

## 洋河股份(002304)/饮料制造

## 业绩加速增长, 估值提升在即

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 80.53

目标价格: 93.45

分析师: 谢刚

执业证书编号: S0740510120005

电话: 021-20315178

Email: xiegang@r.qlzq.com.cn

联系人: 范劲松

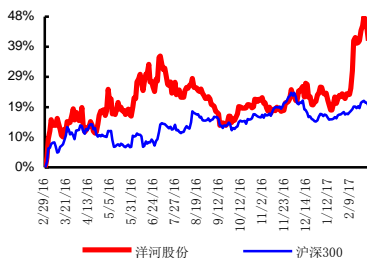
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,507
流通股本(百万股)	1,232
市价(元)	80.53
市值(百万元)	121,358
流通市值(百万元)	99,236

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 洋河股份(002304.SZ) 三季报点评: 省内回归正增长, 持续稳健前行
- 2 业绩稳健, 砥砺前行
- 3 新江苏市场增长持续超预期+产品结构不断升级=你值得拥有

**公司盈利预测及估值**

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	14,672.21	16,052.44	17,192.91	19,583.81	21,933.87
增长率 yoy%	-2.34%	9.41%	7.10%	13.91%	12.00%
净利润	4,507.50	5,365.19	5,812.85	6,705.49	7,672.85
增长率 yoy%	-9.89%	19.03%	8.34%	15.36%	14.43%
每股收益(元)	4.19	3.56	3.86	4.45	5.09
每股现金流量	2.52	3.87	4.61	4.74	5.53
净资产收益率	22.85%	23.39%	22.45%	22.67%	22.51%
P/E	18.88	19.25	17.54	15.20	13.29
PEG	—	1.01	2.10	0.99	0.92
P/B	4.31	4.50	3.94	3.45	2.99

备注:

**投资要点**

- **事件: 洋河股份公布 2016 年度业绩快报, 报告期内公司实现营业总收入 171.93 亿元, 同比增长 7.10%; 归属于上市公司股东的净利润 58.13 亿元, 同比增长 8.34%。**
- **收入和利润增速符合预期, 省内恢复增长继续演绎。**16Q4 公司实现收入 25.26 亿元, 同比增长 5.65%, 环比增速下降 3.74 个百分点。分地区来看, 我们认为省内海天系列渠道调整进入良性阶段, 预计 Q4 省内市场延续平稳增长, 省外市场保持 20% 增长。16Q4 公司实现净利润 9.74 亿元, 同比增长 7.74%, 环比增速下降 3.15 个百分点; 利润增速快于收入增速的主要原因在于高端酒实现快速增长。
- **品牌势能持续提升, 助推梦之蓝高速增长。**2016 年公司通过 G20 峰会等大型营销活动重点打造梦之蓝, 品牌张力得到进一步提升, 高端酒龙头茅台和五粮液价格上涨更是为梦之蓝打开成长空间, 我们预计全年梦之蓝同比增长 30% 以上, 天之蓝保持个位数增长, 海之蓝有双位数增长, 中低端酒(百元价位以下)小幅下滑。
- **春节销势强劲, 新品承接空档, 预计 2017 年收入将加速至两位数增长。**渠道走访显示, 春节期间蓝色经典普遍旺销, 特别是梦 6 预计实现翻倍增长。近期公司推出梦之蓝手工班, 价格定位茅五之间, 意在填补梦 6 和梦 9 之间的空白价格带, 我们认为在洋河品牌力逐步拔高趋势下该款新品有望实现较好表现。目前公司基本完成全年计划的 50%, 高端酒梦之蓝系列采取配额制策略, 渠道库存处于低位, 预计在梦之蓝驱动下公司全年收入有望实现两位数增长。
- **投资建议: 上调目标价至 93.45 元, 维持“买入”评级。**公司渠道力行业领先, 品牌张力在持续提升, 春节销势强劲背景下全年收入料将加速增长, 当前估值(行业最低水平)具备一定提升空间。我们上调盈利预测, 预计 2016-18 年收入为 171.93、195.84、219.34 亿元, 同比增长 7.10%、13.91%、12.00%; 实现净利润 58.13、67.05、76.73 亿元, 同比增长 8.34%、15.36%、14.43%, 对应 EPS 分别为 3.86、4.45、5.09 元。给予目标价 93.45 元, 对应 2017 年 21XPE。
- **风险提示: 三公消费限制力度加大、省内渠道调整不充分、新江苏市场增速不及预期。**

图表 1: 洋河股份三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	15,024	14,672	16,052	17,193	19,584	21,934	货币资金	7,855	4,347	4,708	7,881	11,585	16,864
增长率	-13.01%	-2.3%	9.4%	7.1%	13.9%	12.0%	应收款项	221	204	207	228	257	288
营业成本	-5,946	-5,777	-6,115	-6,353	-6,981	-7,690	存货	8,779	10,097	11,122	10,280	11,586	12,752
%销售收入	39.6%	39.4%	38.1%	37.0%	35.6%	35.1%	其他流动资产	363	1,543	5,419	5,444	5,447	5,457
毛利	9,078	8,895	9,937	10,840	12,603	14,244	流动资产	17,218	16,191	21,456	23,833	28,874	35,362
%销售收入	60.4%	60.6%	61.9%	63.0%	64.4%	64.9%	%总资产	61.0%	56.3%	63.4%	64.7%	69.0%	74.1%
营业税金及附加	-187	-190	-229	-233	-268	-302	长期投资	970	1,145	1,205	1,205	1,205	1,205
%销售收入	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	7,416	8,365	8,496	9,177	9,200	8,652
营业费用	-1,388	-1,680	-1,882	-1,914	-2,213	-2,457	%总资产	26.3%	29.1%	25.1%	24.9%	22.0%	18.1%
%销售收入	9.2%	11.4%	11.7%	11.1%	11.3%	11.2%	无形资产	1,942	1,975	1,953	1,888	1,812	1,739
管理费用	-1,037	-1,267	-1,448	-1,461	-1,704	-1,908	非流动资产	11,000	12,566	12,404	13,020	12,968	12,347
%销售收入	6.9%	8.6%	9.0%	8.5%	8.7%	8.7%	%总资产	39.0%	43.7%	36.6%	35.3%	31.0%	25.9%
息税前利润 (EBIT)	6,466	5,758	6,378	7,232	8,418	9,578	资产总计	28,218	28,758	33,860	36,853	41,842	47,709
%销售收入	43.0%	39.2%	39.7%	42.1%	43.0%	43.7%	短期借款	951	0	0	0	0	0
财务费用	196	237	196	157	243	366	应付款项	8,097	7,523	9,024	9,043	10,131	11,257
%销售收入	-1.3%	-1.6%	-1.2%	-0.9%	-1.2%	-1.6%	其他流动负债	1,509	1,198	1,554	1,578	1,787	2,019
资产减值损失	-8	-38	-12	0	0	0	流动资产	10,557	8,721	10,578	10,621	11,918	13,276
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
投资收益	51	53	578	380	300	300	其他长期负债	264	307	341	341	341	341
%税前利润	0.8%	0.9%	8.1%	4.9%	3.3%	2.9%	负债	10,822	9,029	10,919	10,962	12,259	13,617
营业利润	6,706	6,010	7,140	7,769	8,961	10,234	普通股股东权益	17,389	19,725	22,937	25,887	29,578	34,086
营业利润率	44.6%	41.0%	44.5%	45.2%	45.8%	46.7%	少数股东权益	8	4	4	5	5	5
营业外收支	-20	21	25	0	0	20	负债股东权益合计	28,218	28,758	33,860	36,853	41,842	47,709
税前利润	6,686	6,031	7,165	7,769	8,961	10,253	<b>比率分析</b>						
利润率	44.5%	41.1%	44.6%	45.2%	45.8%	46.7%	<b>每股指标</b>						
所得税	-1,684	-1,523	-1,800	-1,956	-2,256	-2,580	每股收益 (元)	4.632	4.187	3.560	3.857	4.450	5.092
所得税率	25.2%	25.2%	25.1%	25.2%	25.2%	25.2%	每股净资产 (元)	16.101	18.324	15.220	17.178	19.627	22.619
净利润	5,002	4,508	5,365	5,813	6,706	7,673	每股经营现金净流 (元)	2.944	2.519	3.873	4.613	4.740	5.530
少数股东损益	0	1	0	0	0	0	每股股利 (元)	2.010	2.000	1.800	1.900	2.000	2.100
归属于母公司的净利润	5,002	4,507.50	5,365.19	5,812.85	6,705.49	7,672.85	<b>回报率</b>						
净利率	33.3%	30.7%	33.4%	33.8%	34.2%	35.0%	净资产收益率	28.77%	22.85%	23.39%	22.45%	22.67%	22.51%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	17.73%	15.67%	15.85%	15.77%	16.03%	16.08%
净利润	5,002	4,508	5,365	5,813	6,706	7,673	投入资本收益率	51.68%	30.16%	28.01%	32.16%	37.46%	44.68%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	371	576	632	675	777	830	营业总收入增长率	-13.01%	-2.34%	9.41%	7.10%	13.91%	12.00%
非经营收益	-52	126	-570	-380	-300	-320	EBIT增长率	-18.57%	-10.95%	10.77%	13.39%	16.41%	13.78%
营运资金变动	-2,141	-2,498	409	844	-40	150	净利润增长率	-18.72%	-9.89%	19.03%	8.34%	15.36%	14.43%
经营活动现金净流	3,180	2,712	5,836	6,952	7,143	8,334	总资产增长率	19.28%	1.91%	17.74%	8.84%	13.54%	14.02%
资本开支	2,667	1,784	715	1,291	725	190	<b>资产管理能力</b>						
投资	968	-1,747	-3,143	0	0	0	应收账款周转天数	0.9	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3
其他	33	83	182	380	300	300	存货周转天数	451.3	596.3	633.3	590.6	605.8	605.3
投资活动现金净流	-1,665	-3,447	-3,676	-911	-425	110	应付账款周转天数	58.8	62.9	48.5	55.0	54.2	53.5
股权筹资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	102.9	145.6	151.6	157.7	149.8	134.3
债权筹资	951	-951	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-2,270	-1,822	-1,799	-2,868	-3,014	-3,165	净负债/股东权益	-40.89%	-22.03%	-20.52%	-30.44%	-39.16%	-49.47%
筹资活动现金净流	-1,319	-2,773	-1,799	-2,868	-3,014	-3,165	EBIT利息保障倍数	-32.9	-24.3	-32.5	-46.0	-34.6	-26.9
现金净流量	196	-3,508	361	3,173	3,704	5,280	资产负债率	38.35%	31.40%	32.25%	29.74%	29.30%	28.54%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。