

2016年08月29日

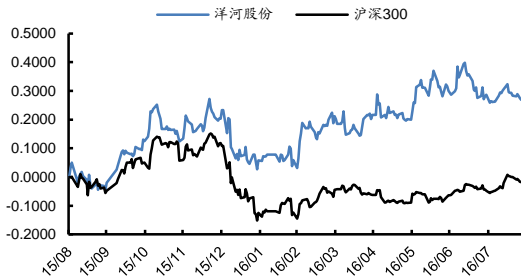
公司研究

评级：买入（维持）

研究所  
证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
联系人：管嘉琪 S0350116070031  
guanjq@ghzq.com.cn

## “新江苏”市场快速增长，并购贵酒进军酱香酒 ——洋河股份（002304）2016年中报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
洋河股份	-0.9	5.6	28.2
沪深300	2.7	8.0	-1.1

### 市场数据

市场数据	2016/08/29
当前价格(元)	70.53
52周价格区间(元)	49.57 - 79.97
总市值(百万)	106287.86
流通市值(百万)	87015.55
总股本(万股)	150698.80
流通股(万股)	122824.72
日均成交额(百万)	179.01
近一月换手(%)	5.64

### 相关报告

- 《洋河股份(002304)2015年三季报点评\*三季度业绩维持稳定增长,看好未来创新驱动发展(买入)\*食品饮料行业\*余春生》——2015-10-30
- 《洋河股份(002304)2015年中报点评\*公司业绩增长,看好未来创新驱动发展(买入)\*食品饮料行业\*余春生》——2015-08-30
- 《洋河股份(002304)调研简报:公司营销能力强,省外仍有增长空间(买入)\*食品饮料\*余春生》——2013-09-12

### 事件:

8月26日晚,洋河股份(002304)公布了2016年中报,2016年上半年公司实现营业收入101.94亿元,同比增长6.50%;实现归属上市公司股东的净利润34.24亿元,同比增长7.50%;基本每股收益2.27元,同比增长7.58%。

其中二季度,公司实现营收33.51亿元,同比增长1.17%;实现归属于上市公司股东的净利润9.68亿元,同比增长1.05%。

### 投资要点:

- **“新江苏”战略效果显著,公司省外市场恢复高增长** 上半年,公司实现营收101.94亿元,同比增长6.50%,增长主要来源于省外市场。自2015年以来,公司省外市场重回高增长趋势,2015年上半年、全年以及2016年上半年,公司省外市场营收同比增长分别为22.34%、21.96%和28.56%;带动省外地区营收占比由2014年底的34.61%提升至报告期末的43.06%。
- 白酒行业进入调整期后,很多企业省外市场面临的竞争加剧,市场份额快速萎缩,最终退守当地,变为区域性酒企。2013年,洋河也同样面临这样的问题,省外市场由2012年约40%的增长直接降至负数。面对困境,公司对省外市场进行重新规划,提出“新江苏”战略。以江苏为大本营,积极的对外扩张,打造包括河南、安徽、山东、浙江、上海为省外重点的新江苏市场,凭借其深度分销能力,以及公司产品“绵柔型”口味口感佳、差异化强,品牌知名度广等优势,使得公司较快走出泥潭。未来,公司省外市场有望保持较快增长,为公司业绩提供支撑。
- **收购贵酒进军酱香型白酒,外延并购再下一城** 近几年,洋河一直没停止通过产业重组和并购的方式,实现企业快速发展。2011年,与双沟强强携手,成立苏酒集团;2013年,并购湖北梨花村酒业;2014年,先后并购湖南汨罗春酒业、哈尔滨滨州酿酒厂。2016年6月18日,公司与贵州贵酒签署并购协议,标志着洋河股份正式进入酱香领域,成为囊括酱香、浓香两大香型的白酒巨头。目前酱香型白酒在中高端价位缺乏强势品牌,茅台系列酒销量也不大。洋河有望凭借其强大品牌实力、资金实力以及成熟的市场运作能力,在该价格段有所作为。
- **微分子酒主打健康概念,符合消费升级趋势** 蓝色经典系列成就了洋

**合规声明**

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

河的今天，背后的原因是洋河对消费趋势的认识以及超强的创新能力。微分子酒是公司耗时 5 年研发的新产品，主打健康概念，符合消费者对健康饮酒的需求。目前公司主要工作仍在于产品概念普及，从市场反应情况来看认知度较高，待时机成熟后可迅速推广。

- **盈利预测和投资评级：维持公司“买入”评级** 预测 2016/17/18 年 EPS 分别为 3.98/4.58/5.37 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 17.73/15.41/13.13 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**收购进展不达预期，新品表现不达预期，市场拓展不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	16052	17385	19193	21554
增长率(%)	9%	8%	10%	12%
净利润（百万元）	5365.2	5995	6899	8093
增长率(%)	19%	12%	15%	17%
摊薄每股收益（元）	3.56	3.98	4.58	5.37
ROE(%)	23.39%	22.60%	22.50%	22.79%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

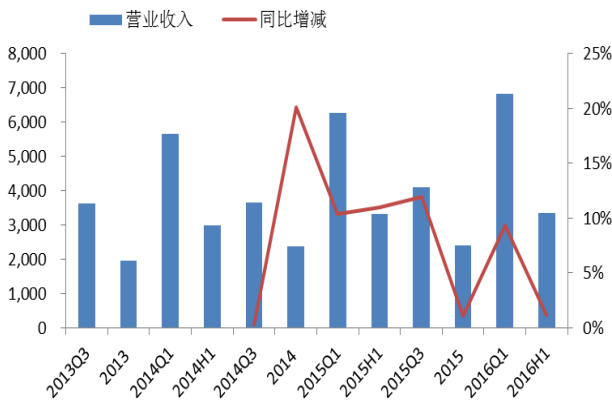
表 1: 洋河股份盈利预测表

证券代码:	002304.SZ				股价:	70.53	投资评级:	买入	日期:	2016/08/29
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	23.39%	22.60%	22.50%	22.79%	EPS	3.56	3.98	4.58	5.37	
毛利率	62%	62%	63%	64%	BVPS	15.22	17.60	20.34	23.56	
期间费率	21%	20%	17%	16%	<b>估值</b>					
销售净利率	33%	34%	36%	38%	P/E	19.81	17.73	15.41	13.13	
<b>成长能力</b>					P/B	4.63	4.01	3.47	2.99	
收入增长率	9%	8%	10%	12%	P/S	6.62	6.11	5.54	4.93	
利润增长率	19%	12%	15%	17%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
总资产周转率	0.47	0.47	0.46	0.46	<b>营业收入</b>	<b>16052</b>	<b>17385</b>	<b>19193</b>	<b>21554</b>	
应收账款周转率	77.63	77.63	77.63	77.63	营业成本	6115	6537	7063	7759	
存货周转率	0.57	0.57	0.57	0.57	营业税金及附加	229	243	269	302	
<b>偿债能力</b>					销售费用	1882	1825	1843	1961	
资产负债率	32%	28%	26%	25%	管理费用	1448	1478	1401	1509	
流动比	2.03	2.48	2.88	3.24	财务费用	(196)	(138)	(198)	(267)	
速动比	0.98	1.32	1.68	2.01	其他费用 / (-收入)	566	559	380	502	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>7140</b>	<b>7998</b>	<b>9196</b>	<b>10791</b>	
现金及现金等价物	4708	9175	13195	17779	营业外净收支	25	9	18	18	
应收款项	207	224	247	278	<b>利润总额</b>	<b>7165</b>	<b>8007</b>	<b>9214</b>	<b>10808</b>	
存货净额	11122	11886	12853	14132	所得税费用	1800	2012	2315	2715	
其他流动资产	5419	4101	4490	4999	<b>净利润</b>	<b>5365</b>	<b>5995</b>	<b>6899</b>	<b>8093</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>21456</b>	<b>25386</b>	<b>30785</b>	<b>37187</b>	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	6969	6178	5476	4901	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5365</b>	<b>5995</b>	<b>6899</b>	<b>8093</b>	
在建工程	1526	1626	1676	1676	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
无形资产及其他	1672	1672	1504	1337	<b>经营活动现金流</b>	<b>5836</b>	<b>7921</b>	<b>6010</b>	<b>6296</b>	
长期股权投资	46	46	46	46	净利润	5365	5995	6899	8093	
<b>资产总计</b>	<b>33860</b>	<b>37100</b>	<b>41679</b>	<b>47339</b>	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	619	1038	939	835	
应付款项	3039	2319	2306	2315	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	1261	1365	1507	1693	营运资金变动	(148)	888	(1829)	(2632)	
其他流动负债	6278	6543	6862	7483	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3676)</b>	<b>691</b>	<b>652</b>	<b>574</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>10578</b>	<b>10227</b>	<b>10676</b>	<b>11491</b>	资本支出	(131)	691	652	574	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(27)	0	0	0	
其他长期负债	341	341	341	341	其他	(3519)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>341</b>	<b>341</b>	<b>341</b>	<b>341</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2308</b>	<b>(2406)</b>	<b>(2768)</b>	<b>(3247)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>10919</b>	<b>10568</b>	<b>11017</b>	<b>11832</b>	债务融资	(0)	0	0	0	
股本	1507	1507	1507	1507	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	22941	26531	30662	35507	其它	2308	(2406)	(2768)	(3247)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33860</b>	<b>37100</b>	<b>41679</b>	<b>47339</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>4468</b>	<b>6207</b>	<b>3894</b>	<b>3623</b>	

资料来源: WIND、国海证券研究所

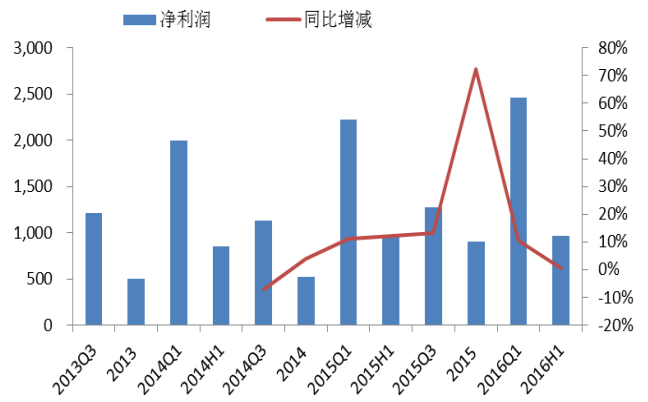
# 1、附图：公司历年财务状况图示

图 1：2013Q3-2016H1 单季度营收情况



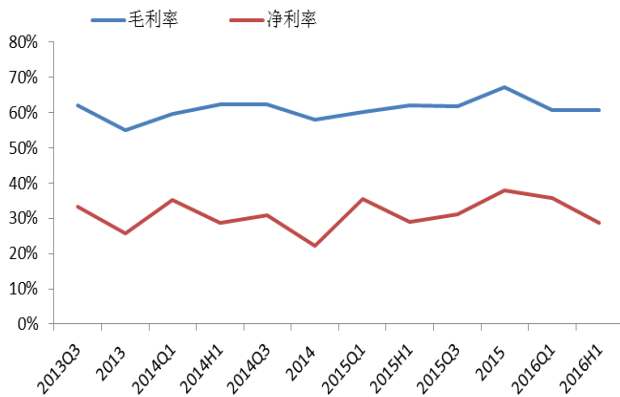
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2：2013Q3-2016H1 单季度净利润情况



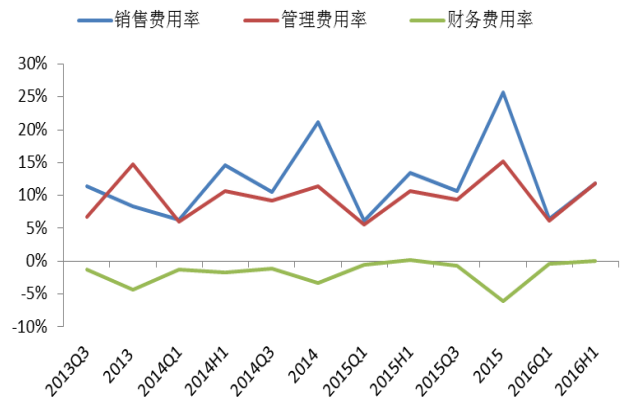
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3：2013Q3-2016H1 单季度毛利率和净利率情况



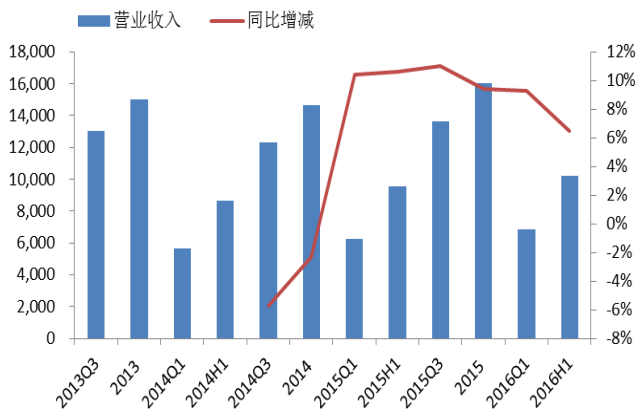
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4：2013Q3-2016H1 单季度费用率情况



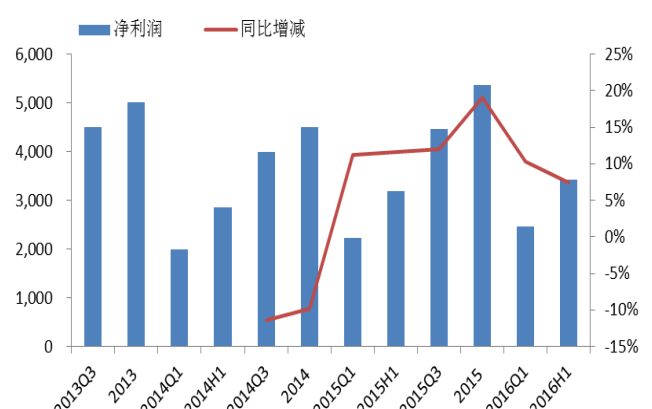
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5：2013Q3-2016H1 季度累计营收情况



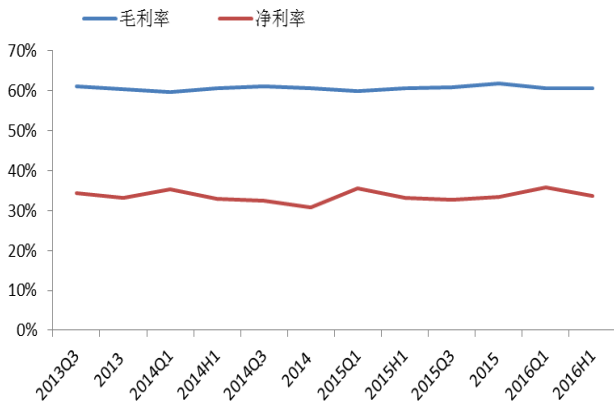
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6：2013Q3-2016H1 季度累计净利润情况



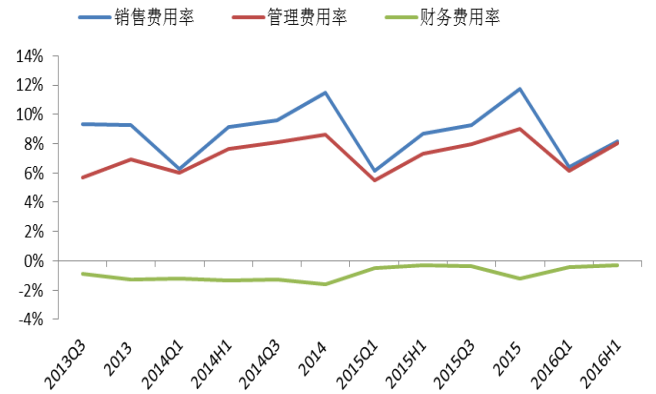
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7: 2013Q3-2016H1 季度累计毛利率和净利率情况



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 8: 2013Q3-2016H1 季度累计费用率情况



资料来源: WIND、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

## 【分析师承诺】

余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。