

## 洋河股份 (002304)

## 公司有能力平稳渡过调整期

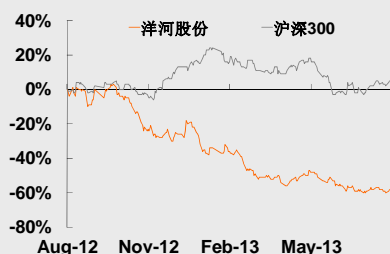
## 推荐 (维持)

现价: 49.89 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)	864
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	538.81
流通 A 股市值(亿元)	431.06
每股净资产(元)	14.61
资产负债率(%)	38.3

## 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  
0755-22 624571  
tangweiliang978@pasc.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8月28日发布中报。1H13实现营收94亿元, 同比增长1.1%, 归属母公司股东净利32.9亿元, 同比增长2.8%, 每股收益3.04元。2Q13营收和净利分别为30.9亿元和9.28亿元, 同比分别下降7.5%、3.5%, 每股收益0.86元。公司预计1-9月净利增幅为下降10%至增长10%。

## 平安观点:

- **中报略低于预期。**2Q13 营收同比降 7.5%和净利降 3.5%, 低于我们此前预计的营收增 5%, 净利降 0.6%, 主要是新品红酒和洋河老字号表现弱于预期。
- **高档受损拖累白酒增长, 省外压力更大。**考虑新产品洋河老字号及柔和双沟的影响, 我们估计 1H13 洋河白酒老产品营收降幅可能达 5%-10%, 高档产品梦之蓝降幅可能超两位数, 中档产品天之蓝和海之蓝可能持平。2Q13, 公司销售商品收到现金同比降 40%, 其他应付款同比降 19%, 估计当季白酒实际下降幅度较中报更大。1H13, 洋河省外同比降 5%, 省内同比增 2.5%, 这可能表明梦之蓝在省外的品牌力和天、海在省外的渠道方面面临更大挑战。
- **红酒仅是尝试, 白酒调整压力大。**1H13 公司红酒营收仅 1.74 亿元, 与年初市场预计的达到 10 亿级规模相差甚远, 但毛利率高达 75%表明进口红酒的确利润空间大, 好操作。公司当前重点仍是调整白酒业务, 包括产品结构上更注重中低档, 客户方面从以政府为龙头转向加强对企业客户重视度, 传统品鉴会主导的营销模式也相应改变。洋河虽是中国管理能力最强的白酒企业之一, 但行业环境骤变, 且调整涉及到核心客户、整体营销模式等的变化, 压力大。
- **公司有能力平稳渡过调整期, 维持“推荐”评级。**我们下调洋河 13-14 年营收增速假设至-1.4%和 1.9%, EPS 预测值分别下调 12%、22%至 5.32 元、5.42 元, 同比降 6.7%和增 1.9%, 动态 PE 为 9.4、9.2 倍。行业下行导致洋河渠道深度全国化、产品高端化战略被打乱, 品鉴驱动的团购营销模式被动调整, 但作为国内管理最好的白酒企业之一, 又坐拥江苏省这一最好的白酒基地市场, 洋河有能力平稳渡过调整期。当前股价下行已基本反映业绩不达预期影响, 维持“推荐”评级。
- **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。

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
主营收入(百万元)	7,619	12,741	17,270	17,023	17,350
YoY(%)	90.4	67.2	35.6	-1.4	1.9
净利润(百万元)	2,205	4,021	6,154	5,741	5,851
YoY(%)	75.9	82.4	53.1	-6.7	1.9
毛利率(%)	56.3	58.2	63.6	60.0	59.8
净利率(%)	28.9	31.6	35.6	33.7	33.7
ROE(%)	31.9	40.7	41.9	37.1	32.2
EPS(摊薄/元)	2.04	3.72	5.70	5.32	5.42
P/E(倍)	24.4	13.4	8.8	9.4	9.2
P/B(倍)	7.8	5.4	3.7	3.3	2.7

图表 1 中报快读: 2Q13营收降7.8%, 净利降3.5%, 略低于我们预期

单位: 百万元, 元/股

	2Q12	2Q13	QoQ	1H12	1H13	YoY	
营业收入	3,348	3,088	-7.8%	9,310	9,410	1.1%	估计梦之蓝降幅超两位数;天之蓝和海之蓝基本持平。
营业成本	1,298	1,196	-7.8%	3,566	3,676	3.1%	
毛利率	61.2%	61.3%	0.0%	61.7%	60.9%	-0.8%	
毛利	2,051	1,891	-7.8%	5,744	5,734	-0.2%	
营业税金及附加	42	30	-29.9%	153	125	-18.4%	
销售费用	536	381	-28.9%	994	806	-18.9%	加强人员费用管控等, 广告支出下降
管理费用	264	235	-11.0%	495	498	0.7%	
财务费用	-13	-16	-20.2%	-50	-68	-35.8%	存款利息收入增加
资产减值损失	2	2	-36.1%	6	4	-20.4%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	36	15	-57.3%	58	45	-22.0%	购买理财产品获益减少
营业利润	1,254	1,275	1.6%	4,205	4,414	5.0%	
营业利润率	37.5%	41.3%	3.8%	45.2%	46.9%	1.7%	
营业外收入	34	5	-85.8%	37	9	-76.2%	违约金收入减少
营业外支出	2	11	504.5%	4	11	217.5%	
利润总额	1,287	1,269	-1.4%	4,239	4,412	4.1%	
所得税	327	340	4.1%	1,067	1,127	5.7%	
所得税率	26.8%	27.0%	0.2%	25.7%	25.8%	0.1%	税率基本正常
少数股东权益	-2	-0	91.4%	-2	-0	92.4%	
归属于母公司净利润	962	928	-3.5%	3,174	3,285	3.5%	
净利率	28.7%	30.1%	1.4%	34.1%	34.9%	0.8%	
EPS	0.89	0.86	-3.5%	2.94	3.04	3.5%	2Q13略低于我们预期的降0.6%

资料来源: 公司公告、平安证券研究所、Wind

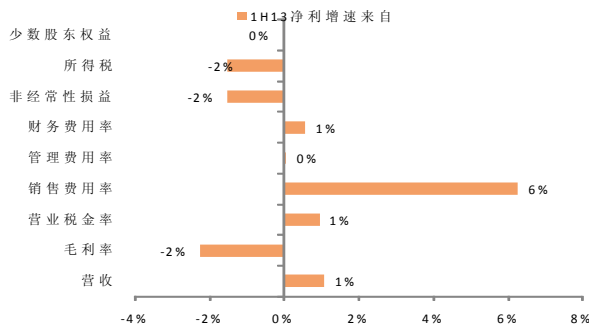
图表 2 1H13白酒营收降2%, 新品类红酒实现营收1.74亿元

单位: 百万元

	1H2011	2H2011	1H2012	2H2012	1H2013	备注
白酒	6,112	6,467	9,218	7,960	9,036	
同比增长率	76.6%	58.3%	50.8%	23.1%	-2.0%	扣除新品洋河老字号、柔和双沟, 估计白酒同比降幅更大。
毛利率	57.5%	59.9%	62.2%	65.5%	61.8%	
同比变化	-0.5%	4.1%	4.7%	5.6%	-0.4%	
红酒					174	
同比增长率						
毛利率					74.6%	
同比变化						

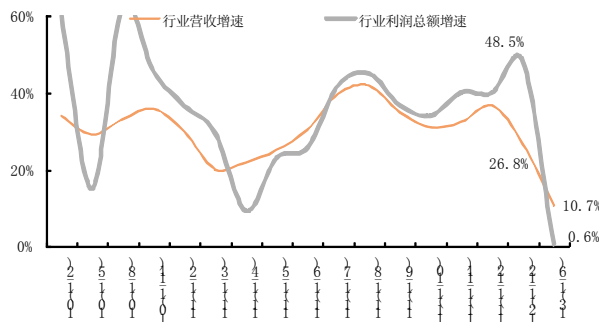
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表 3 1H13销售费用率下降对利润贡献大



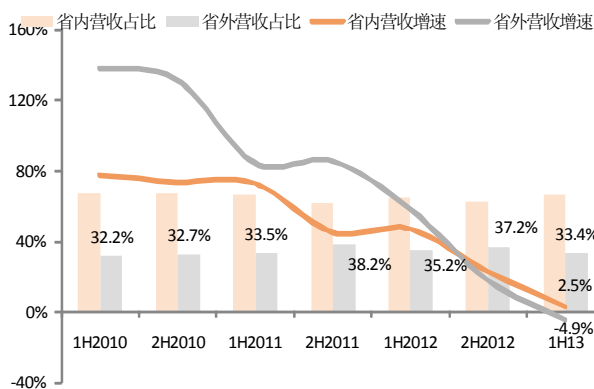
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 4 白酒行业1H13营收、利润增10.7%和0.6%



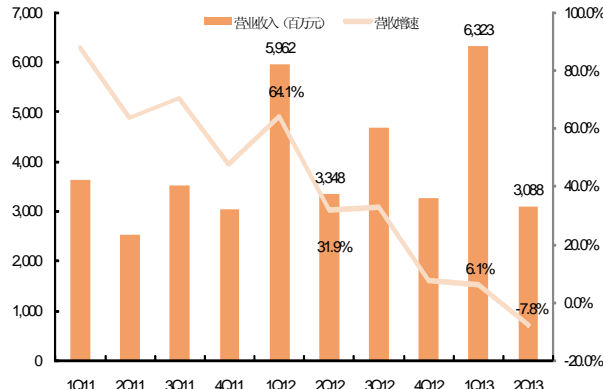
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 5 1H13省外营收同比降4.9%, 省内增2.5%



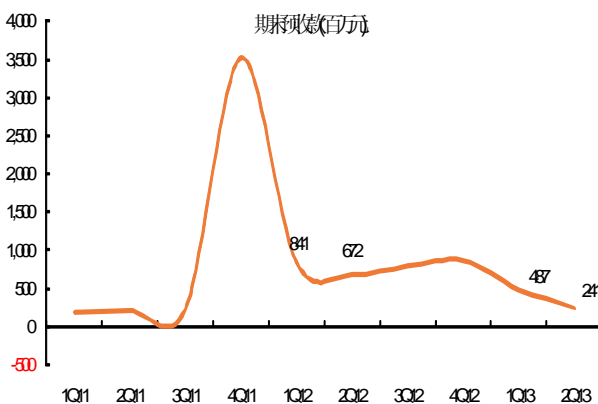
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 6 2Q13营收降7.8%至30.1亿元



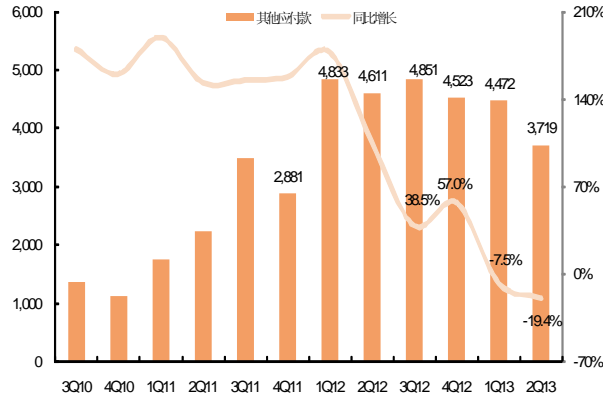
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 7 2Q13末预收款较1Q13降约2.5亿



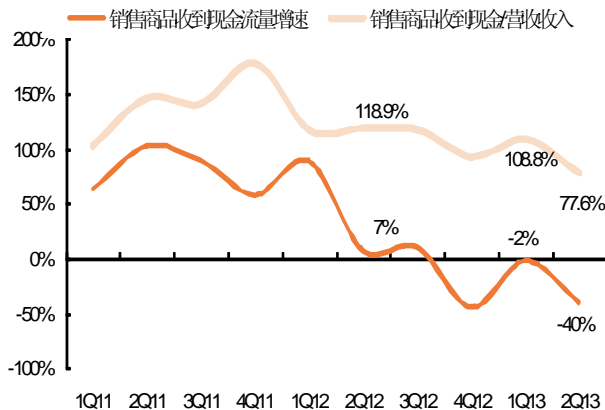
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 8 2Q13其他应付款仍有37亿元, 同比降19%



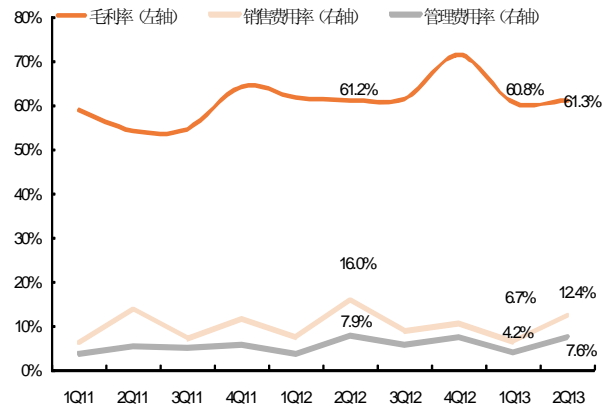
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 9 2Q13销售商品收到现金流量骤降40%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 10 2Q13毛利率稳定, 费用率同比降3.6pct



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表 11 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
	08月21日	12A	13E	14E	12A	13E	14E		
泸州老窖	22.80	3.13	3.31	3.50	7.3	6.9	6.5	推荐	
青青稞酒	21.36	0.67	0.84	1.07	31.9	25.6	19.9	推荐	
五粮液	19.60	2.62	2.57	2.78	7.5	7.6	7.1	推荐	
贵州茅台	169.90	12.82	13.92	14.04	13.3	12.2	12.1	推荐	
沱牌舍得	17.34	1.10	0.69	0.85	15.8	25.2	20.5	中性	
山西汾酒	22.41	1.53	1.67	1.97	14.6	13.4	11.4	推荐	
洋河股份	49.89	5.70	5.32	5.42	8.8	9.4	9.2	推荐	
古井贡酒	22.15	1.44	1.55	1.81	15.4	14.3	12.3	推荐	
酒鬼酒	17.10	1.52	0.74	0.87	11.2	23.2	19.7	中性	
张裕A	32.08	2.48	2.46	2.67	12.9	13.0	12.0	中性	
安琪酵母	16.16	0.74	0.64	0.85	21.9	25.1	19.0	推荐	
双汇发展	37.33	1.31	1.74	2.06	28.5	21.5	18.1	强烈推荐	
大北农	11.90	0.42	0.47	0.67	28.3	25.3	17.8	强烈推荐	
贝因美	34.43	0.80	1.20	1.67	43.2	28.7	20.7	强烈推荐	
伊利股份	34.90	0.84	1.13	1.51	41.5	30.9	23.1	强烈推荐	
青岛啤酒	40.14	1.30	1.63	1.54	30.8	24.6	26.1	推荐	
南方食品	11.66	0.08	0.20	0.37	154.4	58.1	31.8	推荐	
古越龙山	11.50	0.30	0.25	0.31	38.3	45.9	36.5	推荐	
均值					29.2	22.8	18.0		

资料来源: 平安证券研究所、WIND

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	17,023	17,350	净利润	4,137	6,152	5,739	5,848
YoY	67.2%	35.6%	-1.4%	1.9%	折旧摊销	158	239	439	574
营业成本	5,329	6,294	6,816	6,977	营运资金投资	1,013	-752	-1,222	535
毛利率	58.2%	63.6%	60.0%	59.8%	经营活动现金净流量	5,557	5,500	4,894	6,786
营业税金及附加	179	241	204	208	资本开支	-82	-98	-2,105	-1,265
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-4,859	-3,588	-2,105	-1,265
销售费用	1,209	1,775	1,597	1,628	债务融资	-23	-17	0	0
管理费用	661	1,020	918	936	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-157	-121	-120	-153	支付红利	-450	-1,350	-2,160	-2,015
投资净收益	12	135	75	75	融资活动现金净流量	-484	-1,351	-2,040	-1,862
营业利润	5,525	8,189	7,681	7,828	当年现金净流量	214	561	749	3,659
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	7,681	7,828	资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
减: 所得税	1,394	2,064	1,942	1,980	货币资金	7,098	7,659	8,408	12,066
净利润	4,137	6,152	5,739	5,848	应收款项	1,431	108	1,009	568
减: 少数股东损益	116	-2	-2	-2	预付款项	571	292	523	429
归属母公司所有者净利	4,021	6,154	5,741	5,851	存货	3,793	5,923	5,633	6,166
YoY	82.4%	53.1%	-6.7%	1.9%	其他流动资产	1,299	1,539	1,545	1,543
销售净利率	32.5%	35.6%	33.7%	33.7%	流动资产合计	14,192	15,521	17,118	20,773
EPS (当年股本)	4.47	5.70	5.32	5.42	长期股权投资	519	627	627	627
EPS (最新股本摊薄)	3.72	5.70	5.32	5.42	固定资产	2,570	5,043	6,576	7,175
					无形资产	790	1,511	1,614	1,719
					其他非流动资产	812	956	916	938
					非流动资产合计	4,692	8,137	9,733	10,459
					资产总计	18,883	23,658	26,851	31,232
					短期借款	0	0	0	0
					应付款项	753	1,121	1,088	1,178
					预收款项	3,513	862	851	867
					应付股利	0	0	2,015	2,053
					其他流动负债	4,415	6,701	6,357	6,800
					流动负债合计	8,680	8,683	10,312	10,898
					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	10,576	11,162
					归属母公司所有者权益	9,891	14,695	16,261	20,058
					其中: 实收资本	900	1,080	1,080	1,080
					少数股东权益	18	16	13	11
					股东权益合计	9,909	14,711	16,275	20,069
					负债及股东权益总计	18,883	23,658	26,851	31,232

重要指标速览	2011A	2012A	2013E	2014E
估值				
PE(P=49.89)	11.2	8.8	9.4	9.2
PEG	0.8	4.4	1.0	0.7
PB	4.5	3.7	3.3	2.7
PS	3.5	3.1	3.1	3.1
EV/EBITDA	8.0	6.4	6.7	6.5
股息收益率	3.0%	4.0%	3.7%	3.8%
经营回报率				
ROE	47.8%	50.1%	37.1%	32.2%
ROA	26.4%	28.2%	22.3%	19.7%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	47.5%	37.8%	39.4%	35.7%
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.3
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	2.9	2.5

## 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±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±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 2013 版权所有。保留一切权利。



## 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