

洋河股份 (002304) 年报及一季报

回购有利于提升市场信心，13年营收增10%目标达成不易

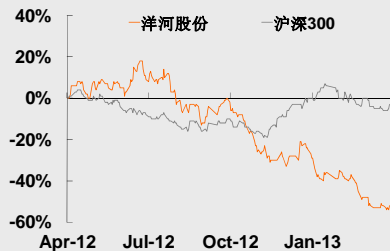
推荐 (下调)

现价: 61.07 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)	659.56
流通 A 股市值(亿元)	303.08
每股净资产(元)	12.38
资产负债率(%)	40.0

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: S1060511010014
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4月23日发布年报和一季报，2012年实现营收172.7亿元，同比增长约35.6%，归属母公司净利61.5亿元，同比增长约53%，EPS5.70元。其中4Q12营收32.7亿元，同比增长7.6%，净利13.3亿元，增长20%。1Q13营收63.2亿元，同比增长6%，净利23.6亿元，同比增长6%，EPS2.28元。年度分红预案为每股10股派现20元。同时，公司年报计划2013年增长10%，预计1-6月份净利增速为0-10%，并发布《关于公司首期回购社会公众股份的预案》，董事长张雨柏辞去公司总裁职务，聘任王学兵担任总裁，和从学年辞去董事职务的公告。

投资要点

■ 年报基本符合此前业绩预告，1季报略低于我们预期

公司年报数据基本符合2月26日业绩预告。我们此前预计，洋河1Q13年营收、净利增约10%、11%，实际情况略低于我们预期。

■ 高档、省内2H12表现更佳，13年10%增长目标达成不易

2H12洋河高档产品增长22%，快于中低档增15%，省内营收增23%也快于省外增18%，参考4Q12毛利率同比升5.4个百分点至72.5%，2H12梦之蓝为首高档产品占比应明显上升，省外增速低于省内超我们预期，表明梦之蓝在省外的品牌力和天、海在省外的渠道力面临更大挑战。考虑新品洋河老字号，柔和双沟，葡萄酒等在12年底上市，老产品1Q13增速应低于报表值，对应1Q13毛利率同比降了1.2个百分点。茅台、五粮液近期一批价快速降至约850元和610元，洋河高档产品梦之蓝压力大增，价格降级和竞争加剧还将在省外对洋河深度全国化战略形成挑战，加上“整风运动”对团购模式的挑战，洋河仍处于调整期，即使考虑新品，2013年营收增长10%目标达成仍不容易。

■ 回购预案有利于提升市场信心，新总裁有待观察

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
主营收入(百万元)	7,619	12,741	17,270	18,766	20,766
YoY(%)	90.4	67.2	35.6	8.7	10.7
净利润(百万元)	2,205	4,021	6,154	6,537	7,489
YoY(%)	75.9	82.4	53.1	6.2	14.6
毛利率(%)	56.3	58.2	63.6	61.9	62.1
净利率(%)	28.9	31.6	35.6	34.8	36.0
ROE(%)	31.9	40.7	50.1	41.5	39.0
EPS(摊薄/元)	2.04	3.72	5.70	6.05	6.93
P/E(倍)	29.9	16.4	10.7	10.1	8.8
P/B(倍)	9.5	6.7	4.5	3.9	3.0

公司计划投入不超过 10 亿元资金，以不超过 70 元/股价格，自股东大会审议通过之日起 12 个月内实施回购。以公司 10 亿元资金、回购价 70 元/股计算，预计回购股份数量为 1428.57 万股，占目前公司已发行总股本的 1.32%。回购显示了公司管理层的信心，回购上限价 70 元比当前股价 61.07 元高 14.6%，应有利于提升市场信心。张雨柏是洋河的灵魂人物，仍处壮年，其辞去总裁后仍是董事长，我们估计只是适当分权，对新聘任总裁王学兵，资本市场了解甚少，有待观察。从学年总虽不再任董事，仍担任副总裁和董事会秘书。

■ 白酒行业正处艰难时期，下调评级至“推荐”

受整风运动影响，洋河在省外推动渠道深度全国化和省内推动天网工程两大增长动力显著放缓，虽 2013 年在推出了葡萄酒和洋河老字号等白酒新品，但我们估计达成全年营收增长 10% 目标不易，下调 13-14 年洋河营收增速假设至 8.7% 和 10.7%，此前分别为 22% 和 18%，净利增速下调至 6.2% 和 14.6%，此前分别为 22% 和 22%，EPS 分别为 6.05 元、6.93 元，动态 PE 为 10、8.8 倍。洋河仍是国内管理最好的白酒企业之一，但考虑白酒行业正处艰难时期，下调评级至“推荐”。

■ 风险提示:整风运动进一步发酵，对洋河模式的影响超出预期。

图表 1 年报快读：4Q12 营收增 7.6%，净利增 20%，与业绩预告基本一致

单位：百万元，元/股

	4Q11	4Q12	QoQ	2011A	2012A	YoY	
营业收入	3,044	3,273	7.6%	12,741	17,270	35.6%	12 月份开始整风运动，白酒行业增速大幅
营业成本	1,085	932	-14.2%	5,329	6,294	18.1%	小滑
毛利率	64.3%	71.5%	7.2%	58.2%	63.6%	5.4%	当季高档占比应继续上升
毛利	1,958	2,342	19.6%	7,412	10,976	48.1%	
营业税金及附加	26	29	14.2%	179	241	34.6%	4Q12 营业税金比率 0.9%，同比略升
销售费用	365	351	-3.8%	1,209	1,775	46.8%	4Q12 销售费用率 10.7%，4Q11 为 12%
管理费用	179	250	39.3%	661	1,020	54.3%	4Q12 管理费用率 7.6%，2Q11 为 5.9%
财务费用	-86	-45	48.1%	-157	-121	22.9%	存款利息收入增加
资产减值损失	4	1	-79.2%	6	7	12.3%	
公允价值变动收益	0	0	-	0	-	-	
投资收益	11	24	118.9%	12	135	1022.7%	购买理财产品获益
营业利润	1,482	1,781	20.1%	5,525	8,189	48.2%	
营业利润率	48.7%	54.4%	5.7%	43.4%	47.4%	4.1%	
营业外收入	4	6	215.9%	37	49	31.2%	
营业外支出	12	16	39.8%	31	22	-29.1%	
利润总额	1,474	1,770	20.1%	5,531	8,215	48.5%	
所得税	369	445	20.5%	1,394	2,063.6	48.0%	
所得税率	25.1%	25.3%	0.2%	25.3%	25.6%	0.3%	税率基本正常
少数股东权益	0.08	-0.93	-1210.9%	115.62	-2.40	-102.1%	2011 有双沟的少数股东权益
归属于母公司净利润	1,105	1,326	20.0%	4,021	6,154	53.1%	
净利率	36.3%	40.5%	4.2%	31.6%	35.6%	4.1%	
EPS	1.02	1.23	20.0%	3.72	5.70	53.1%	与此前业绩预测基本一致

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 2H12高档白酒营收增长22%，中低档增长14.6%

单位：百万元

	1H2011	2H2011	1H2012	2H2012	备注
高档白酒	5,472	5,799	8,586	7,051	
同比增长率	80.4%	73.4%	56.9%	21.6%	迅速打造全国化网络，推
毛利率	63.5%	66.9%	67.5%	72.5%	动产品升天升梦
同比变化	-2.1%	3.4%	4.1%	5.6%	
中低档白酒	641	668	633	766	
同比增长率	49.4%	-9.9%	-1.3%	14.6%	中低档酒成本上升很快
毛利率	6.6%	-0.9%	-10.3%	13.6%	
同比变化	2.5%	-21.8%	-16.9%	14.5%	
白酒营收合计	6,112	6,467	9,218	7,960	
高档白酒占比	89.5%	89.7%	93.1%	88.6%	
中低档白酒占比	10.5%	10.3%	6.9%	9.6%	
高档白酒毛利占比	98.8%	100.2%	101.1%	99.2%	毛利全部来自高档酒
中低档白酒毛利占比	1.2%	-0.2%	-1.1%	2.0%	

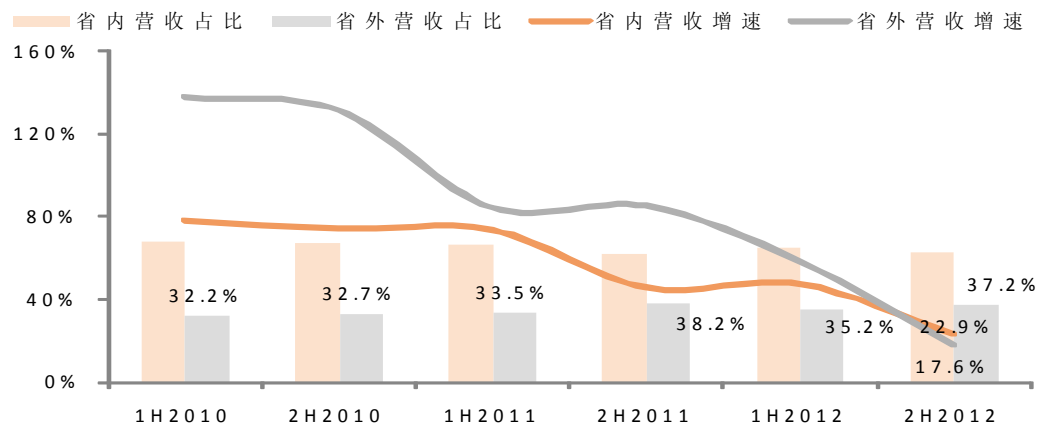
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 一季报快读：1Q13营收增6.1%，净利增6.5%，略低于我们营收增10%，净利增11.2%的预期

	1Q12	1Q13	QoQ	
营业收入	5,962	6,323	6.1%	考虑新产品系列和新品类葡萄酒 1Q13 形成增量，我们估
营业成本	2,268	2,480	9.3%	计 1Q13 实际增速会更低一些
毛利率	62.0%	60.8%	-1.2%	1Q13毛利率下降主要是梦之蓝为主高端占比下降
毛利	3,694	3,843	4.0%	
营业税金及附加	111	95	-14.1%	1Q13营业税比率8.2%，同比降5.2个百分点
销售费用	457	424	-7.2%	1Q13销售费用率4%，1Q12为3.2%，广告费用支出上升
管理费用	231	263	14.1%	1Q13管理费用率7.8%，1Q12为7.6%
财务费用	-37	-53	-41.2%	账上现金100亿
资产减值损失	3	3	-8.0%	
公允价值变动收益	0		0.0%	
投资收益	22	30	34.9%	
营业利润	2,951	3,140	6.4%	
营业利润率	49.5%	49.7%	0.2%	
营业外收入	3	4	37.5%	
营业外支出	2	0	-89.6%	
利润总额	2,952	3,143	6.5%	
所得税	740	787	6.3%	
所得税率	25.3%	25.3%	0.0%	税率正常
少数股东权益	0	0	-85.4%	
归属于母公司净利润	2,212	2,356	6.5%	
净利率	37.1%	37.3%	0.2%	营业税率降
EPS	2.05	2.18	6.5%	略低于我们预计的2.28元

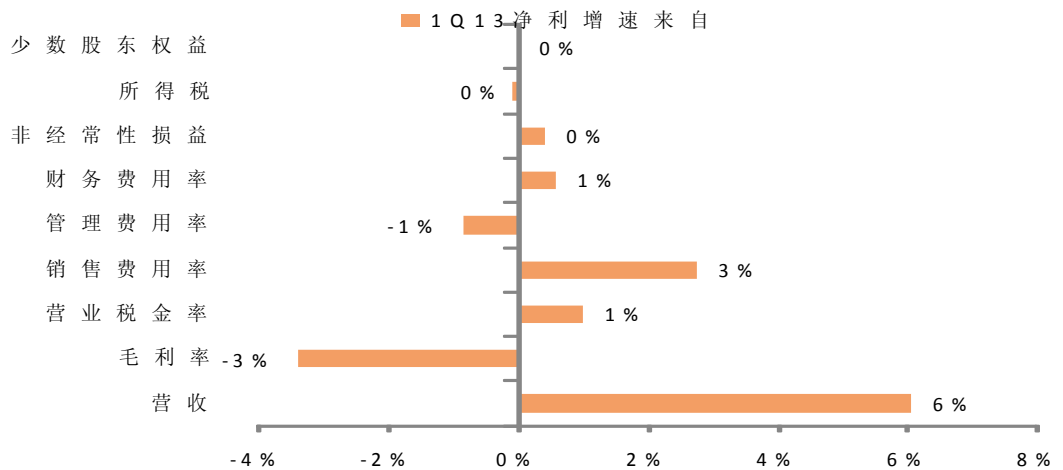
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 4 2H12省外营收占比环比升至37%，省内增速22.9%，快于省外的17.6%



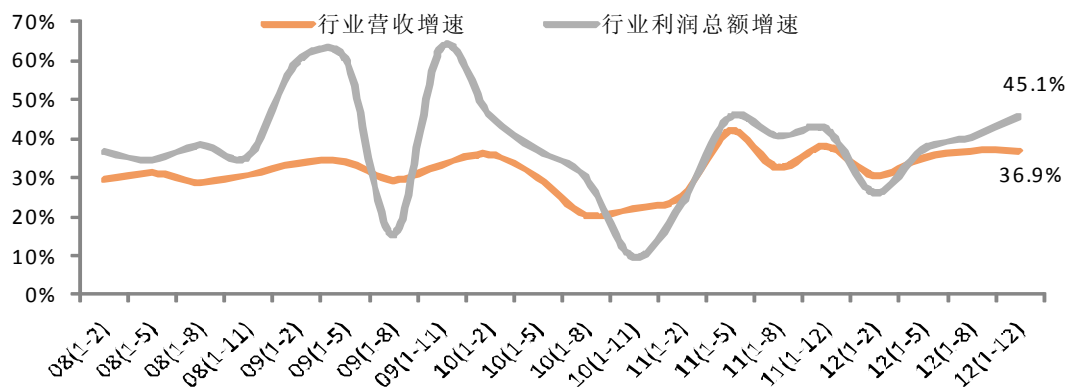
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 1Q13净利增长42%主要由收入增长贡献



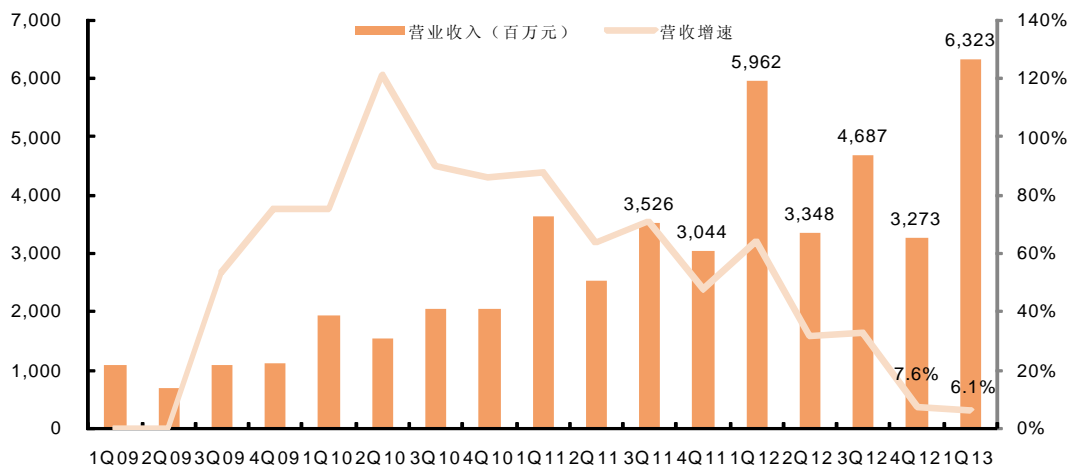
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 规模以上白酒企业12年营收、利润总额分别增长36.9%和45.1%



资料来源：WIND、平安证券研究所

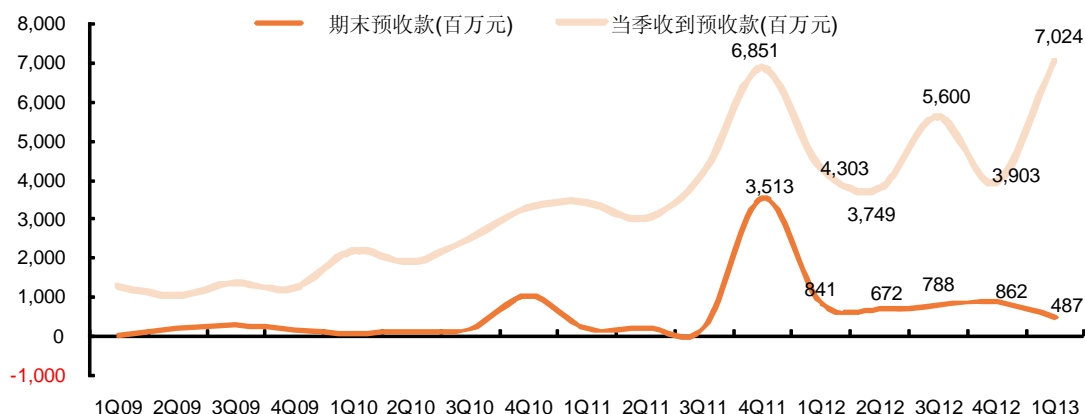
图表 7 1Q13营收增6.1%至63.2亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 8 1Q13末预收款较4Q12降约3.8亿，同比1Q12降约3.5亿

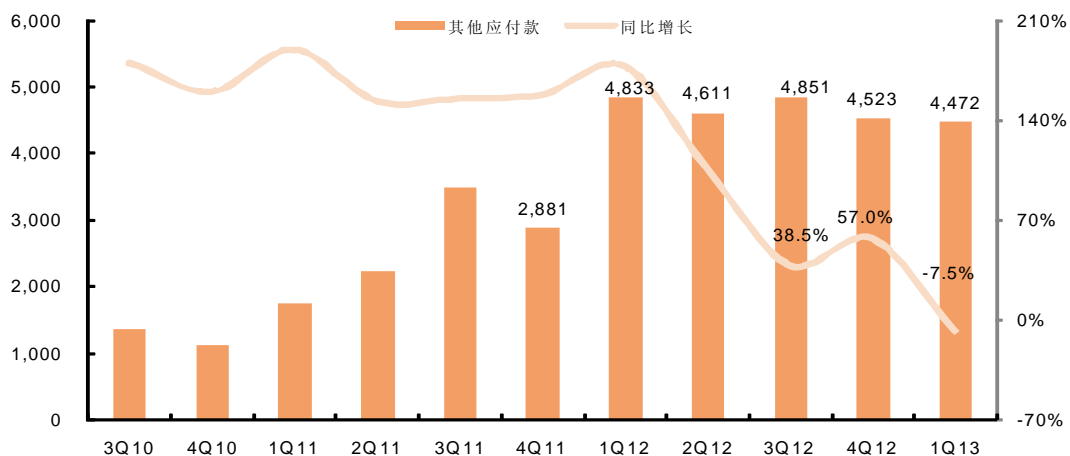
单位：百万元



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表 9 1Q13其他应付款仍有45亿元，同比降7%

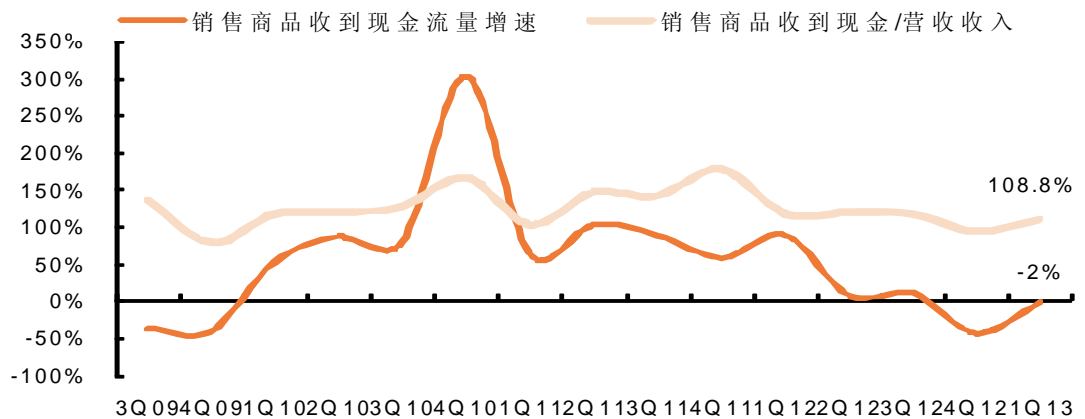
单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所、WIND

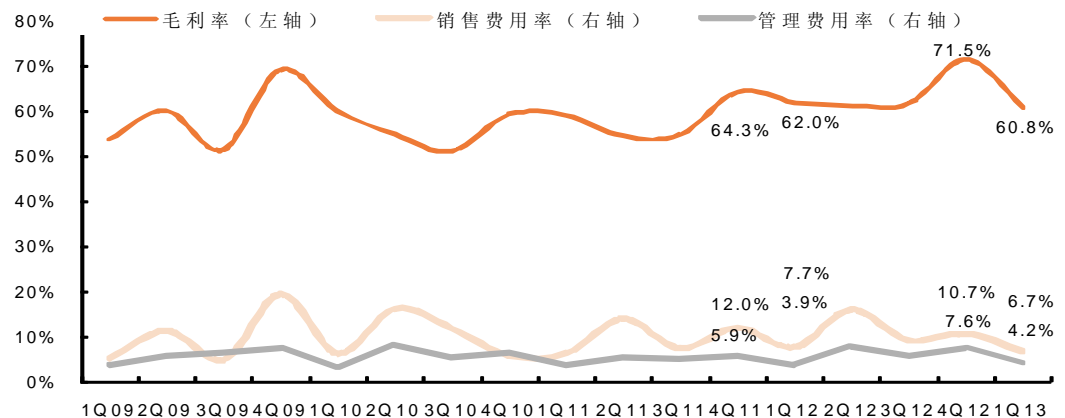
图表 10 1Q13销售商品收到现金流量增速骤降至-2%

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1Q13毛利率同比降1.2个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 12 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股票价格 (元) 4月22日	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
泸州老窖	25.30	3.13	3.42	3.76	8.1	7.4	6.7	推荐
五粮液	22.12	2.62	2.75	3.02	8.4	8.0	7.3	推荐
贵州茅台	173.71	12.82	15.08	16.82	13.6	11.5	10.3	推荐
沱牌舍得	18.94	1.10	1.12	1.36	17.3	16.9	13.9	推荐
山西汾酒	28.24	1.53	1.97	2.43	18.4	14.3	11.6	推荐
洋河股份	61.07	5.73	6.05	6.93	10.7	10.1	8.8	推荐
水井坊	14.43	0.69	0.62	0.51	20.9	23.4	28.3	中性
古井贡酒	25.38	1.67	1.86	2.19	15.2	13.7	11.6	推荐
酒鬼酒	22.12	1.51	0.74	0.87	14.6	30.1	25.4	中性
张裕 A	38.41	2.47	2.75	3.08	15.6	14.0	12.5	推荐
安琪酵母	16.13	0.74	0.85	1.05	21.9	19.0	15.4	推荐

股票名称	股票价格 (元) 4月22日	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
双汇发展	81.58	2.62	3.67	4.55	31.1	22.2	17.9	强烈推荐
大北农	22.51	0.84	0.95	1.36	26.7	23.7	16.6	推荐
伊利股份	30.89	0.97	1.23	1.57	31.8	25.1	19.7	推荐
贝因美	43.10	1.20	1.71	2.16	36.0	25.2	20.0	强烈推荐
燕京啤酒	5.85	0.33	0.38	0.43	17.7	15.4	13.6	中性
青岛啤酒	38.76	1.30	1.39	1.54	29.8	27.9	25.2	推荐
南方食品	14.10	0.10	0.33	0.58	135.6	42.7	24.3	强烈推荐
黑牛食品	8.56	0.18	0.20	0.24	48.7	42.8	35.7	中性
汤臣倍健	49.70	0.85	1.24	1.69	58.2	40.2	29.5	推荐
承德露露	21.70	0.55	0.80	0.96	39.2	27.1	22.7	推荐
好想你	16.05	0.68	0.72	0.89	23.6	22.3	18.0	推荐
均值					29.2	21.9	17.9	

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	2012A	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	12,741	17,270	18,766	20,766	净利润	4,137	6,152	6,534	7,486
YoY	67.2%	35.6%	8.7%	10.7%	折旧摊销	158	239	439	423
营业成本	5,329	6,294	7,148	7,875	营运资金投资	1,013	-752	250	164
毛利率	58.2%	63.6%	61.9%	62.1%	经营活动现金净流量	5,557	5,500	7,217	7,909
营业税金及附加	179	241	262	290	资本开支	-82	-105	-258	-490
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-4,859	-3,588	-258	-490
销售费用	1,209	1,775	1,864	1,957	债务融资	-23	-17	0	0
管理费用	661	1,020	969	921	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-157	-121	-151	-228	支付红利	-450	-1,350	-2,160	-2,294
投资净收益	12	135	75	75	融资活动现金净流量	-484	-1,351	-2,009	-2,066
营业利润	5,525	8,189	8,749	10,028	当年现金净流量	214	561	4,950	5,354
加：营业外收入	37	49	0	0					
减：营业外支出	31	22	0	0					
利润总额	5,531	8,215	8,749	10,028	资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
减：所得税	1,394	2,064	2,215	2,542	货币资金	7,098	7,659	12,609	17,962
净利润	4,137	6,152	6,534	7,486	应收款项	1,431	108	1,112	680
减：少数股东损益	116	-2	-3	-3	预付款项	571	292	548	484
归属母公司所有者净利	4,021	6,154	6,537	7,489	存货	3,793	5,923	5,907	6,959
YoY	82.4%	53.1%	6.2%	14.6%	其他流动资产	1,299	1,539	1,550	1,551
销售净利率	32.5%	35.6%	34.8%	36.0%	流动资产合计	14,192	15,521	21,726	27,637
EPS (当年股本)	4.47	5.70	6.05	6.93	长期股权投资	519	627	627	627
EPS (最新股本摊薄)	3.72	5.70	6.05	6.93	固定资产	2,570	5,043	4,894	4,942
					无形资产	790	1,511	1,484	1,497
					其他非流动资产	812	956	881	922
					非流动资产合计	4,692	8,137	7,886	7,988
					资产总计	18,883	23,658	29,613	35,625
					短期借款	0	0	0	0
					应付款项	753	1,121	1,141	1,330
					预收款项	3,513	862	2,252	1,764
					应付股利	0	0	2,294	2,629
					其他流动负债	4,415	6,701	6,871	7,991
					流动负债合计	8,680	8,683	12,558	13,714
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	294	264	264	264
					非流动负债合计	294	264	264	264
					负债合计	8,975	8,947	12,822	13,978
					归属母公司所有者权益	9,891	14,695	16,777	21,637
					其中：实收资本	900	1,080	1,080	1,080
					少数股东权益	18	16	13	10
					股东权益合计	9,909	14,711	16,790	21,648
					负债及股东权益总计	18,883	23,658	29,613	35,625

重要指标速览	2011A	2012A	2013E	2014E
估值				
PE(P=61.07)	13.7	10.7	10.1	8.8
PEG	0.6	0.8	0.6	0.5
PB	5.6	4.5	3.9	3.0
PS	4.3	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	9.8	7.9	7.2	6.4
股息收益率	2.5%	3.3%	3.5%	4.0%
经营回报率				
ROE	47.8%	50.1%	41.5%	39.0%
ROA	26.4%	28.2%	24.0%	22.4%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	47.5%	37.8%	43.3%	39.2%
速动比率	1.2	1.1	1.3	1.5
运营效率				
存货周转率	1.9	1.3	1.2	1.2
流动资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.6
固定资产周转率	6.7	4.5	3.8	4.2

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）

分析师声明及风险提示：

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。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 2013 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