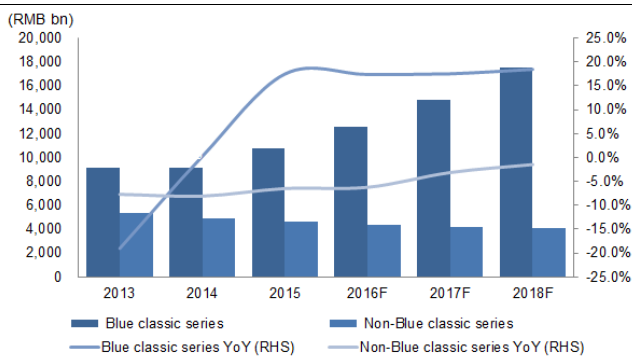
藍色經典系列市場地位穩固

洋河於 2003 年 9 月推出藍色經典系列。受惠於其獨特的「綿柔」口感，該系列不僅提升洋河的品牌形象，也有助於公司切入其他新江蘇地區。由於藍色經典系列已建立穩固的品牌知名度，因此成為公司主要的成長動能，2006-14 年營收年複合成長率達 38.3%。截至 2015 年，藍色經典系列對洋河的營收佔比從 2006 年的 48% 升至 70%。

藍色經典系列包含三大主力產品，即夢之藍/天之藍/海之藍，分別定位為高/中/低階產品。夢之藍/天之藍/海之藍於 2015 年營收佔比分別為 12.9%/24.8%/32.3%。據本中心了解，高階系列夢之藍 2015 年營收成長率達 22%，2016 年 1-4 月營收約成長 30%，主要受惠於消費升級趨勢。我們認為該公司藉由推出藍色經典系列切入不同市場，已奠定穩固的品牌名聲。

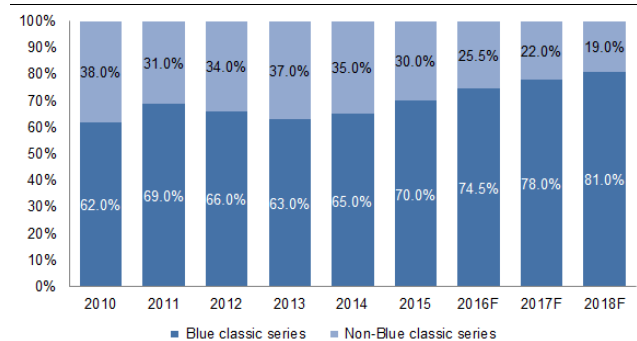
除了藍色經典系列，洋河也擁有完整的產品線，包括蘇酒、洋河大曲、微分子酒及雙溝，分別屬於高階/中階/中階/中低階白酒（參見圖 11）。因此，洋河提供的酒類產品種類多樣、定價範圍廣，由每瓶人民幣 30 元至人民幣 2,000 元不等。

圖 9：各產品系列營收成長率



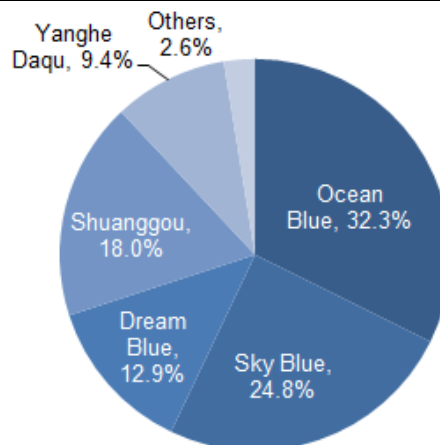
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：藍色經典系列營收比重逐漸提升



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 11：各產品營收比重 (2015 年)
















資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 12：洋河全系列產品

區塊	產品	折扣後單價 (人民幣/500ml)
高階	夢之藍 M9	2000
	綿柔蘇酒	999
	微分子 (大 V)	758
	夢之藍 M6	710
	生態蘇酒	578
	夢之藍 M3	528
中階	微分子 (小 V)	428
	夢之藍 M1	328
	天之藍	219
	星得斯紅酒	199
	海之藍	178
	雙溝珍寶坊	118
	洋河大曲	100
大眾	洋河藍優	48
	雙溝青優	45
	洋河敦煌大曲 - 金敦煌	30

資料來源：公司資料、天貓、www.cnjiuzhi.com、元大投顧

圖 13：洋河全系列產品

High -end	Dream Blue M9  Price: RMB2000/500ml	Mianrou Shuju  Price: RMB999/500ml	Dream Blue M6  Price: RMB710/500ml	Shengtai Shuju  Price: RMB578/500ml	Dream Blue M3  Price: RMB528/500ml
	Dream Blue M1  Price: RMB328/500ml	Sky Blue  Price: RMB219/500ml	Ocean Blue  Price: RMB178/500ml	Shuanggou Zhenbaofang  Price: RMB118/500ml	Yanghe Daqu  Price: RMB100/500ml
	Yanghe blue  Price: RMB48/500ml	Shuanggou Qingyou  Price: RMB45/500ml	Yanghe Dunhuang Daqu - Golden  Price: RMB30/500ml		
	Mid -end				
	Low -end				

資料來源：公司資料、天貓、www.cnjiuzhi.com、元大投顧

受惠於整併趨勢

本中心認為目前白酒產業整併趨勢正在發酵，尤其是較為分散的中、低階市場，而洋河便是整併趨勢中的最佳受惠股。該公司自 2010 年 10 月以來已完成數項併購案；於 2010 年 10 月取得雙溝酒業 41% 股權，並於 2011 年 3 月完全收購該品牌，以提高其在江蘇市場的市佔率。在 2010-11 年成功收購雙溝品牌後，洋河又陸續展開數項併購計畫，並且跨出江蘇市場，包括併購湖北省的梨花村酒業 (2013 年)、湖南省的汨羅春酒業 (2014 年)、黑龍江的賓州釀酒廠 (2014 年) 以及貴州省的貴酒公司 (2016 年)。我們認為該公司的併購行動是為了切入新江蘇市場並擴展現有的產品線。例如，透過近期收購貴州貴酒公司，將白酒種類由濃香型白酒擴大至醬香型白酒；而其主要同業貴州茅台也是生產醬香型白酒。

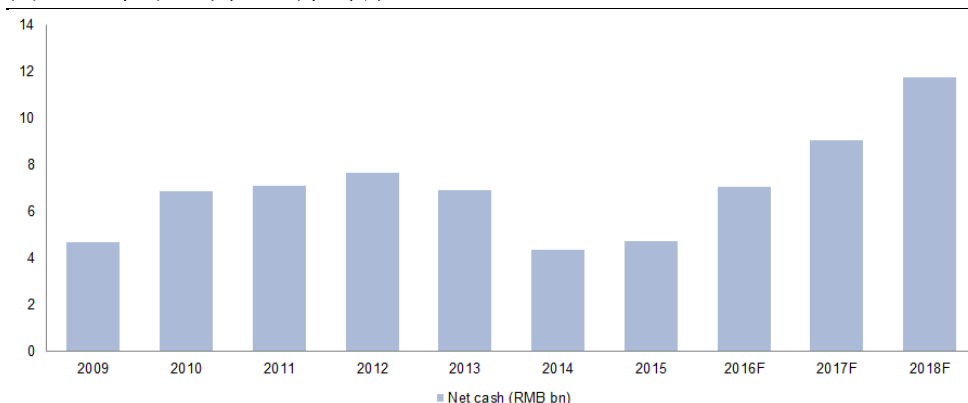
本中心認為洋河在仍有龐大的整併空間，係因中、低階市場的集中度低於高階市場，加上公司強勁的現金流以及雄厚的現金部位 (於 2015 年達人民幣 47 億元)。我們認為洋河將成為產業整併趨勢的受惠者。

圖 14：洋河 - 歷年併購紀錄

日期	收購公司	股權	省分	對價 (人民幣百萬元)
2010 年 10 月	雙溝酒業	41%	江蘇	536
2011 年 3 月	雙溝酒業	59%	江蘇	1200
2013 年	湖北梨花村	100%	湖北	3
2014 年 1 月	汨羅春酒業	100%	湖南	2
2014 年 3 月	賓州釀酒廠	100%	黑龍江	2
2016 年 6 月	貴州貴酒公司	100%	貴州	190

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 15：洋河 - 淨現金部位雄厚



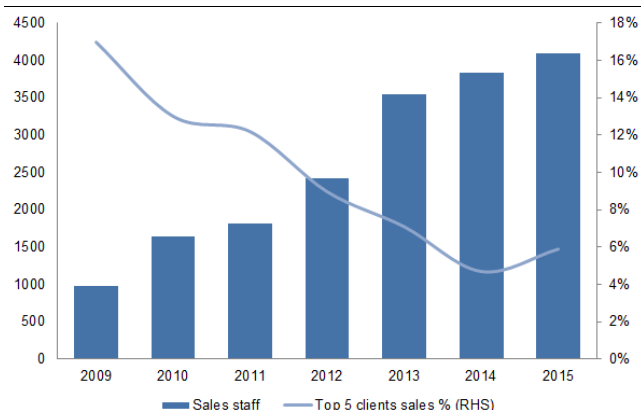
資料來源：公司資料、元大投顧預估

強大的銷售網絡

完整的銷售渠道

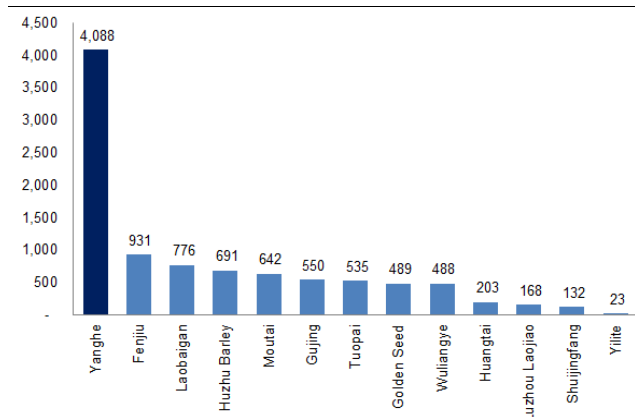
洋河已建立健全的銷售網絡，2015 年有 7,000 多家經銷商，銷售人員有 4,088 位。公司藉由強大的銷售網絡開發 1+1 模式(「一位經銷商+一位銷售」)。不同於其他同業僅倚賴經銷商，洋河透過大量銷售人員管理其終端通路，增加對終端通路的掌控，可密切追蹤終端需求與價格，使洋河渠道取得優於同業之優勢。

圖 16：銷售人員數與前 5 大客戶的營收佔比



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 17：白酒公司的銷售人員數(2015 年)

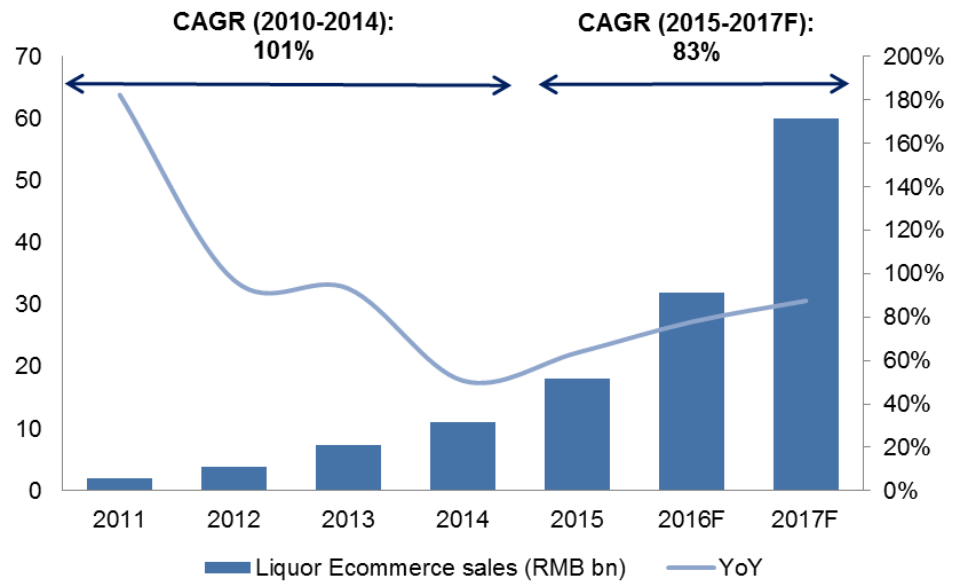


資料來源：公司資料、元大投顧

電商通路興起

根據 Analysys，2010-14 年白酒的電商營收年複合成長率達 101%，2014 年營收達人民幣 110 億元。Analysys 預估白酒可望維持穩健動能，2015-17 年營收年複合成長率可望達 83%。為了搭上電商商機，貴州茅台、五糧液、洋河等主要業者皆開發了電商銷售通路。洋河為第一家進軍電商領域的公司，2013 年推出「洋河一號」應用程式以開發 O2O 市場。受惠於其健全的銷售網絡，洋河可以在 30 分鐘內將貨品送達南京市場。

圖 18：白酒 2015-17 年電商營收年複合成長率可望達 83%



資料來源：Analysys、元大投顧

圖 19：洋河在京東的網路商店



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 20：洋河 1 號應用程式



資料來源：公司資料、元大投顧

公司簡介

洋河白酒起源於唐朝，有逾 400 年之歷史，在淮河與長江地區廣為販售。洋河大曲與雙溝大曲為定期朝貢給清廷的供品。1949 年，洋河酒廠成立，2009 年於深圳證交所上市。

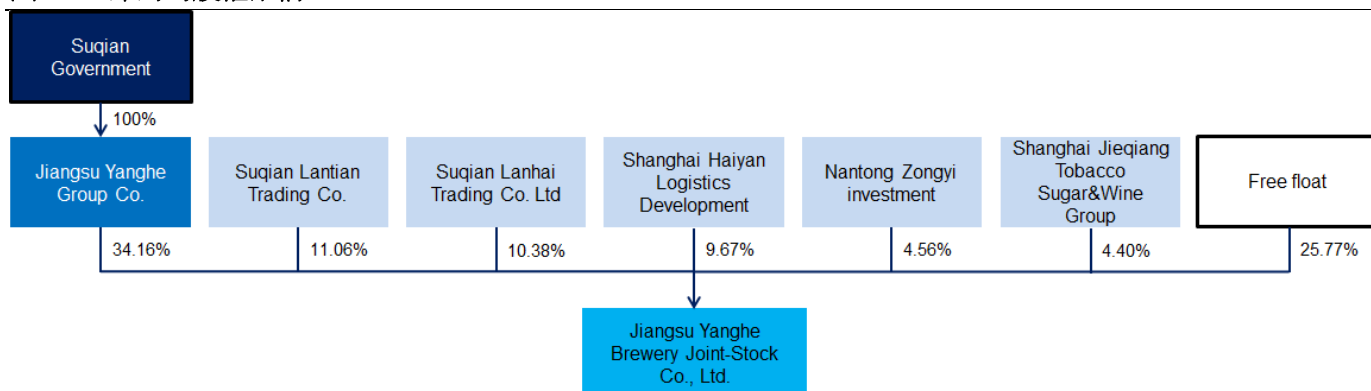
洋河產品以濃香型白酒為主，與瀘州老窖(000568 CH，未評等)、五糧液(000858 CH，未評等)、古井貢酒(000596 CH，未評等)相同。此外，洋河亦在 2002 年推出綿柔型白酒概念，以和其他的濃香型白酒做出區隔。綿柔白酒上市以來頗受歡迎，並在 2008 年被寫入國家標準。2003 年，洋河進一步推出市場定位明確的藍色經典系列產品，瞄準低至高階市場。搭上消費升級順風車，藍色經典的三大系列「夢之藍」、「天之藍」、「海之藍」相當成功，且自 2003 年推出以來就成為洋河的成長動能。

洋河的產品項目中有多項品牌，包括藍色經典系列、蘇酒、洋河大曲、雙溝、微分子酒。由於產品線完整，產品價格區間也相當寬廣，從人民幣 30 元一瓶到 2,000 元一瓶不等。

洋河自 2010 年 10 月起透過併購執行其擴張策略。第一樁併購案是江蘇雙溝釀酒廠，洋河於 2011 年取得其 100% 股權，並組成蘇酒集團。洋河自此成為中國第三大白酒製造商。此後，洋河發起數項併購，但不僅限於江蘇市場，還包括湖北省的梨花村酒業(2013)、貴州的汨羅春酒業(2014)、黑龍江省的賓州釀酒廠(2014)、貴州省的貴酒公司(2016 年)。此外，透過最新收購的貴州貴酒，洋河的產品從濃香型白酒擴展至醬香型白酒，而其同業龍頭貴州茅台亦生產醬香型白酒。

江蘇洋河酒廠股份有限公司為江蘇洋河集團持股 34.2% 之子公司，而該集團為宿遷市政府 100% 所持有。此外，宿遷市藍天貿易、宿遷市藍海貿易、上海海煙物流發展各持有洋河 11.1%/10.4%/9.7% 的股份。

圖 21：洋河的股權結構



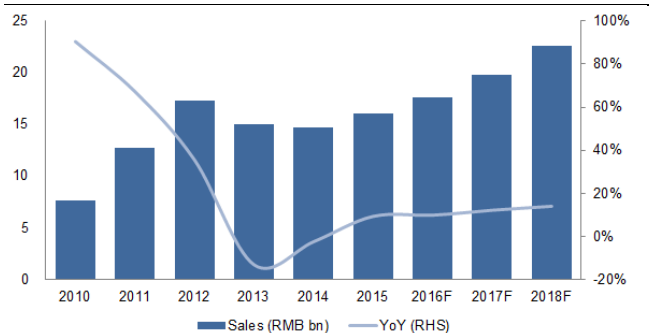
資料來源：公司資料、元大投顧

獲利展望

損益表

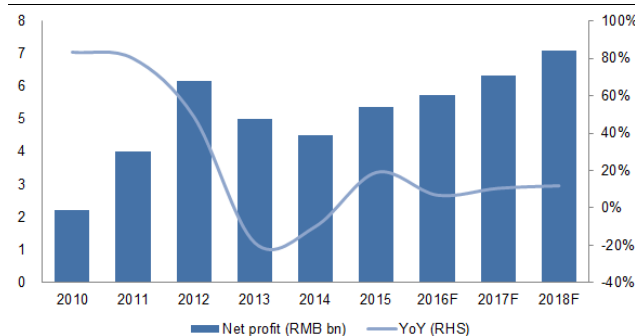
研究中心預估 2016/17/18 年營收可望年增 10.0%/12.3%/14.1%至人民幣 177/198/226 億元，獲利可望年增 6.8%/10.5%/11.8%至人民幣 57/63/71 億元，係拜新江蘇市場成長穩健與產品組成改善所賜。

圖 22：營收與營收年增率



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 23：稅後純益與稅後純益年增率



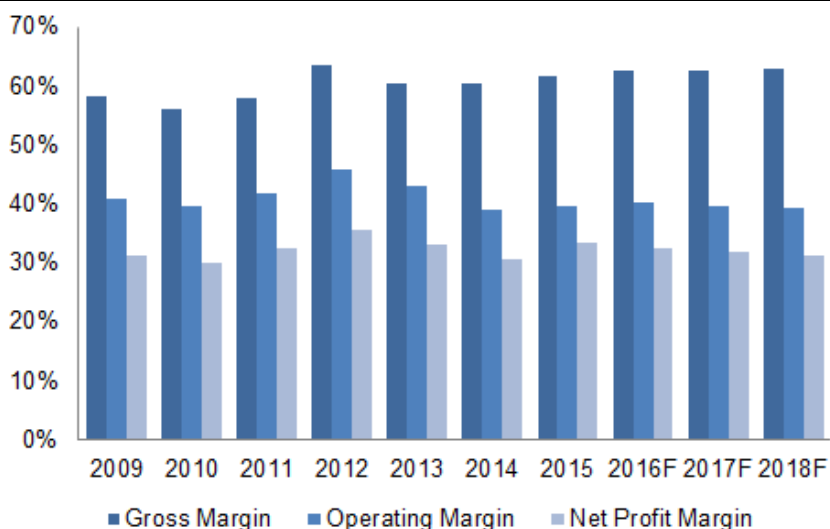
資料來源：公司資料、元大投顧預估

洋河的新江蘇市場預估可望維持穩健成長，且本中心預估切入其他省份可望持續推動新江蘇市場的成長，2016/17/18 年預估年增 23.1%/24.2%/25.3%，優於江蘇市場的低個位數成長。

本中心預估 2016/17/18 年毛利率可望由 2015 年的 61.9%提高至 62.8%/62.9%/63.0%，顯示毛利分別年增 11.5%/12.5%/14.3%。毛利率擴張主要受惠於藍色經典系列的營收佔比提高。

本中心預估 2016/17/18 年營業費用率持續提高，分別為 22.4%/23.0%/23.7%，係因公司業務團隊的費用增加，以在其他省份創造營收與投資。

圖 24：洋河 - 毛利率/營業利益率/稅後純益率

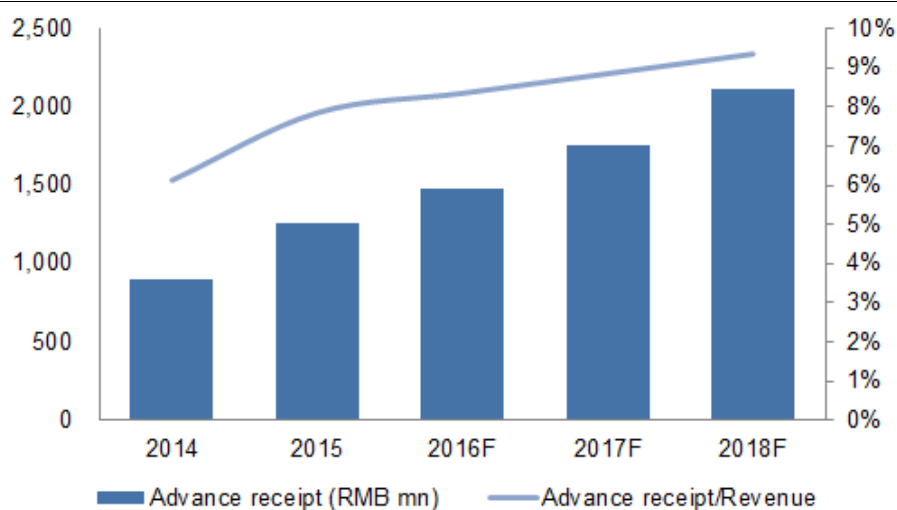


資料來源：公司資料、元大投顧預估

資產負債表

研究中心預估洋河 2016/17/18 年預收款項可望年增 17.0%/19.0%/20.5%至人民幣 15/18/21 億元，相當於總營收的 8.4%/8.9%/9.4%，係因白酒產業溫和復甦。

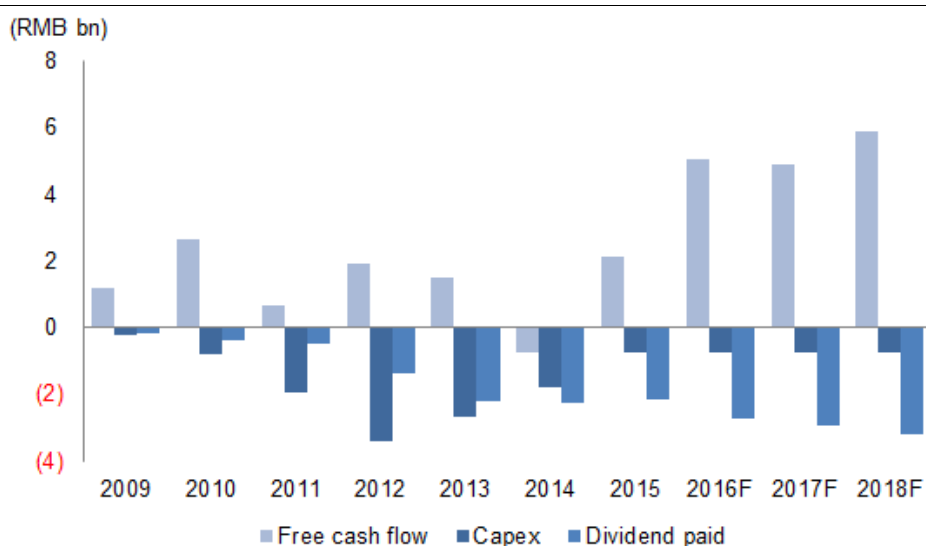
圖 25：洋河 – 預收款項



資料來源：公司資料、元大投顧預估

本中心預估洋河可望維持豐沛的淨現金部位，2016/17/18 年預估為人民幣 70/91/118 億元。因此，我們認為公司未來仍有潛在併購機會，我們預估洋河自由現金流量持續強勁，2016-18 年預估為人民幣 51/49/59 億元，股利發放率可維持在 51%，相當於 2016 年現金股利殖利率 2.7%。

圖 26：洋河 – 自由現金流量/資本支出/發放股利



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 27：洋河 - 季度與年度簡明損益表 (合併)

(人民幣百萬元)	1Q2016A	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F	1Q2017F	2Q2017F	3Q2017F	4Q2017F	FY2017F
營業收入	6,843	3,687	4,656	2,466	17,652	7,682	4,158	5,391	2,587	19,818
銷貨成本	(2,696)	(1,388)	(1,710)	(778)	(6,572)	(3,013)	(1,558)	(1,971)	(812)	(7,354)
營業毛利	4,147	2,299	2,946	1,688	11,080	4,669	2,600	3,420	1,775	12,464
營業費用	(976)	(937)	(1,007)	(1,030)	(3,949)	(1,164)	(1,090)	(1,209)	(1,101)	(4,564)
營業利益	3,171	1,362	1,939	658	7,131	3,504	1,510	2,212	674	7,900
業外利益	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	568	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	605
稅前純益	3,281	1,512	2,083	823	7,699	3,652	1,659	2,361	833	8,505
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
所得稅費用	(825)	(376)	(550)	(217)	(1,968)	(918)	(413)	(623)	(220)	(2,174)
歸屬母公司稅後純益	2,456	1,136	1,534	606	5,731	2,734	1,246	1,738	613	6,331
每股盈餘(依加權稀釋股數)(RMB)	1.63	0.75	1.02	0.40	3.80	1.81	0.83	1.15	0.41	4.20
加權平均股數	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
重要比率										
營業毛利率	60.6%	62.4%	63.3%	68.5%	62.8%	60.8%	62.5%	63.4%	68.6%	62.9%
營業利益率	46.3%	36.9%	41.7%	26.7%	40.4%	45.6%	36.3%	41.0%	26.1%	39.9%
稅前純益率	47.9%	41.0%	44.7%	33.4%	43.6%	47.5%	39.9%	43.8%	32.2%	42.9%
有效所得稅率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	25.6%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	25.6%
季增率(%)										
營業收入	186.1%	(46.1%)	26.3%	(47.0%)	10.0%	211.5%	(45.9%)	29.7%	(52.0%)	12.3%
營業利益	421.2%	(57.1%)	42.4%	(66.1%)	11.8%	432.3%	(56.9%)	46.5%	(69.5%)	10.8%
稅後純益	171.7%	(53.8%)	35.1%	(60.5%)	6.8%	351.4%	(54.4%)	39.4%	(64.7%)	10.5%
每股稀釋盈餘	171.7%	(53.8%)	35.1%	(60.5%)	6.8%	351.4%	(54.4%)	39.4%	(64.7%)	10.5%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

註：標“A”為元大投顧彙整之歷史數據

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
現金與短期投資	4,347	4,708	7,046	9,055	11,762
存貨	10,097	11,122	11,682	13,836	15,174
應收帳款及票據	86	90	104	113	134
其他流動資產	1,661	5,536	5,536	5,536	5,536
流動資產	16,191	21,456	24,367	28,541	32,606
長期投資	1,145	1,205	1,205	1,205	1,205
固定資產	8,365	8,496	8,651	8,759	8,819
什項資產	3,056	2,704	2,613	2,526	2,444
其他資產	12,566	12,404	12,469	12,490	12,468
資產總額	28,758	33,860	36,836	41,030	45,074
應付帳款及票據	2,577	3,039	2,996	3,757	3,920
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	6,145	7,539	7,539	7,539	7,539
流動負債	8,721	10,578	10,535	11,296	11,459
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	307	341	341	341	341
長期負債	307	341	341	341	341
負債總額	9,029	10,919	10,876	11,637	11,800
股本	1,076	1,507	1,507	1,507	1,507
資本公積	1,172	742	742	742	742
保留盈餘	17,476	20,688	23,707	27,140	31,020
換算調整數	0	0	0	0	0
額歸屬母公司之權益	19,725	22,937	25,955	29,389	33,269
少數股權	4	4	4	4	4
股東權益總額	19,729	22,941	25,960	29,394	33,273

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期純益	4,508	5,365	5,731	6,331	7,081
折舊及攤提	536	619	655	698	741
本期營運資金變動	(2,147)	827	(616)	(1,403)	(1,195)
其他營業資產	(185)	(975)	0	0	0
營運活動之現金流量	2,712	5,836	5,770	5,626	6,627
資本支出	(1,787)	(720)	(720)	(720)	(720)
本期長期投資變動	(1,716)	(3,018)	0	0	0
其他資產變動	56	61	0	0	0
投資活動之現金流量	(3,447)	(3,676)	(720)	(720)	(720)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(951)	0	0	0	0
其他調整數	(1,820)	(1,798)	(2,713)	(2,897)	(3,201)
融資活動之現金流量	(2,771)	(1,798)	(2,713)	(2,897)	(3,201)
本期產生現金流量	(3,508)	361	2,338	2,009	2,706
自由現金流量	(735)	2,160	5,051	4,907	5,907

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	14,672	16,052	17,652	19,818	22,610
銷貨成本	(5,777)	(6,115)	(6,572)	(7,354)	(8,360)
營業毛利	8,895	9,937	11,080	12,464	14,250
營業費用	(3,137)	(3,560)	(3,949)	(4,564)	(5,352)
營業利益	5,758	6,378	7,131	7,900	8,898
利息收入	237	196	134	140	140
利息費用	0	0	(5)	(5)	0
利息收入淨額	237	196	128	135	140
投資利益(損失)淨額	53	578	408	440	440
其他業外收入(支出)淨額	(17)	13	31	31	35
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	6,031	7,165	7,699	8,505	9,512
所得稅費用	(1,523)	(1,800)	(1,968)	(2,174)	(2,431)
少數股權淨利	(1)	0	0	0	0
歸屬母公司之淨利	4,507	5,365	5,731	6,331	7,081
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,294	6,997	7,786	8,598	9,639
每股盈餘 (RMB)	4.19	3.56	3.80	4.20	4.70
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	4.19	3.56	3.80	4.20	4.699

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成長率 (%)					
營業收入	(2.3)	9.4	10.0	12.3	14.1
營業利益	(10.9)	10.8	11.8	10.8	12.6
稅前息前折舊攤銷前淨	(7.7)	11.2	11.3	10.4	12.1
稅後純益	(9.9)	19.0	6.8	10.5	11.8
每股盈餘	(9.59)	(14.98)	6.82	10.48	11.84
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	60.6	61.9	62.8	62.9	63.0
營業利益率	39.2	39.7	40.4	39.9	39.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	42.9	43.6	44.1	43.4	42.6
稅後純益率	30.7	33.4	32.5	31.9	31.3
資產報酬率	15.8	17.1	16.2	16.3	16.4
股東權益報酬率	22.9	23.4	22.1	21.5	21.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
淨負債比率 (%)	(22.0)	(20.5)	(27.1)	(30.8)	(35.3)
利息保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	1,431.1	1,580.9	N.A.
利息及短期債	N.A.	N.A.	1,431.1	1,580.9	N.A.
現金流量對利息保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	1,071.9	1,045.1	N.A.
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	1,071.9	1,045.1	N.A.
流動比率 (倍)	1.9	2.0	2.3	2.5	2.8
速動比率 (倍)	0.7	1.0	1.2	1.3	1.5
淨負債 (RMB 百萬元)	(4,347)	(4,708)	(7,046)	(9,055)	(11,761)
每股淨值 (RMB)	18.32	15.22	17.22	19.50	22.08
評價指標 (倍)					
本益比	17.3	20.3	19.0	17.2	15.4
股價自由現金流量比	(105.8)	50.4	21.6	22.2	18.4
股價淨值比	3.9	4.8	4.2	3.7	3.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	12.4	15.6	14.0	12.7	11.3
股價營收比	5.3	6.8	6.2	5.5	4.8

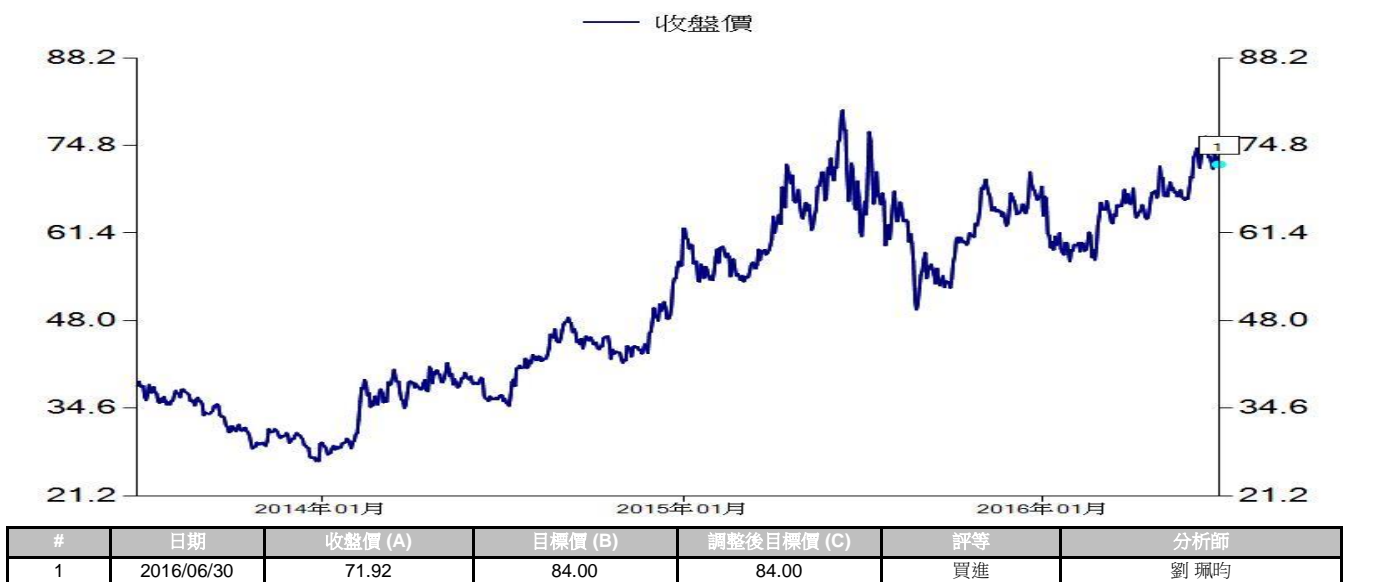
資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

洋河股份 (002304 CH) - 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	223	47%
持有-超越同業	116	24%
持有-落後同業	44	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計:	475	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓