

洋河股份 (002304)

增速连续两季度放缓，产品结构上升推动毛利率大升

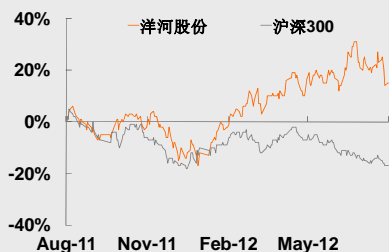
强烈推荐 (维持)

现价: 120.14 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)	1297.51
流通 A 股市值(亿元)	590.89
每股净资产(元)	12.38
资产负债率(%)	39.99

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

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项:

洋河股份10月27日发布三季报, 1-3Q12营收140亿元, 同比增44.3%, 归属上市公司股东净利48.3亿元, 同比增65.6%, EPS4.47元。3Q12营收、归属上市公司净利分别为46.9亿和16.5亿元, 同比增32.9%和50.1%。

投资要点

■ 3Q12 营收增 32.9%略低于预期, 净利增速接近业绩预告上值

我们此前预计 3Q12 洋河营收增 40%, 此前公司 1-3Q12 预增 50% - 70%。

■ 收入增速连续两季放缓, 产品结构上升推动毛利率大涨

洋河 2Q12、3Q12 营收增速分别为 32%和 33%, 是从有数据可查的 2009 年以来最低水平, 此前至少接近 50%。我们估计几方面原因: 一是反映白酒行业终端需求的确放缓; 二是洋河进入深度全国化阶段后, 新增经销商带来增速必然放慢; 三是我们猜测, 海之蓝、天之蓝在各地遇到地产酒的强力竞争, 这可能也导致了 3Q12 销售费用快速上升。与此同时, 我们也看到, 洋河继续大力推动高档产品梦之蓝的增长, 并带动了 3Q12 整体毛利率同比大升约 7 个百分点, 我们预计这种情况仍会继续。

■ 3Q12 现金流增速仍仅 11%, 与收入增速相符

2Q12 洋河销售商品收到现金流入同比仅增 7%, 3Q11 这一指标仍只有 11%, 也表明洋河现金回款同比增速继续低位运行。另一方面, 3Q12 预收款环比 2Q12 增加了约 1.1 个亿, 我们认为表明公司并没有刻意做高 3Q12。

■ 2012 年高增长无忧, 维持“强烈推荐”

4Q11 洋河营收仅 30 亿, 明显偏低, 我们预计 4Q12 洋河营收增速能回到 50%, 并带动 2012 全年营收增 47%, 但我们估计 2013 年营收增速放缓是大概率事件。我们预计洋河 2012-2014 年 EPS 为 6.07、7.86 和 9.71 元, 同比增 63%、29.5%和 23.5%。以 26 日 120.14 元收盘价计算, PE 为 20、15 和 12 倍。洋河是国内管理能力最好的白酒企业之一, 虽然正经历从高增长向稳步增长过渡的阶段, 但我们看好公司业绩持续增长能力, 维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示。白酒需求萎缩程度高于预期, 可能进一步拖累公司净利增速。

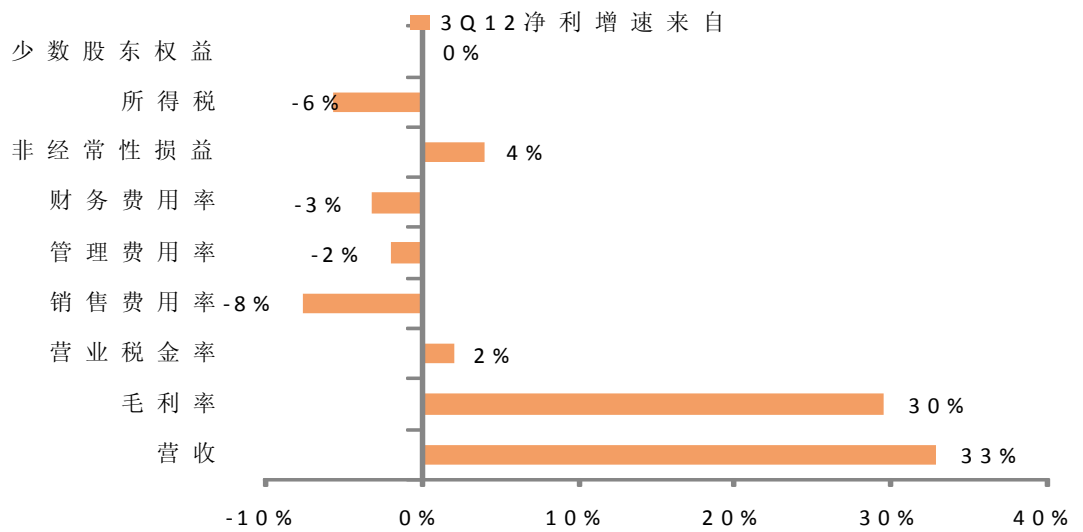
	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	7,619	12,741	18,771	23,322	28,056
YoY(%)	90.4	67.2	47.3	24.2	20.3
净利润(百万元)	2,205	4,021	6,556	8,492	10,490
YoY(%)	75.9	82.4	63.1	29.5	23.5
毛利率(%)	56.3	58.2	61.9	63.8	64.7
净利率(%)	28.9	31.6	34.9	36.4	37.4
ROE(%)	31.9	40.7	57.5	54.0	47.6
EPS(摊薄/元)	2.04	3.72	6.07	7.86	9.71
P/E(倍)	64.7	26.9	19.8	15.3	12.4
P/B(倍)	20.6	10.9	10.1	7.0	5.1

图表 1 三季度快读：3Q12营收增32.9%，与2Q12持平，净利增50%，低于我们预期的57% 单位：百万元，元/股

	3Q11	3Q12	QoQ	1-3Q11	1-3Q12	同比	
营业收入	3,526	4,687	32.9%	9,697	13,997	44.3%	3Q12 增速基本与 2Q12 持平，我们估计梦之蓝仍保持快速增长，但天、海增速放缓
营业成本	1,597	1,797	12.5%	4,244	5,362	26.4%	
毛利率	54.7%	61.7%	7.0%	56.2%	61.7%	5.5%	梦之蓝占比继续上升
毛利	1,929	2,890	49.9%	5,453	8,635	58.3%	
营业税金及附加	61	59	-3.5%	154	212	38.0%	洋河消费税在委托加工环节代征，计入成本
销售费用	261	431	65.1%	845	1,424	68.6%	3Q12 销售费用率 9.2%，3Q11 为 7.4%
管理费用	191	276	44.7%	482	771	60.0%	3Q12 管理费用率 5.9%，2Q11 为 5.4%
财务费用	-45	-26	43.2%	-70	-76	-8.1%	存款用于理财，投资收益增加
资产减值损失	-1	0	134.1%	2	6	189.5%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	1	52	5765.1%	1	110	12314.5%	购买理财产品获益
营业利润	1,463	2,203	50.6%	4,042	6,408	58.5%	
营业利润率	41.5%	47.0%	5.5%	41.7%	45.8%	4.1%	
营业外收入	10	6	-45.7%	33	43	28.3%	
营业外支出	3	2	-31.7%	19	6	-70.2%	
利润总额	1,470	2,206	50.1%	4,056	6,445	58.9%	
所得税	368	552	50.1%	1,025	1,618	57.9%	
所得税率	25.1%	25.7%	0.5%	25.4%	25.7%	0.3%	税率基本正常
少数股东权益	0	0	-35.1%	116	-1	-101.3%	
归属于母公司净利润	1,102	1,654	50.1%	2,916	4,828	65.6%	
净利率	31.3%	35.3%	4.0%	31.3%	34.5%	3.2%	
EPS	1.02	1.53	50.1%	2.70	4.47	65.6%	略低于我们预期，靠近此前业绩预告上值

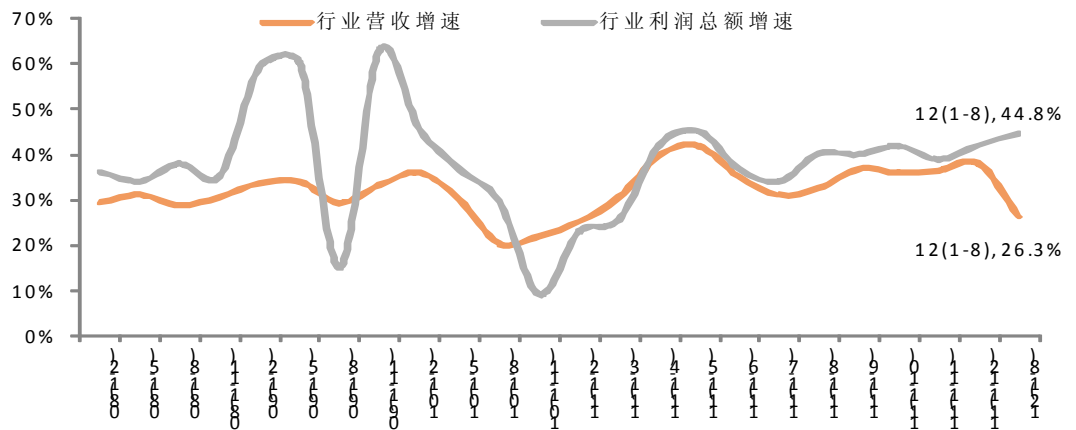
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q12净利增长50%主要由收入增长、毛利率上升贡献



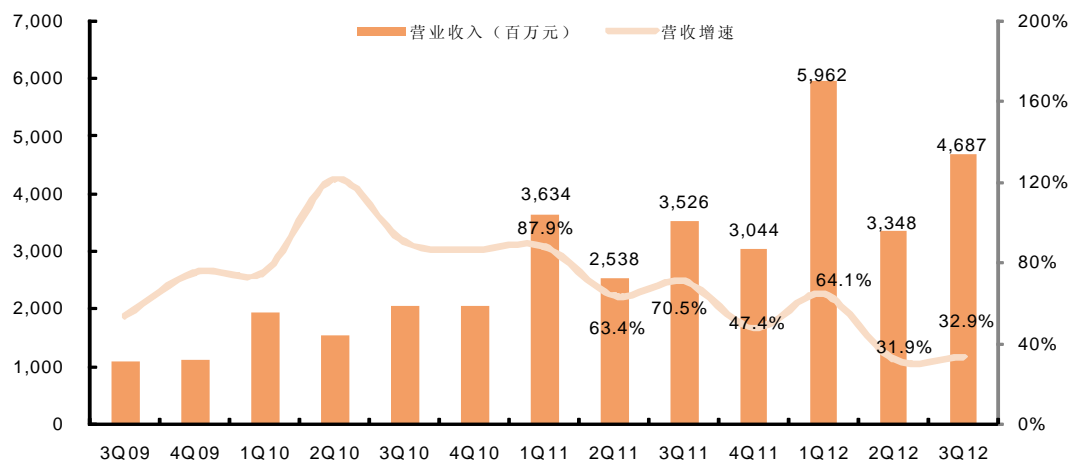
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 规模以上白酒企业12年1-8月营收、利润总额分别增长26.3%和44.8%



资料来源：WIND、平安证券研究所

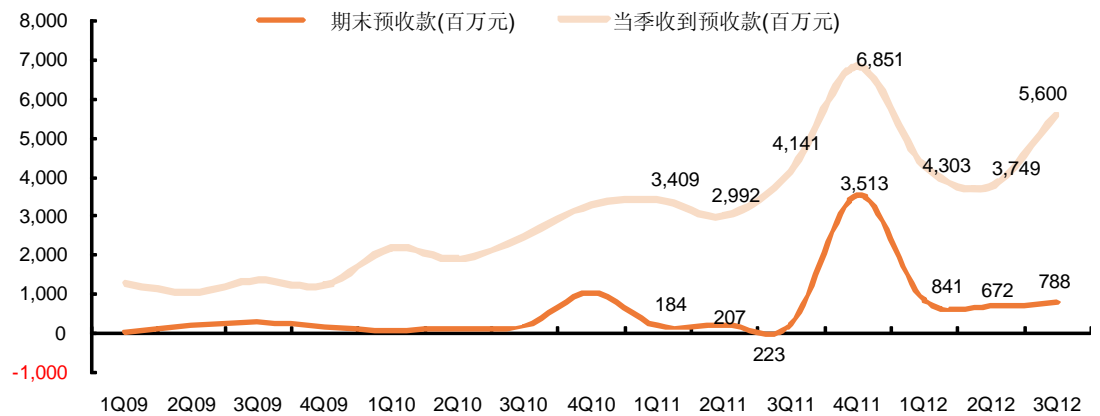
图表 4 3Q12营收增33%至46.9亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 3Q12末预收款较2Q12增约1.1亿，同比3Q11增约5.6亿

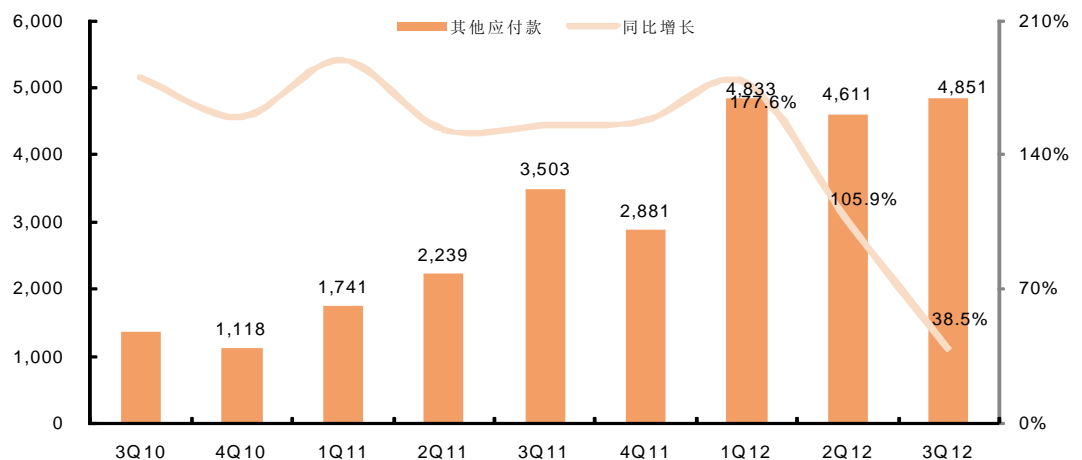
单位：百万元



资料来源：WIND、平安证券研究所

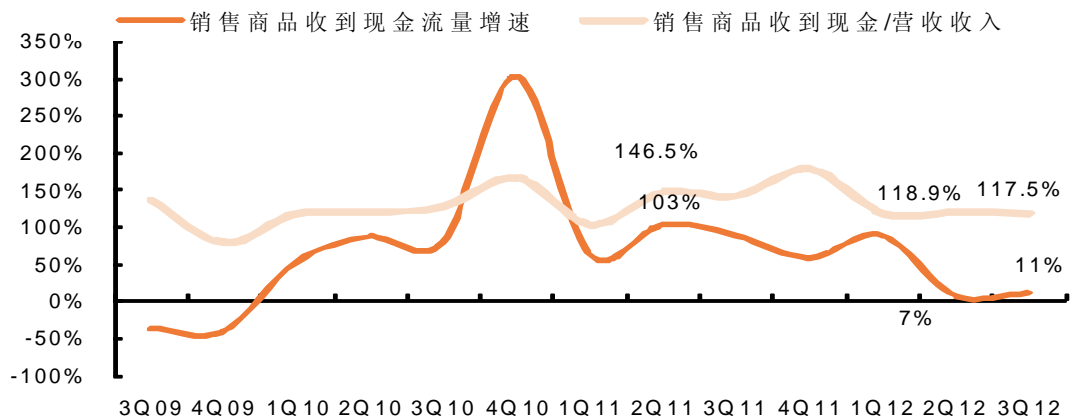
图表 6 3Q12其他应付款仍有48.5亿，公司欠客户保证金和返点增长放缓明显

单位：百万元



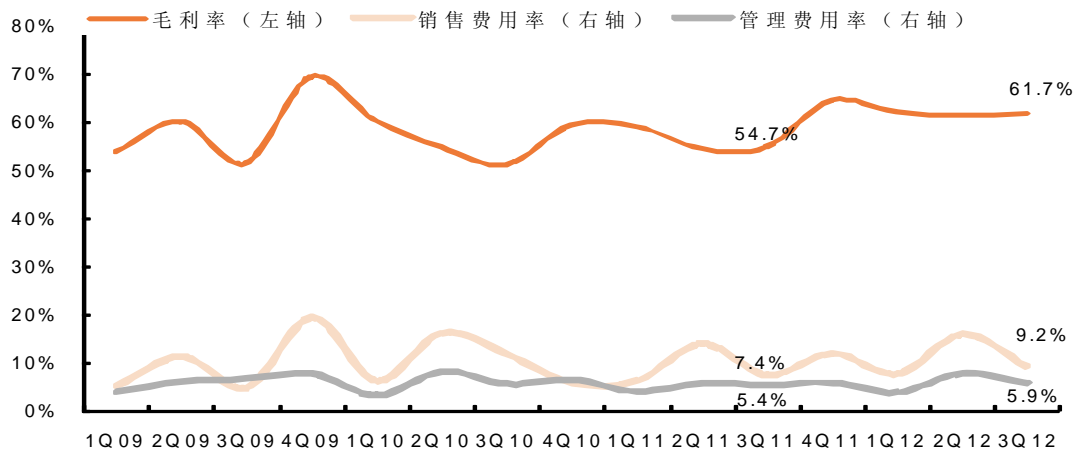
资料来源：公司公告、平安证券研究所、WIND

图表 7 3Q12销售商品收到现金流量增速仍仅11%，连续两季低速运行 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所、WIND

图表 8 梦之蓝占比上升带动3Q12毛利率同比上升6.4个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 9 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
	10月25日	11A	12E	13E	11A	12E	13E		
泸州老窖	38.59	2.08	3.22	4.24	18.5	12.0	9.1	强烈推荐	↑(5%)10月18日
五粮液	33.58	1.63	2.53	3.15	20.6	13.3	10.7	强烈推荐	↑(5%)10月14日
贵州茅台	241.09	8.44	13.67	18.33	28.6	17.6	13.2	强烈推荐	
沱牌舍得	30.47	0.58	1.12	1.66	52.6	27.2	18.4	强烈推荐	
山西汾酒	42.70	0.90	1.57	2.38	47.4	27.1	17.9	强烈推荐	↑(3%)10月21日
洋河股份	120.14	3.72	6.07	7.86	32.3	19.8	15.3	强烈推荐	↓(3%)10月28日
古井贡酒	38.47	1.12	1.67	2.23	34.2	23.0	17.2	推荐	
酒鬼酒	56.50	0.59	2.00	2.86	95.3	28.3	19.8	推荐	
张裕A	44.34	2.78	2.49	2.77	15.9	17.8	16.0	强烈推荐	↓(17%)10月26日
安琪酵母	17.14	0.91	0.86	1.01	18.9	19.9	17.0	推荐	↓(22%)10月25日

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
	10月25日	11A	12E	13E	11A	12E	13E		
双汇发展	59.40	1.23	2.73	3.40	48.3	21.8	17.5	强烈推荐	
大北农	20.88	0.63	0.85	1.10	33.1	24.6	19.0	强烈推荐	
伊利股份	21.03	0.95	0.95	1.21	22.1	22.1	17.4	推荐	
贝因美	20.59	1.03	1.15	1.27	20.0	17.9	16.2	推荐	
燕京啤酒	5.75	0.32	0.33	0.38	17.7	17.4	15.1	推荐	↓(18%)10月20日
青岛啤酒	31.19	1.29	1.46	1.75	24.2	21.4	17.8	推荐	
黑牛食品	9.65	0.33	0.40	0.53	29.5	24.1	18.2	推荐	
汤臣倍健	56.68	0.85	1.39	2.06	66.5	40.8	27.5	推荐	
承德露露	14.50	0.48	0.56	0.67	30.1	25.7	21.8	推荐	
均值	16.80	0.75	0.89	1.12	22.4	18.9	15.0		

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)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12,741	18,771	23,322	28,056	净利润	4,137	6,556	8,492	10,490
YoY	67.2%	47.3%	24.2%	20.3%	折旧摊销	158	263	411	526
营业成本	5,329	7,155	8,436	9,893	营运资金投资	1,013	-460	-177	891
毛利率	58.2%	61.9%	63.8%	64.7%	经营活动现金净流量	5,557	6,574	8,830	11,953
营业税金及附加	179	264	328	395	资本开支	-91	-2,080	-1,890	-2,513
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-4,859	-4,080	-1,890	-2,513
销售费用	1,209	1,935	2,404	2,892	债务融资	-23	0	0	0
管理费用	661	991	1,133	1,249	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-157	-88	-123	-190	支付红利	-450	-1,350	-2,201	-2,851
投资净收益	12	163	163	163	融资活动现金净流量	-484	-1,262	-2,078	-2,661
营业利润	5,525	8,676	11,307	13,980	当年现金净流量	214	1,231	4,862	6,779
加: 营业外收入	37	50	0	0					
减: 营业外支出	31	9	0	0	资产负债表 (百万元)				
利润总额	5,531	8,717	11,307	13,980	货币资金	7,098	8,329	13,191	19,970
减: 所得税	1,394	2,161	2,815	3,490	应收款项	1,431	1,249	2,085	2,187
净利润	4,137	6,556	8,492	10,490	预付款项	571	491	741	774
减: 少数股东损益	116	0	0	0	存货	3,793	4,557	5,689	6,486
归属母公司所有者净利	4,021	6,556	8,492	10,490	其他流动资产	1,299	3,357	3,356	3,391
YoY	82.4%	63.1%	29.5%	23.5%	流动资产合计	14,192	17,984	25,063	32,808
销售净利率	32.5%	34.9%	36.4%	37.4%	长期股权投资	519	519	519	519
EPS (当年股本)	4.47	6.07	7.86	9.71	固定资产	2,570	3,625	4,739	6,051
EPS (最新股本摊薄)	3.72	6.07	7.86	9.71	无形资产	790	1,544	1,906	2,532
					其他非流动资产	812	821	824	872
					非流动资产合计	4,692	6,508	7,987	9,974
					资产总计	18,883	24,492	33,050	42,783
					短期借款	0	0	0	0
					应付款项	753	1,190	1,297	1,583
					预收款项	3,513	2,253	2,799	3,367
					应付股利	0	2,201	2,851	3,522
					其他流动负债	4,415	5,640	7,254	8,494
					流动负债合计	8,680	11,284	14,201	16,966
					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	11,578	14,495	17,260
					归属母公司所有者权益	9,891	12,896	18,536	25,504
					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	12,914	18,555	25,522
					负债及股东权益总计	18,883	24,492	33,050	42,783

重要指标速览				
	2011A	2012E	2013E	2014E
估值				
PE(P=120.14)	26.9	19.8	15.3	12.4
PEG	0.7	0.9	0.8	0.8
PB	10.9	10.1	7.0	5.1
PS	8.4	6.9	5.5	4.6
EV/EBITDA	19.5	14.6	11.1	9.0
股息收益率	1.2%	1.7%	2.2%	2.7%
经营回报率				
ROE	47.8%	57.5%	54.0%	47.6%
ROA	26.4%	29.6%	29.1%	27.2%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	47.5%	47.3%	43.9%	40.3%
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.6
运营效率				
存货周转率	1.9	1.7	1.6	1.6
流动资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.7
固定资产周转率	6.7	6.1	5.6	5.2

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。客户并不能仅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