中國：食品、飲料及煙草 **2016 年 10 月 28 日**

投資建議：

買進 (維持評等)

目標價隱含漲/跌幅： **21.0%**

日期 **2016/10/27**

收盤價	RMB69.39
十二個月目標價	RMB84.00
前次目標價	RMB84.00
深圳 A 股指數	2,163.5

資訊更新：

- 2016 年第三季營收/獲利年增 9.4%/10.9%至人民幣 45 億/14 億元，大致合乎本中心預期。
- 重申買進評等，目標價維持人民幣 84 元不變，係依 21 倍 2017 年預估每股盈餘推得。

本中心觀點：

- 隨著江蘇市場營收重拾年成長，2016 年第三季財報已減輕市場憂慮。
- 我們認為公司成長前景穩健，係因新江蘇市場成長動能強勁，且看好其藍色經典系列。

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	RMB105,263.1 百萬
六個月平均日成交量	RMB158.2 百萬元
總股本股數 (百萬股)	1,507.0
流通 A 股股數比例	81.8%
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 (2016F)	(27.6%)
每股淨值 (2016F)	RMB17.04
股價淨值比 (2016F)	4.07 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	17,258	19,408	22,176
營業利益 **	6,378	6,976	7,762	8,772
稅後純益 *	5,365	5,456	6,025	6,785
每股盈餘(元)	3.56	3.62	4.00	4.50
每股盈餘年增率 (%)	(15.0)	1.7	10.4	12.6
每股股利(元)	1.80	1.83	2.02	2.28
本益比 (倍)	19.5	19.2	17.4	15.4
殖利率(%)	2.6	2.6	2.9	3.3
股東權益報酬率 (%)	23.4	21.2	20.8	20.8

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：

劉 珮昀

+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)

2016 年第三季財報減輕對江蘇市場成長放緩憂慮；營運展望樂觀

重申買進評等，目標價維持人民幣 84 元不變：2016 年第三季營收/獲利分別為人民幣 45 億/14 億元，年增 9.4%/10.9%，合乎本中心預期。財報穩健顯示江蘇市場已於 2016 年第三季重拾年增率正成長 (2016 上半年為年減 5%)，大致已緩和市場對江蘇地區 2016 上半年表現的疑慮。本中心仍看好洋河，係因 **1)** 新江蘇市場營收可望維持雙位數成長，係受惠於公司集中資源策略成功；**2)** 其藍色經典系列貢獻提升，夢之藍/天之藍/海之藍 7 月銷售分別年增 30%以上/低個位數/高個位數。該股目前評價偏低，相當於 17 倍 2017 年預估本益比，低於同業的 23 倍。本中心建議投資人把握目前低點加碼該股

2016 年第三季獲利年增 10.9%：2016 年第三季營收/獲利分別年增 9.4%/10.9%至人民幣 45/14 億元，符合本中心預期。江蘇市場 2016 年第三季營收恢復正年成長，減輕了市場對於該地區 2016 年上半年營收年減 5%之疑慮。公司 2016 年財測值樂觀，預估獲利可望年增 0-10%至人民幣 54-59 億元，相當於 2016 年第四季獲利為人民幣 5.3-10.6 億元，而本中心預估值為人民幣 5.52 億元，我們認為公司財測目標可望達成。

新江蘇市場/藍色經典系列持續帶動成長：受惠於公司對江蘇省以外的潛在市場成功實施資源集中策略，新江蘇市場持續以雙位數成長。此外，受惠於消費升級趨勢，藍色經典系列的銷售維持穩健增長，夢之藍/天之藍/海之藍 7 月銷售分別年增 30%以上/低個位數/高個位數。安徽銷售公司近期將藍色經典系列零售價調高 2.3%-4.2%，顯示新江蘇市場終端需求穩健。

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。

股票評價與獲利預估

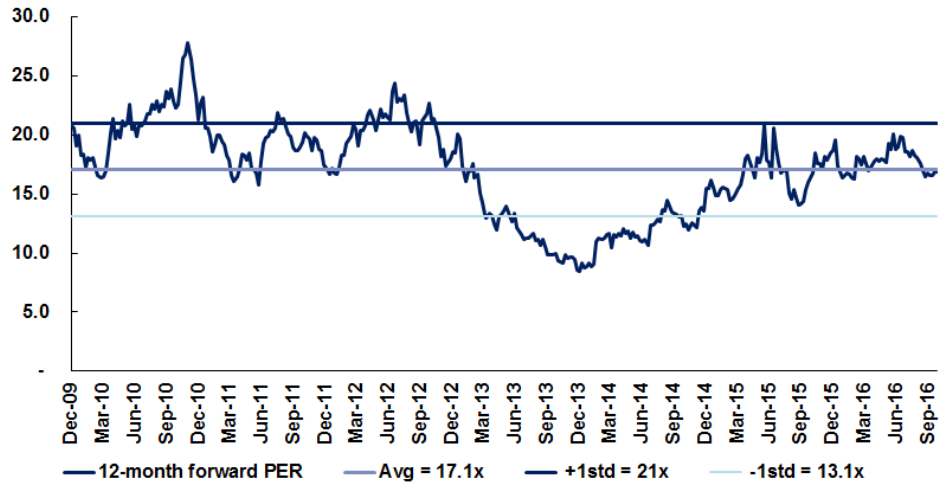
本中心 2016/17/18 年每股盈餘估值維持人民幣 3.62/4.00/4.50 元，目標價人民幣 84 元不變，係以 21 倍 2017 年預估每股盈餘推得，較其歷史平均本益比高出約一個標準差。我們認為相較於同業，該股目前評價具吸引力。

圖 1：洋河股份 – 2016 年第三季財報比較

人民幣百萬元	3Q15 實際值	2Q16 實際值	3Q16 實際值	季增率 (%)	年增率 (%)	3Q16 元大預估	差異	3Q16 市場預估	差異
營業收入	4,090	3,351	4,473	33.5%	9.4%	4,620	-3.2%	4,621	-3.2%
營業毛利(扣除增值稅前)	2,521	2,037	2,747	34.9%	9.0%	2,943	-6.6%	2,944	-6.7%
營業利益	1,637	1,198	1,788	49.3%	9.2%	1,944	-8.0%	1,944	-8.0%
稅前純益	1,734	1,274	1,885	47.9%	8.7%	2,011	-6.2%	2,011	-6.3%
稅後純益 – 總計	1,276	963	1,403	45.7%	9.9%	1,480	-5.2%	NA	NA
歸屬普通股股東稅後純益	1,276	968	1,415	46.2%	10.9%	1,480	-4.4%	1,480	-4.4%
每股盈餘(基礎)	0.85	0.64	0.94	46.4%	11.0%	0.98	-4.3%	0.94	-0.3%
重要比率									
營業毛利率(扣除增值稅前)	61.7%	60.8%	61.4%	0.62	-0.24	63.7%	-2.29	63.7%	-2.29
營業利益率	40.0%	35.7%	40.0%	4.23	-0.05	42.1%	-2.10	42.1%	-2.10
稅前純益率	42.4%	38.0%	42.1%	4.11	-0.26	43.5%	-1.38	43.5%	-1.38
稅後純益率 – 總計	31.2%	28.8%	31.4%	2.62	0.16	32.0%	-0.67	NA	NA
稅後純益率 –歸屬普通股股東	31.2%	28.9%	31.6%	2.75	0.43	32.0%	-0.40	32.0%	-0.39

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

圖 2：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 3：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**	**RMB69.39**	**15,517.5**	**3.62**	**4.00**	**4.50**	**19.2**	**17.4**	**15.4**	**1.7**	**10.4**	**12.6**
大中華區同業												
貴州茅台	600519.CH	**316.9**	**58,695**	**13.00**	**13.70**	**14.51**	**24.4**	**23.1**	**21.8**	**5.3**	**5.4**	**5.9**
瀘州老窖	000568.CH	34.9	7,208	1.23	1.52	1.82	28.2	22.9	19.2	17.5	23.5	19.3
酒鬼酒	000799.CH	21.6	1,037	0.31	0.43	0.62	69.8	50.6	35.0	13.7	38.1	44.4
宜賓五糧液	000858.CH	34.7	19,395	1.90	2.17	2.47	18.2	15.9	14.0	17.0	14.2	13.6
沱牌舍得	600702.CH	23.7	1,177	0.26	0.60	1.09	91.7	39.3	21.7	1122.7	133.3	81.1
山西杏花村汾酒	600809.CH	23.2	2,959	0.74	0.88	1.00	31.4	26.5	23.1	22.9	18.5	14.6
伊力特	600197.CH	15.2	986	0.70	0.81	0.97	21.8	18.7	15.6	8.7	16.5	19.8
迎駕貢酒	603198.CH	23.8	2,804	0.78	0.90	1.01	30.5	26.4	23.5	13.0	15.4	12.2
河北衡水老白干酒	600559.CH	25.9	1,672	0.29	0.50	0.77	88.7	52.3	33.7	35.2	69.5	55.2
四川水井坊	600779.CH	17.9	1,288	0.38	0.56	0.81	46.9	31.9	22.1	111.5	47.0	44.6
古井貢酒	000596.CH	49.1	3,250	1.66	1.95	2.25	29.6	25.2	21.8	16.8	17.6	15.3
隆平高科	000998.CH	19.6	3,629	0.51	0.62	0.77	38.6	31.8	25.5	3.5	21.5	24.7
金種子酒	600199.CH	10.1	828	0.15	0.24	0.32	67.3	42.1	31.6	66.7	60.0	33.3
口子窖	603589.CH	34.4	3,040	1.30	1.59	2.14	26.5	21.7	16.0	22.5	22.1	35.2
今世緣	603369.CH	13.6	2,508	0.93	1.06	0.80	14.6	12.8	16.9	70.3	14.0	-24.2
平均							**41.9**	**29.4**	**22.8**	**103.2**	**34.4**	**26.3**

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 4：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**	**RMB69.39**	**15,517.5**	**21.2**	**20.8**	**20.8**	**17.04**	**19.20**	**21.68**	**4.1**	**3.6**	**3.2**
大中華區同業												
貴州茅台	002304.CH	**316.9**	**58,695**	**22.2**	**20.6**	**19.3**	**58.4**	**66.6**	**75.3**	**5.4**	**4.8**	**4.2**
瀘州老窖	000568.CH	34.9	7,208	15.5	17.3	18.8	7.9	8.9	9.9	4.4	3.9	3.5
酒鬼酒	000799.CH	21.6	1,037	5.2	6.7	8.9	5.6	6.0	6.5	3.8	3.6	3.3
宜賓五糧液	000858.CH	34.7	19,395	15.4	15.7	15.9	12.4	13.7	15.1	2.8	2.5	2.3
沱牌舍得	600702.CH	23.7	1,177	4.0	8.8	14.3	6.9	7.4	8.2	3.4	3.2	2.9
山西杏花村汾酒	600809.CH	23.2	2,959	13.3	13.7	14.3	5.6	6.2	7.0	4.1	3.7	3.3
伊力特	600197.CH	15.2	986	17.3	16.7	17.7	4.5	4.9	5.4	3.4	3.1	2.8
迎駕貢酒	603198.CH	23.8	2,804	16.3	17.8	18.9	4.8	5.1	5.4	5.0	4.7	4.4
河北衡水老白干酒	600559.CH	25.9	1,672	7.2	11.7	17.3	3.8	4.1	4.6	6.8	6.3	5.6
四川水井坊	600779.CH	17.9	1,288	13.4	17.3	18.2	2.9	3.4	4.1	6.1	5.2	4.4
古井貢酒	000596.CH	49.1	3,250	15.1	15.5	15.7	10.9	12.5	14.4	4.5	3.9	3.4
隆平高科	000998.CH	19.6	3,629	17.1	17.0	16.5	3.5	4.3	5.3	5.7	4.5	3.7
金種子酒	600199.CH	10.1	828	3.0	4.9	6.2	4.1	4.3	4.4	2.4	2.4	2.3
口子窖	603589.CH	34.4	3,040	21.2	23.0	23.9	7.0	7.9	8.8	4.9	4.3	3.9
今世緣	603369.CH	13.6	2,508	16.5	16.2	15.0	3.9	4.5	5.5	3.5	3.0	2.5
平均				**13.5**	**14.9**	**16.1**				**4.4**	**4.0**	**3.5**

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

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	7,090	8,605	11,496
存貨	10,097	11,122	11,249	13,835	14,729
應收帳款及票據	86	90	99	113	130
其他流動資產	1,661	5,536	5,536	5,536	5,536
流動資產	**16,191**	**21,456**	**23,974**	**28,089**	**31,891**
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**	**36,442**	**40,579**	**44,359**
應付帳款及票據	2,577	3,039	2,882	3,757	3,803
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**	**10,420**	**11,296**	**11,341**
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**	**10,762**	**11,637**	**11,683**
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	23,428	26,690	30,423
換算調整數	0	0	0	0	0
歸屬母公司之權益	**19,725**	**22,937**	**25,676**	**28,938**	**32,672**
少數股權	**4**	**4**	**4**	**4**	**4**
股東權益總額	**19,729**	**22,941**	**25,681**	**28,943**	**32,676**

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	5,452	6,021	6,780
折舊及攤提	536	619	655	698	741
本期營運資金變動	(2,147)	827	(293)	(1,725)	(864)
其他營業資產	(185)	(975)	0	0	0
營運活動之現金流量	**2,712**	**5,836**	**5,814**	**4,994**	**6,657**
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)	(2,759)	(3,046)
融資活動之現金流量	**(2,771)**	**(1,798)**	**(2,713)**	**(2,759)**	**(3,046)**
本期產生現金流量	**(3,508)**	**361**	**2,382**	**1,516**	**2,891**
自由現金流量	**(735)**	**2,160**	**5,094**	**4,274**	**5,937**

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**	**17,258**	**19,408**	**22,176**
銷貨成本	(5,777)	(6,115)	(6,447)	(7,229)	(8,232)
營業毛利	**8,895**	**9,937**	**10,811**	**12,180**	**13,944**
營業費用	(3,137)	(3,560)	(3,835)	(4,417)	(5,171)
營業利益	**5,758**	**6,378**	**6,976**	**7,762**	**8,772**
利息收入	237	196	29	0	0
利息費用	0	0	(5)	(5)	0
利息收入淨額	237	196	23	(5)	0
投資利益(損失)淨額	53	578	295	288	288
其他業外收入(支出)淨額	(17)	13	22	34	38
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	6,031	7,165	7,316	8,080	9,099
所得稅費用	(1,523)	(1,800)	(1,864)	(2,059)	(2,319)
少數股權淨利	(1)	0	4	4	5
歸屬母公司之淨利	4,507	5,365	5,456	6,025	6,785
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,294	6,997	7,632	8,461	9,514
每股盈餘 (RMB)	4.19	3.56	3.62	4.00	4.50
每股盈餘 – 調整員工分紅 (RMB)	4.19	3.56	3.62	4.00	4.502

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	7.5	12.5	14.3
營業利益	(10.9)	10.8	9.4	11.3	13.0
稅前息前折舊攤銷前淨	(7.7)	11.2	9.1	10.9	12.4
稅後純益	(9.9)	19.0	1.7	10.4	12.6
每股盈餘	(9.59)	(14.98)	1.69	10.43	12.61
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	60.6	61.9	62.6	62.8	62.9
營業利益率	39.2	39.7	40.4	40.0	39.6
稅前息前折舊攤銷前淨利率	42.9	43.6	44.2	43.6	42.9
稅後純益率	30.7	33.4	31.6	31.0	30.6
資產報酬率	15.8	17.1	15.5	15.6	16.0
股東權益報酬率	22.9	23.4	21.2	20.8	20.8
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)	(27.6)	(29.7)	(35.2)
利息保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	1,360.0	1,501.9	N.A.
利息及短期債	N.A.	N.A.	1,360.0	1,501.9	N.A.
現金流量對利息保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	1,080.0	927.6	N.A.
現金流量對利息及短期債保障倍數(倍)	N.A.	N.A.	1,080.0	927.6	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)	(4,346.7	(4,707.58)	(7,089.31)	(8,604.89	(11,495.9
每股淨值 (RMB)	18.32	15.22	17.04	19.20	21.68
評價指標 (倍)					
本益比	16.6	19.5	19.2	17.4	15.4
股價自由現金流量比	(101.6)	48.4	20.5	24.5	17.6
股價淨值比	3.8	4.6	4.1	3.6	3.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	11.9	14.9	13.7	12.4	11.0
股價營收比	5.1	6.5	6.1	5.4	4.7

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

#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2016/06/30	71.92	84.00	84.00	買進	劉 珮昀

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	161	33%
持有-超越同業	114	23%
持有-落後同業	38	8%
賣出	6	1%
評估中	169	34%
限制評等	4	1%
總計：	**492**	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購。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
香港夏慤道 18 號
海富中心 1 座 23 樓