

**投资评级：强烈推荐（首次）**
**分析师**

安雅泽 010-88366060-8768

Email: ayz@cgws.com

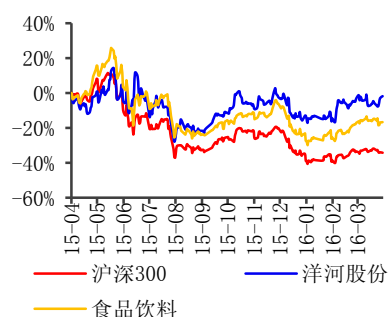
执业证书编号: S1070515110001

**市场数据**

目前股价	67.64
总市值(亿元)	1,019.33
流通市值(亿元)	830.79
总股本(万股)	150,699
流通股本(万股)	122,825
12个月最高/最低	81.32/47.38

**盈利预测**

	2016E	2017E	2018E
营业收入	17,690	19,706	22,446
(+/-%)	10.2%	11.4%	13.9%
净利润	5,571	6,297	7,266
(+/-%)	3.84%	13.03%	15.38%
摊薄 EPS	3.7	4.18	4.82
PE	18.3	16.19	14.03

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;业绩符合预期，恢复增长势头&gt;&gt;

2015-03-02

# 洋河股份年报稳定增长，双轮驱动未来潜力巨大

**——洋河股份（002304）公司动态点评**
**投资建议**

公司受益于高端白酒复苏，业绩增速好于行业，预计公司 2016 年-2017 年 EPS 为 3.7/4.18 元，“强烈推荐”评级。

**投资要点**

- **事件：**洋河股份发布 2015 年年报和 2016 年一季报，公司 2015 年度实现营业收入 160 亿元，同比增加 9.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 53.65 亿元，同比增加 19%，扣非后净利润增长 10%，EPS 为 3.56 元；2016 年一季度实现营业收入 68.4 亿元，同比增加 9.3%；实现归属上市公司的净利润 24.56 亿元，同比增加 10.3%，实现每股收益 1.63 元。
- **15 年业绩稳定增长，投资收益致净利润大幅增长。**公司 2015 年收入增长 9.4%，净利润增长 19%，扣非后净利润增长 10%，主要源于公司投资收益增加，15 年投资收入 5.8 亿元，较 2014 年增加 5.2 亿，未来公司投资取得较大收益将成为常态，将继续为公司贡献稳定的业绩。2015 年 Q4 收入 23.9 亿元，同比增长 1.27%，增长幅度小于 Q1-Q3 主要源于 2014 年同期基数较高（2014 年 Q4 增速在 20%），2016 年 Q1 收入 68.4 亿元，同比增长 9.3%，环比增速提高。15 年毛利率为 61.91%，较 2014 年提高 1.29%，净利率为 33.42%，较 2014 年提高 2.69%，主要源于产品结构持续升级及主要单品小幅提价（2015 年 3 月天之蓝、海之蓝分别提价 3 元和 5 元）。2016 年 2 月春节前天之蓝和海之蓝再一次提价 2 元和 4 元，提价幅度在 2% 左右，显示了公司对渠道和市场的信心，也有利于增厚渠道的盈利能力。
- **产品结构持续升级，省外市场成为公司主要增长来源。**蓝色经典去年上半年销售占比 68%，15 年 Q4 小幅提升，今年一季度继续提升，占比已经突破了 70%，消费升级迹象明显。蓝色经典中，海之蓝定位在 100 元-150 元，受益于民间消费升级，预计收入两位数增长；天之蓝和梦之蓝等高端产品受益于高端白酒茅台和五粮液复苏，收入实现恢复性正增长；分区域看，公司 2015 年省内外收入占比分别为 59%、39%，增速分别为 1.79% 和 21.96%，公司计划江苏省内打造亿元县，省外打造亿元市。现在洋河在省外也有亿元县，河南等新江苏市场增长较快，预计增速在 20% 以上，已成为公司主要增长来源。
- **公司实施双轮驱动战略，未来新业务有望爆发式增长。**公司未来将重点打造三块业务，暨核心白酒业务，发展业务为葡萄酒业务，创新业务为

健康型功能饮料，目标在十三五末，公司非白酒收入占比达到 20%，其中创新业务有跳跃式增长的可能性。

- **盈利预测及投资建议：**公司受益于高端白酒复苏，业绩增速好于行业，预计公司 2016 年-2017 年 EPS 为 3.7/4.18 元，“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**销售不达预期，白酒复苏不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	14,672	16,052	17,690	19,706	22,446	成长性					
营业成本	5,777	6,115	6,740	7,508	8,552	营业收入增长	-2.34%	9.41%	10.20%	11.40%	13.90%
销售费用	1,680	1,882	2,017	2,271	2,593	营业成本增长	-2.83%	5.84%	10.22%	11.40%	13.90%
管理费用	1,267	1,448	1,521	1,714	1,885	营业利润增长	-10.38%	18.81%	3.75%	13.20%	15.40%
财务费用	-237	-196	257	69	-40	利润总额增长	-9.80%	18.81%	3.67%	13.03%	15.38%
投资净收益	53	578	520	540	560	净利润增长	-9.89%	19.03%	3.84%	13.03%	15.38%
营业利润	6,010	7,140	7,408	8,386	9,677	盈利能力					
营业外收支	21	25	20	10	10	毛利率	60.62%	61.91%	61.90%	61.90%	61.90%
利润总额	6,031	7,165	7,428	8,396	9,687	销售净利率	30.72%	33.42%	31.49%	31.95%	32.37%
所得税	1,523	1,800	1,857	2,099	2,422	ROE	22.85%	23.39%	21.42%	21.37%	21.71%
少数股东损益	1	0	0	0	0	ROIC	16.59%	15.48%	16.89%	18.81%	20.19%
净利润	4,507	5,365	5,571	6,297	7,266	营运效率					
资产负债表	/ 百					销售费用/营业收入	11.45%	11.73%	11.40%	11.53%	11.55%
流动资产	16,191	21,456	30,225	33,670	38,351	管理费用/营业收入	8.64%	9.02%	8.60%	8.70%	8.40%
货币资金	4,347	4,708	15,983	17,805	20,280	财务费用/营业收入	-1.61%	-1.22%	1.45%	0.35%	-0.18%
应收账款	9	6	15	16	19	投资收益/营业利润	0.88%	8.09%	7.02%	6.44%	5.79%
应收票据	77	83	108	121	138	所得税/利润总额	25.25%	25.12%	25.00%	25.00%	25.00%
存货	10,097	11,122	11,330	12,621	14,376	应收账款周转率	1865.86	1522.36	1143.67	1130.30	1140.43
非流动资产	12,566	12,404	12,197	11,957	11,547	存货周转率	0.54	0.54	0.56	0.56	0.36
固定资产	8,365	8,496	8,381	8,234	7,916	流动资产周转率	0.78	0.62	0.55	0.55	0.46
资产总计	28,758	33,860	42,422	45,628	49,898	总资产周转率	0.47	0.42	0.40	0.41	0.37
流动负债	8,721	10,578	16,075	15,817	16,091	偿债能力					
短期借款	0	0	(951)	(951)	(951)	资产负债率	0.31	0.32	0.39	0.35	0.33
应付款项	2,577	3,039	3,349	3,731	4,250	流动比率	1.86	2.03	1.88	2.13	2.38
非流动负债	307	341	341	341	341	速动比率	0.70	0.98	1.18	1.33	1.49
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	9,029	10,919	16,416	16,159	16,433	EPS	4.19	3.56	3.70	4.18	4.82
股东权益	19,729	22,941	26,006	29,469	33,465	每股净资产	18.33	15.22	17.26	19.55	22.21
股本	1,076	1,507	1,507	1,507	1,507	每股经营现金流	2.52	3.87	6.51	4.44	5.03
留存收益	18,648	21,430	24,494	27,958	31,954	每股经营现金/EPS	0.60	1.09	1.76	1.06	1.04
少数股东权益	4	4	4	4	4	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	28,758	33,860	42,422	45,628	49,897	PE	16.15	19.00	18.30	16.19	14.03
现金流量表	/ 百					PEG	1.27	1.79	1.29	1.05	-
经营活动现金流	2,712	5,836	9,809	6,690	7,581	PB	3.69	4.44	3.92	3.46	3.05
其中营运资本减少	(3,576)	(3,047)	3,587	(295)	(400)	EV/EBITDA	11.58	14.56	13.63	12.18	10.55
投资活动现金流	(3,447)	(3,676)	(443)	(448)	(305)	EV/SALES	4.98	6.37	6.03	5.33	4.61
其中资本支出	(1,787)	(720)	(443)	(448)	(305)	EV/IC	2.53	3.10	3.47	3.22	2.95
融资活动现金流	(2,771)	(1,798)	(3,458)	(2,834)	(3,270)	ROIC/WACC	1.82	1.69	1.85	2.06	2.21
净现金总变化	(3,508)	361	5908	3408	4006	REP	1.39	1.83	1.88	1.57	1.34

**研究员介绍及承诺**

**安雅泽:** 英国莱斯特大学经济学硕士，2012 年加入长城证券从事机构销售，2015 年 7 月从事食品饮料行业研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>