

2017年04月28日

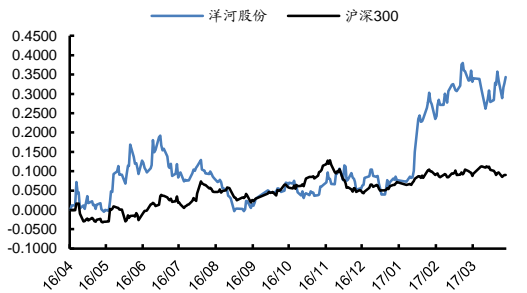
公司研究

评级：增持（下调）

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

产品结构升级趋势明显，新江苏市场增速较快 ——洋河股份（002304）2016 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
洋河股份	0.7	24.7	32.2
沪深 300	-0.7	1.7	9.1

市场数据 2017-04-27

当前价格（元）	87.58
52 周价格区间（元）	64.39 - 90.98
总市值（百万）	131982.01
流通市值（百万）	107924.10
总股本（万股）	150698.80
流通股（万股）	124071.60
日均成交额（百万）	214.79
近一月换手（%）	4.59

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%。

事件：

3 月 22 日晚，（603288）公布了 2016 年年报，2016 年公司实现营业收入 124.59 亿元，同比增长 10.31%；实现归属上市公司股东的净利润 28.43 亿元，同比增长 13.29%；基本每股收益 1.05 元，同比增长 12.90%。

单四季度，公司实现营收 34.98 亿元，同比增长 10.28%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.04 亿元，同比增长 20.23%。

投资要点：

■ **新江苏市场增长较快，省内下半年恢复增长** 2016 年，公司实现营业收入 171.83 亿，同比增长 7.04%。分区域来看，公司对省内调整已经基本到位，省内下半年增速已经恢复正增长。2016 年上半年和下半年公司在江苏省内营收分别为 56.33 亿和 35.68 亿，同比分别减少 5.27%和增长 1.6%。省外市场，过去公司按省划分新江苏市场，现在将超过 800 万的县和 1500 万的市划分为新江苏市场。我们认为，此举说明公司已经逐渐将省外市场从环江苏地区，进一步扩大至全国范围，目前，新江苏市场营收占省外整体营收的比例约 70%。2016 年，公司省外市场实现营业收入 75.82 亿，同比增长 22.43%。2017 年一季度，公司实现营业收入 75.89 亿，同比增长 10.90%，和全年目标营收同比增长 10%以上基本一致。

■ **毛利率逐渐提升，盈利能力加强** 2016 年，公司毛利率为 63.90%，同比提升了 3.89 pct。我们认为，主要原因是因为近几年消费升级趋势加快，公司产品结构有所升级，梦之蓝占比持续提升。2017 年 1 月底，公司宣布对蓝色经典系列产品提价，其中梦之蓝 M3/M6/M9 分别提价 10 元/20 元/30 元。但是由于经销商提前备货，导致 2017 年一季度毛利率为 61.23%，同比仅提升 0.63 pct。我们认为，随着经销商按照新出厂价打款，公司毛利率仍有望进一步提升，从而提升公司盈利能力。

■ **产品结构日渐丰富，看好其未来多品类发展前景** 公司的产品业务主要分为核心业务、发展业务和萌芽业务三块。（1）核心业务就是白酒，除了传统的白酒外，公司基于对白酒消费习惯的预测，历时 5 年研发出了微分子酒。目前作为储备产品仍处于品牌培育阶段，我们认为，未来有望成长为又一大单品。（2）发展业务主要指进口葡萄酒，公司过去将葡萄酒简单的依附于白酒渠道销售，今年成立了单独部门

运作葡萄酒。近几年国内进口葡萄酒快速增长，我们认为，公司进口葡萄酒业务长期潜力十足。(3) 萌芽业务指挖掘市场上具有发展潜力的新型酒类产品。综合来看，公司产品品类十分丰富，且各产品之间主次分明，定位清晰，我们看好其未来多品类发展前景。

- **盈利预测和投资评级：**下调公司评级为“增持”评级 我们预测 2017/18/19 年 EPS 分别为 4.32/4.96/5.72 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 20.28/17.65/15.31 倍。鉴于公司增速较为平稳，下调公司评级为“增持”评级。
- **风险提示：**省内市场调整不达预期，市场拓展不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	17183	18936	21265	24072
增长率(%)	7%	10%	12%	13%
净利润（百万元）	5827.2	6508	7479	8623
增长率(%)	9%	12%	15%	15%
摊薄每股收益（元）	3.87	4.32	4.96	5.72
ROE(%)	22.38%	21.96%	22.04%	22.10%

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:	87.58	投资评级:	增持		日期:	2017-04-27
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	22.38%	21.96%	22.04%	22.10%	EPS		3.87	4.32	4.96	5.72	
毛利率	64%	65%	66%	67%	BVPS		17.29	19.70	22.56	25.96	
期间费率	22%	22%	21%	21%	估值						
销售净利率	34%	34%	35%	36%	P/E		22.65	20.28	17.65	15.31	
成长能力					P/B		5.07	4.45	3.88	3.37	
收入增长率	7%	10%	12%	13%	P/S		7.68	6.97	6.21	5.48	
利润增长率	9%	12%	15%	15%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入		17183	18936	21265	24072	
总资产周转率	0.44	0.44	0.44	0.44	营业成本		6203	6722	7336	8064	
应收账款周转率	62.95	62.95	62.95	62.95	营业税金及附加		310	341	383	434	
存货周转率	0.53	0.53	0.53	0.53	销售费用		1869	2121	2339	2648	
偿债能力					管理费用		1582	1744	1958	2217	
资产负债率	33%	31%	30%	29%	财务费用		(9)	(84)	(137)	(198)	
流动比	2.04	2.30	2.56	2.79	其他费用/(-收入)		499	546	546	546	
速动比	1.05	1.29	1.54	1.77	营业利润		7727	8638	9931	11454	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支		34	30	30	31	
现金及现金等价物	2457	5603	9145	13229	利润总额		7761	8668	9961	11485	
应收款项	273	228	236	246	所得税费用		1956	2185	2511	2895	
存货净额	12222	13255	14486	15947	净利润		5805	6483	7450	8590	
其他流动资产	10373	11407	12781	14436	少数股东损益		(22)	(25)	(29)	(33)	
流动资产合计	25325	30255	36410	43619	归属于母公司净利润		5827	6508	7479	8623	
固定资产	7970	7253	6598	6048	现金流量表 (百万元)						
在建工程	545	645	695	695	经营活动现金流		7405	4686	4602	4839	
无形资产及其他	1635	1635	1471	1308	净利润		5805	6483	7450	8590	
长期股权投资	21	21	21	21	少数股东权益		(22)	(25)	(29)	(33)	
资产总计	38804	43117	48503	55000	折旧摊销		725	960	889	807	
短期借款	0	0	0	0	公允价值变动		0	0	0	0	
应付款项	1744	1892	2067	2276	营运资金变动		897	(2733)	(3709)	(4526)	
预收帐款	3847	4240	4761	5390	投资活动现金流		(5964)	617	605	550	
其他流动负债	6846	7016	7415	7978	资本支出		(20)	617	605	550	
流动负债合计	12437	13148	14244	15644	长期投资		25	0	0	0	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他		(5970)	0	0	0	
其他长期负债	330	330	330	330	筹资活动现金流		1706	(2881)	(3160)	(3494)	
长期负债合计	330	330	330	330	债务融资		(0)	0	0	0	
负债合计	12767	13478	14574	15973	权益融资		0	0	0	0	
股本	1507	1507	1507	1507	其它		1706	(2881)	(3160)	(3494)	
股东权益	26037	29640	33930	39026	现金净增加额		3147	2423	2047	1895	
负债和股东权益总计	38804	43117	48503	55000							

资料来源: 公司数据、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。
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。