

食品饮料

洋河股份 (002304.SZ)

首次评级

报告原因：中报点评

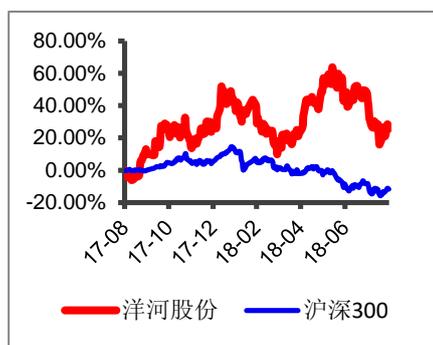
二季度利润高增长，省内省外齐发力

买入

2018年8月30日

公司研究/事件点评

公司近一年市场表现



市场数据：2018年8月30日

收盘价(元)：116

年内最高/最低(元)：

97.46/147.13

流通A股/总股本(亿)：

12.44/15.07

流通A股市值(亿)：1443

总市值(亿)：1748

基础数据：2018年6月30日

基本每股收益(元)：3.32

每股净资产(元)：20.29

净资产收益率：16.66%

分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

E-mail: caolingyan@sxzq.com

研究助理：和芳芳

E-mail: hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A

座

事件描述

- 8月29日晚间发布半年度公告，公司上半年实现营业收入145.43亿元，同比增长26.12%；实现归属于上市公司股东的净利润50.05亿元，同比增长28.06%。

事件点评

- 二季度业绩略超预期，呈现逐季加速态势。**公司上半年实现营业收入145.43亿元，同比增长26.12%；实现归属于上市公司股东的净利润50.05亿元，同比增长28.06%。其中Q2营业收入50.1亿，同比增加27%，归母净利润15.3亿，同比增长31.3%，二季度业绩略超预期，呈现逐季加速态势。另外，预收账款为20.58亿元，同比增加40.69%，公司销售商品、提供劳务收到的现金为140亿元，同比增长30.55%，经营现金流净额16.59亿元，同比增加89.28%，说明经销商打款积极，公司现金流良好。
- 梦之蓝高速增长，省内省外齐发力。**分产品来看，上半年白酒收入139.38亿元，同比增长24.92%，预计梦之蓝增速超过50%，海天系列双位数增长；红酒收入1.38亿元，同比下降5.79%，其他业务收入4.67亿元，同比增长105.99%，主要是子公司宿迁苏酒物流的运输费收入增加所致。分市场来看，省内收入78.39亿元，同比增长22.82%，省外收入67.04亿元，同比增长30.22%，主要系本期加大省外重点地区市场开拓力度，致使省外销售收入增幅较大。
- 消费税调整、产品结构升级以及费用率下降提升公司净利率。**2018年公司净利率为34.42%，同比增加0.60%，主要在于公司毛利率的提高和费用率的下降。具体来看，毛利率方面，公司上半年毛利率71.50%，同比上涨11.60%，一是自2017年9月1日起白酒生产方式由委托加工方式改为由白酒生产企业自行生产，消费税的核算方式由委托加工计入白酒生产成本，改为由白酒生产企业自行生产销售计入税金及附加，导致生产成本下降；二是产品结构不断升级，梦之蓝占比持续提升。费用率方面，销售期间费用率13.97%，同比下降0.97%，其中销售费用率8.07%，同比下降0.22%；管理费用率6.05%，同比下降0.89%；财务费用同比增长34.71%，主要系本期存款利息收入下降，以及汇兑损失增加所致。

投资建议

- 我们认为随着新江苏市场的不断开拓，公司全国化进程将加快，预计2018-2020年公司归母净利润为83.99亿、104.48亿、128.70亿，EPS分别为5.57元、6.93元、8.54元，PE分别为20倍、16倍、13倍。首次“买入”评级。

存在风险

- 省内竞品加大投入，省外扩张不达预期，宏观经济风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	28,527	38,823	52,950	65,915	营业收入	19,918	24,581	29,256	34,531
现金	1,751	4,916	5,851	6,906	营业成本	6,681	7,006	8,089	9,230
应收账款	66	367	247	307	营业税金及附加	1,152	2,404	2,569	2,686
其他应收款	57	136	145	154	销售费用	2,387	2,352	2,668	3,056
预付账款	87	82	82	88	管理费用	1,532	1,610	1,817	2,034
存货	12,875	7,632	7,978	8,269	财务费用	(34)	24	205	385
其他流动资产	13,691	25,691	38,647	50,191	资产减值损失	23	(6)	0	0
非流动资产	14,732	10,716	10,898	10,198	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	23	15	14	投资净收益	624	1	1	1
固定资产	8,250	7,727	7,205	6,682	营业利润	8,836	11,192	13,909	17,140
无形资产	1,654	1,543	1,440	1,344	营业外收入	20	2	2	2
其他非流动资产	4,826	1,422	2,237	2,158	营业外支出	8	14	12	12
资产总计	43,258	49,539	63,848	76,113	利润总额	8,848	11,180	13,899	17,130
流动负债	13,439	18,520	27,253	32,620	所得税	2,229	2,795	3,475	4,282
短期借款	0	2,944	8,476	10,757	净利润	6,619	8,385	10,424	12,847
应付账款	1,111	989	1,170	1,391	少数股东损益	(8)	(14)	(24)	(22)
其他流动负债	12,327	14,588	17,607	20,472	归属母公司净利润	6,627	8,399	10,448	12,870
非流动负债	325	364	361	371	EBITDA	9,456	11,848	14,739	18,144
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.40	5.57	6.93	8.54
其他非流动负债	324	363	360	371					
负债合计	13,763	18,884	27,614	32,991	主要财务比率				
少数股东权益	(20)	(34)	(58)	(80)	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	成长能力				
资本公积	742	(2,719)	(2,719)	(2,719)	营业收入	15.92%	23.41%	19.02%	18.03%
留存收益	27,265	31,901	37,504	44,414	营业利润	14.35%	26.66%	24.27%	23.23%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	13.73%	26.74%	24.39%	23.18%
益	29,515	30,689	36,292	43,202	获利能力				
负债和股东权益	43,258	49,539	63,848	76,113	毛利率(%)	66.46%	71.50%	72.35%	73.27%
					净利率(%)	33.27%	34.17%	35.71%	37.27%
					ROE(%)	22.44%	27.35%	28.77%	29.79%
					ROIC(%)	31.54%	35.72%	31.97%	30.28%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	31.82%	38.12%	43.25%	43.35%
					净负债比率(%)	37.35%	28.86%	27.84%	28.36%
					流动比率	2.12	2.10	1.94	2.02
					速动比率	1.16	1.68	1.65	1.77

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	6,883	3,269	444	5,116	净利润	6,619	8,399	10,448	12,870
净利润	6,619	8,399	10,448	12,870	折旧摊销	691	633	625	619
折旧摊销	691	633	625	619	财务费用	12	24	205	385
财务费用	12	24	205	385	投资损失	(624)	(1)	(1)	(1)
投资损失	(624)	(1)	(1)	(1)					
营运资金变动	(1,986)	(5,765)	(10,810)	(8,734)					

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

其他经营现金流	2,172	(20)	(23)	(22)	营运能力				
投资活动现金流	(4,161)	3,992	9	3	总资产周转率	0.49	0.53	0.52	0.49
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	2063.01	205.29	175.75	270.71
长期投资	19	(21)	8	2	应付账款周转率	21.01	23.41	27.11	26.97
其他投资现金									
流	(4,180)	4,013	1	1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(3,417)	(4,304)	483	(4,064)	每股收益(最新摊薄)	4.40	5.57	6.93	8.54
短期借款	0	2,944	5,532	2,281	每股经营现金流(最新摊薄)	4.57	2.17	0.29	3.39
长期借款	(0)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	19.59	20.36	24.08	28.67
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	(3,460)	0	0	P/E	25.7	20.3	16.3	13.2
其他筹资现金									
流	(3,417)	(3,787)	(5,050)	(6,345)	P/B	5.8	5.5	4.7	3.9
现金净增加额	(695)	2,958	935	1,055	EV/EBITDA	17.69	14.57	12.03	9.91

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明