

洋河股份 (002304)

2Q12营收增32%略低于预期，预计全年净利增69%

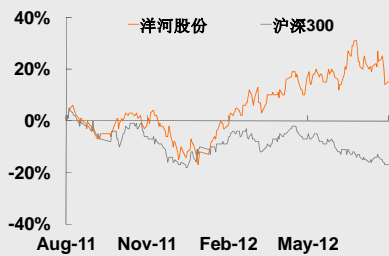
强烈推荐 (维持)

现价: 131.99 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	nayanghe.com
大股东/持股	洋河集团/9.64%
实际控制人/持股	宿迁市国资委 /34.05%
总股本(百万股)	1,080
流通 A 股(百万股)	492
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1425.49
流通 A 股市值(亿元)	649.17
每股净资产(元)	11.21
资产负债率(%)	41.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

文献

投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn
汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001
tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号: S1060512040003
dingyunjie640@pingan.com.cn
解睿

投资咨询资格编号: S1060512070005
xierui097@pingan.com.cn

事项:

洋河股份8月23日发布中报, 1H12营收93.1亿元, 同比增50.8%, 归属上市公司股东净利31.7亿元, 同比增75%, EPS2.94元。2Q12营收、归属上市公司净利分别为33.5亿和9.6亿元, 同比增31.9%和49.7%。

投资要点

■ 2Q12 营收增 32%略低于预期，净利增速接近业绩预告中值

我们此前预计 2Q12 洋河营收增 40%，此前公司 1H12 预增 70% - 80%。

■ 省内外均维持高增速，高档白酒是增长来源

分区域, 1H12 洋河省内、外增速分别为 47%和 58%, 省内“天网工程”, 省外深度全国化作用明显。分产品, 高档白酒 1H12 营收增长 57%, 且毛利率同比升 4.1 个百分点, 这表明“升天升梦”战略效果显著, 我们估计梦之蓝、天之蓝增速远高于高档酒平均增速。值得关注的是, 低档白酒 1H12 同比降 1.3%, 且毛利率大幅下降至-10%, 这应是洋河当前需解决的问题。

■ 2Q12 现金流增速仅 7%，但 09 下半年也出现过类似情况

2Q12 洋河销售商品收到现金流入同比仅增 7%，这有可能是因为 2Q11 洋河优惠销售政策吸引了经销商积极打款。观察历史, 现金增速与营收增速不匹配也曾出现在 2H09。

■ 2012 年仍将高增长，2H11 基数也低，维持“强烈推荐”

凭借行业领先的综合管理能力, 通过深度全国化和产品高端化战略, 我们认为洋河2012年营收仍可增51%, 预计2012-2014年EPS为6.29、9.16和11.73元, 同比增69%、45.6%和28%。以22日131.99元收盘价计算, PE为21、14和11倍。洋河是国内管理能力最好的白酒企业之一, 公司渠道扩张和产品结构端正处于收获期, 我们维持“强烈推荐”评级。

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	7,619	12,741	19,233	26,470	32,475
YoY(%)	90.4	67.2	51.0	37.6	22.7
净利润(百万元)	2,205	4,021	6,797	9,898	12,666
YoY(%)	75.9	82.4	69.0	45.6	28.0
毛利率(%)	56.3	58.2	61.5	63.8	65.6
净利率(%)	28.9	31.6	35.3	37.4	39.0
ROE(%)	31.9	40.7	59.2	60.5	53.1
EPS(摊薄/元)	2.04	3.72	6.29	9.16	11.73
P/E(倍)	64.7	35.5	21.0	14.4	11.3
P/B(倍)	20.6	14.4	10.9	7.3	5.1

图表 1 中报快读：2Q12营收增32%，低于我们预期的40%，净利增50%，与业绩预告一致 单位：百万元，元/股

	2Q11	2Q12	QoQ	1H11	1H12	HoH	
营业收入	2,538	3,348	31.9%	6,172	9,310	50.8%	梦、天仍保持快速增长，单季营收增速放缓
营业成本	1,159	1,298	12.0%	2,647	3,566	34.7%	可能因为基数问题
毛利率	54.3%	61.2%	6.9%	57.1%	61.7%	4.6%	当季高档占比应继续上升
毛利	1,379	2,051	48.7%	3,525	5,744	63.0%	
营业税金及附加	39	42	9.5%	93	153	65.2%	2Q12营业税金比率1.3%，同比略升
销售费用	355	536	51.0%	584	994	70.2%	2Q12销售费用率16%，2Q11为14%
管理费用	143	264	84.4%	291	495	70.0%	2Q12管理费用率7.9%，2Q11为5.6%
财务费用	-15	-13	11.8%	-25	-50	-100.7%	存款利息收入增加
资产减值损失	0	2	6951.9%	3	6	110.9%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	0	36	0.0%	0	58	0.0%	购买理财产品获益
营业利润	857	1,254	46.4%	2,579	4,205	63.0%	
营业利润率	33.8%	37.5%	3.7%	41.8%	45.2%	3.4%	
营业外收入	15	34	129.5%	23	37	61.2%	
营业外支出	3	2	-37.2%	16	4	-78.1%	
利润总额	869	1,287	48.1%	2,586	4,239	63.9%	
所得税	224	327	46.1%	657	1,067	62.3%	
所得税率	26.1%	26.8%	0.7%	25.5%	25.7%	0.2%	税率基本正常
少数股东权益	3	-2	-163.9%	115	-2	-101.4%	1Q11有双沟的少数股东权益
归属于母公司净利润	642	962	49.7%	1,814	3,174	75.0%	
净利率	25.4%	28.7%	3.2%	31.3%	34.1%	2.8%	
EPS	0.59	0.89	49.7%	1.68	2.94	75.0%	靠近此前业绩预告中值

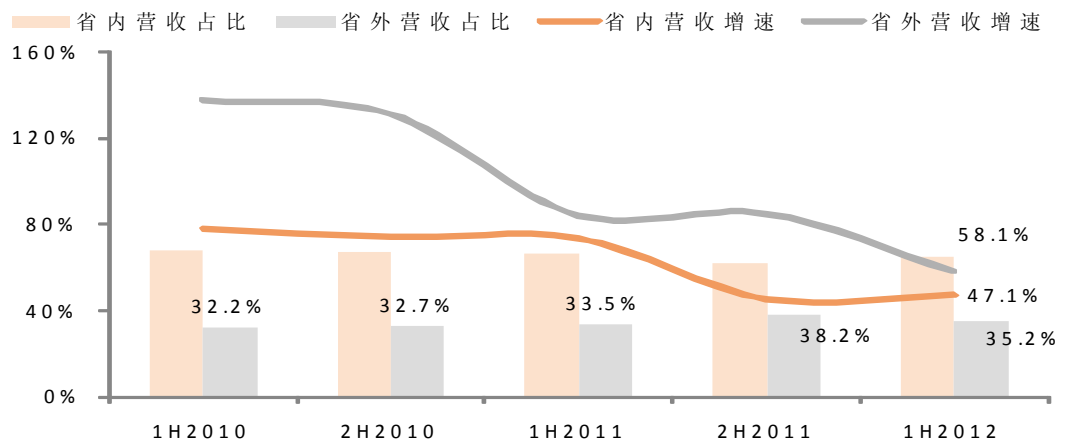
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 2H11高档白酒营收增长57%，中低档白酒毛利率大降至-10% 单位：百万元

	1H2010	2H2010	1H2011	2H2011	1H2012	备注
高档白酒	3,033	3,344	5,472	5,799	8,586	
同比增长率	99.2%	80.2%	80.4%	73.4%	56.9%	迅速打造全国化网络，
毛利率	65.6%	63.5%	63.5%	66.9%	67.5%	推动产品升天升梦
同比变化	1.0%	-5.2%	-2.1%	3.4%	4.1%	
中低档白酒	429	742	641	668	633	
同比增长率	60.7%	143.6%	49.4%	-9.9%	-1.3%	中低档酒成本上升很快
毛利率	4.1%	20.9%	6.6%	-0.9%	-10.3%	
同比变化	-5.3%	5.2%	2.5%	-21.8%	-16.9%	
白酒营收合计	3,462	4,086	6,112	6,467	9,218	
高档白酒占比	87.6%	81.8%	89.5%	89.7%	93.1%	
中低档白酒占比	12.4%	18.2%	10.5%	10.3%	6.9%	
高档白酒毛利占比	99.1%	93.2%	98.8%	100.2%	101.1%	毛利全部来自高档酒
中低档白酒毛利占比	0.9%	6.8%	1.2%	-0.2%	-1.1%	

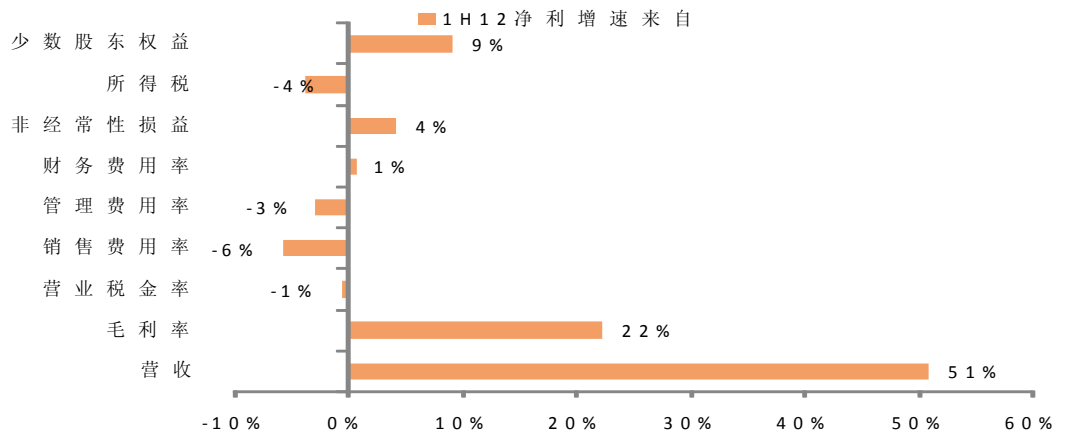
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 1H12省外营收占比环比降至35%，省内增速仍高达47%



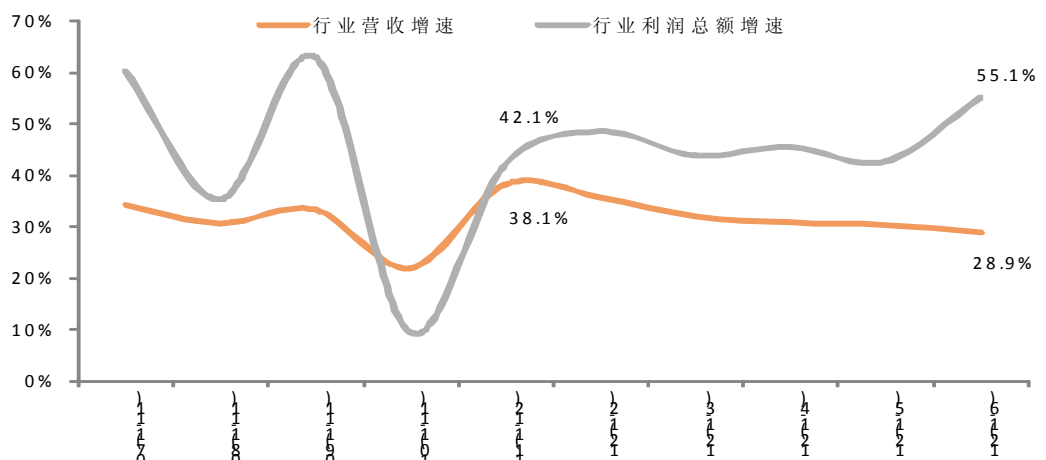
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 1H12净利增长42%主要由收入增长、毛利率上升、少数股东权益减少贡献



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 规模以上白酒企业12年1-6月营收、利润总额分别增长28.9%和55.1%



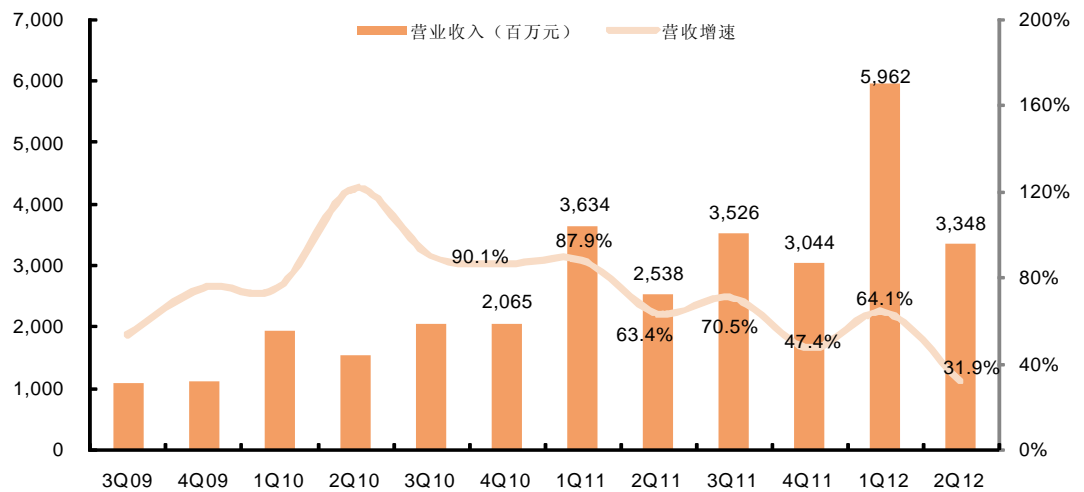
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表 6 2Q12江苏省行业收入增速为31.4%，与洋河营收增速惊人一致

	2012.1-3		2012.4-6		2012.1-6	
	收入	利润	收入	利润	收入	利润
山西	20.4%	12.8%	41.0%	78.6%	28.7%	32.0%
四川	26.0%	23.6%	13.8%	53.4%	20.7%	34.1%
贵州	51.9%	52.6%	57.2%	70.7%	54.7%	62.8%
河北	9.8%	-17.3%	23.4%	51.8%	16.3%	6.8%
江苏	54.4%	109.8%	31.4%	142.4%	45.1%	128.0%
安徽	25.6%	53.4%	16.7%	15.6%	21.8%	35.9%
新疆	27.7%	50.8%	31.2%	51.2%	29.4%	51.0%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

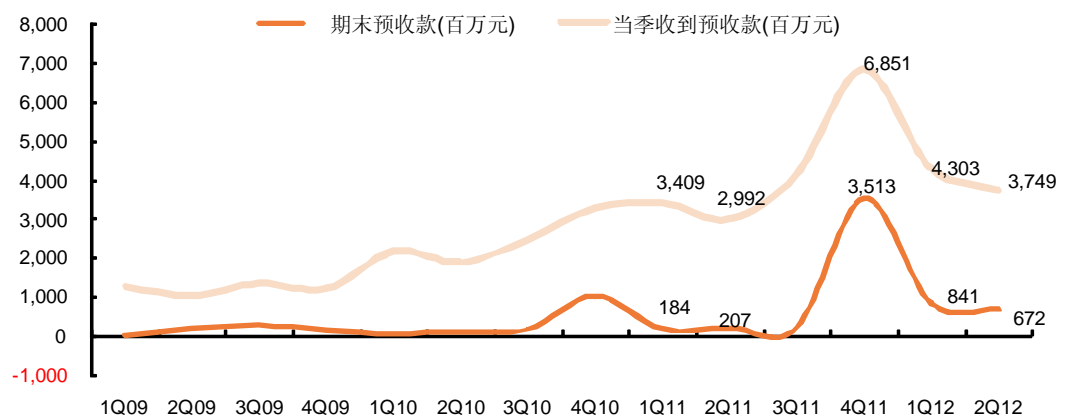
图表 7 2Q12营收增32%至33.5亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

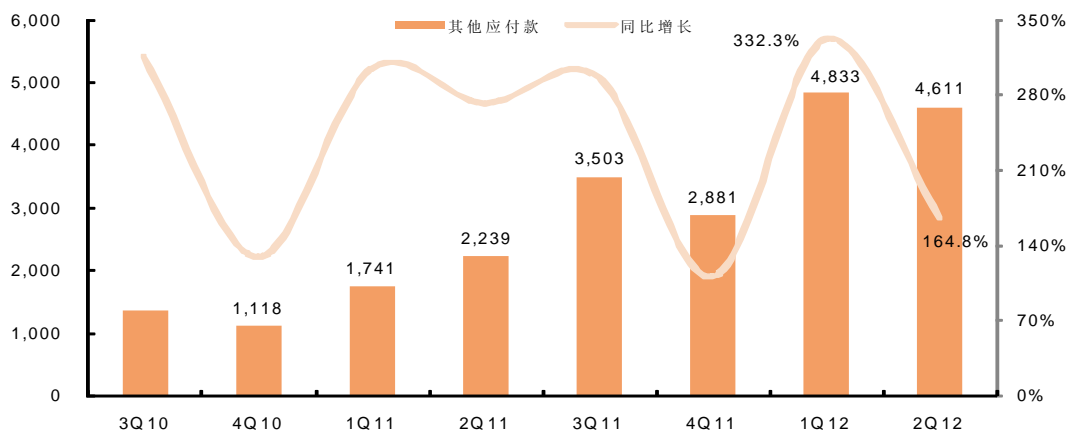
图表 8 2Q12末预收款较1Q12降约1.7亿，同比2Q12增约4.7亿

单位：百万元



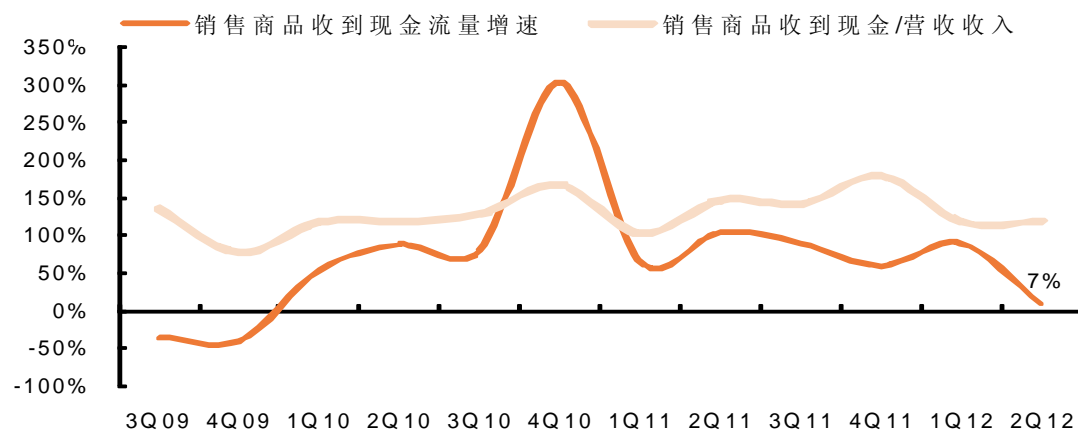
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表 9 2Q12其他应付款仍有46亿元，显示公司欠客户保证金和返点增长良好 单位：百万元



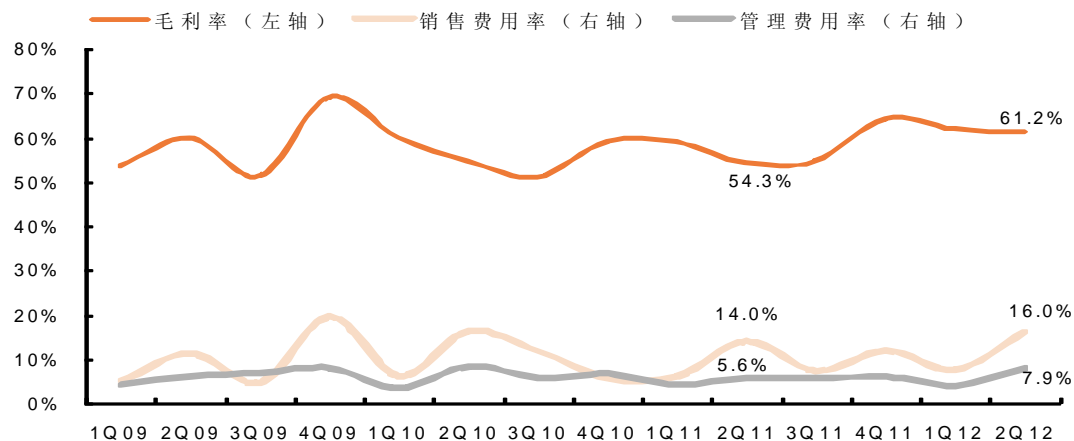
资料来源：公司公告、平安证券研究所、WIND

图表 10 2Q12销售商品收到现金流量增速骤降至7%，但2H09该指标也异常过 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所、WIND

图表 11 产品结构带动2Q12毛利率同比上升6.9个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图 12 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级	2012 年业绩预测 最近一月调整
	8月22日	11A	12E	13E	11A	12E	13E		
泸州老窖	38.9	2.08	3.06	4.15	18.7	12.7	9.4	强烈推荐	
五粮液	34.6	1.63	2.41	3.10	21.2	14.4	11.2	强烈推荐	
贵州茅台	232.2	8.44	13.67	20.07	27.5	17.0	11.6	强烈推荐	
沱牌舍得	33.0	0.58	1.12	1.83	57.1	29.5	18.0	强烈推荐	
山西汾酒	39.1	0.90	1.52	2.15	43.3	25.6	18.1	强烈推荐	
洋河股份	132.0	3.72	6.29	9.16	35.5	21.0	14.4	强烈推荐	↓(2%)8月22日
古井贡酒	40.2	1.12	1.71	2.30	35.8	23.6	17.5	推荐	
酒鬼酒	50.00	0.59	1.65	2.46	84.3	30.4	20.3	推荐	↑(37%)7月31日
张裕A	55.5	2.78	3.00	3.56	20.0	18.5	15.6	强烈推荐	↓(13%)8月7日
安琪酵母	21.7	0.91	1.10	1.32	23.9	19.7	16.4	推荐	↓(8%)8月15日
双汇发展	63.7	1.23	2.73	3.40	51.8	23.3	18.7	强烈推荐	
大北农	20.0	0.63	0.91	1.18	31.7	22.0	16.9	强烈推荐	
伊利股份	20.0	0.95	0.95	1.21	21.0	21.0	16.5	推荐	
贝因美	23.4	1.03	1.15	1.27	22.7	20.4	18.4	推荐	
燕京啤酒	6.53	0.32	0.40	0.46	20.2	16.3	14.1	推荐	
青岛啤酒	32.90	1.29	1.46	1.75	25.6	22.5	18.8	推荐	↓(8%)8月16日
黑牛食品	11.16	0.33	0.40	0.53	34.1	27.9	21.1	推荐	
汤臣倍健	63.62	0.85	1.39	2.06	74.6	45.8	30.9	推荐	
承德露露	16.98	0.48	0.56	0.67	35.2	30.1	25.5	推荐	
均值					36.0	23.2	17.5		

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12,741	19,233	26,470	32,475	净利润	4,137	6,797	9,898	12,666
YoY	67.2%	51.0%	37.6%	22.7%	折旧摊销	158	263	412	527
营业成本	5,329	7,405	9,579	11,173	营运资金投资	1,013	1,285	1,606	1,325
毛利率	58.2%	61.5%	63.8%	65.6%	经营活动现金净流量	5,557	8,460	11,956	14,412
营业税金及附加	179	270	372	457	资本开支	-92	-2,099	-1,890	-2,561
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-4,859	-4,099	-1,890	-2,561
销售费用	1,209	1,826	2,513	3,083	债务融资	-23	0	0	0
管理费用	661	866	1,105	1,245	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-157	-211	-322	-408	支付红利	-450	-1,347	-2,277	-3,316
投资净收益	12	13	15	16	融资活动现金净流量	-484	-1,136	-1,955	-2,908
营业利润	5,525	9,090	13,238	16,942	当年现金净流量	214	3,225	8,111	8,943
加：营业外收入	37	0	0	0					
减：营业外支出	31	0	0	0					
利润总额	5,531	9,090	13,238	16,942	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
减：所得税	1,394	2,293	3,340	4,276	货币资金	7,098	10,322	18,433	27,376
净利润	4,137	6,797	9,898	12,666	应收款项	1,431	1,279	2,367	2,532
减：少数股东损益	116	0	0	0	预付款项	571	508	842	874
归属母公司所有者净利	4,021	6,797	9,898	12,666	存货	3,793	4,716	6,459	7,325
YoY	82.4%	69.0%	45.6%	28.0%	其他流动资产	1,299	3,360	3,369	3,411
销售净利率	32.5%	35.3%	37.4%	39.0%	流动资产合计	14,192	20,186	31,470	41,518
EPS (当年股本)	4.47	6.29	9.16	11.73	长期股权投资	519	519	519	519
EPS (最新股本摊薄)	3.72	6.29	9.16	11.73	固定资产	2,570	3,636	4,750	6,092
					无形资产	790	1,552	1,913	2,554
					其他非流动资产	812	821	824	874
					非流动资产合计	4,692	6,527	8,005	10,039
					资产总计	18,883	26,713	39,475	51,556
					短期借款	0	0	0	0
					应付款项	753	1,231	1,473	1,788
					预收款项	3,513	3,947	6,364	7,236
					应付股利	0	2,277	3,316	4,243
					其他流动负债	4,415	5,882	8,364	9,908
					流动负债合计	8,680	13,337	19,517	23,175
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	294	294	294	294
					非流动负债合计	294	294	294	294
					负债合计	8,975	13,631	19,811	23,470
					归属母公司所有者权益	9,891	13,064	19,646	28,069
					其中：实收资本	900	1,080	1,080	1,080
					少数股东权益	18	18	18	18
					股东权益合计	9,909	13,082	19,664	28,087
					负债及股东权益总计	18,883	26,713	39,475	51,556

重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E
估值				
PE(P=131.99)	29.5	21.0	14.4	11.3
PEG	0.6	0.6	0.6	0.6
PB	12.0	10.9	7.3	5.1
PS	9.3	7.4	5.4	4.4
EV/EBITDA	21.4	15.5	10.7	8.3
股息收益率	1.1%	1.6%	2.3%	3.0%
经营回报率				
ROE	47.8%	59.2%	60.5%	53.1%
ROA	26.4%	29.1%	29.2%	27.1%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	47.5%	51.0%	50.2%	45.5%
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.5
运营效率				
存货周转率	1.9	1.7	1.7	1.6
流动资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	6.7	6.2	6.3	6.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257