

2013年9月12日

公司研究

评级: 买入

研究所

 证券分析师: 余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

 证券分析师: 崔励 S0350513060001  
0771-5539092 cuil01@ghzq.com.cn

## 公司营销能力强, 省外仍有增长空间

### ——洋河股份调研简报

#### 事件:

洋河股份(002304)调研: 我们近期前往洋河股份调研, 就政府三公消费政策走向、行业发展方向、公司业绩变化原因和未来发展规划等多方面要素, 与公司高管进行了深入交流。现形成调研简报如下:

#### 投资要点:

### 1、三公消费限制是长期趋势, 但行业发展大方向还是看好

本届政府上台后反腐决心很大, 重提党的三大法宝: 密切联系群众, 实事求是, 批评与自我批评。政府为了消除民间不满, 稳定民心, 反腐就首当其冲。从反腐趋势来看, 应该是长效机制, 但政府全面禁酒不现实, 而是标准降低、频率降低。

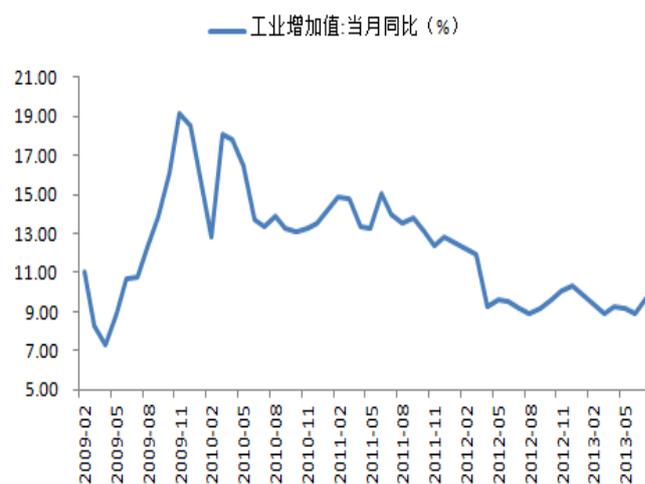
最近中国轻工业在常熟开了峰会。大家认为白酒行业总的大方向还是看好。白酒行业和国家经济关联度很大, 只要中国的经济总体上是向上走的, 消费就一定会起来, 白酒行业前景还是乐观的。

图 1、我国 GDP 增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 2、工业增加值增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

## 2、上半年公司业绩增速放缓既有外部因素，也有内部因素

受宏观大环境影响，高档梦系列有一定程度下滑，但中档海之蓝系列、老名酒系列、柔和双沟都有增长；分区域来看，上半年省内同比增长 2.6%，省外下降 5%；从各省情况来看，表现不均衡，原基数大的省份增长放缓或有一定程度下滑，基数小的省份有较大程度增长。

上半年公司业绩出现增速放缓，除了有外部大环境不好的原因之外，也有公司内部管理上的因素。公司自身的原因是当大环境发生很大变化时，在营销人员观点转变和经销商转型调整等方面有些工作没有衔接好。公司目前已经意识到这些问题，并在采取行动。营销一直是洋河的优势，相信三季度以后会有积极的改善。

## 3、省外市场仍有增长空间，天之蓝今后将重点推广

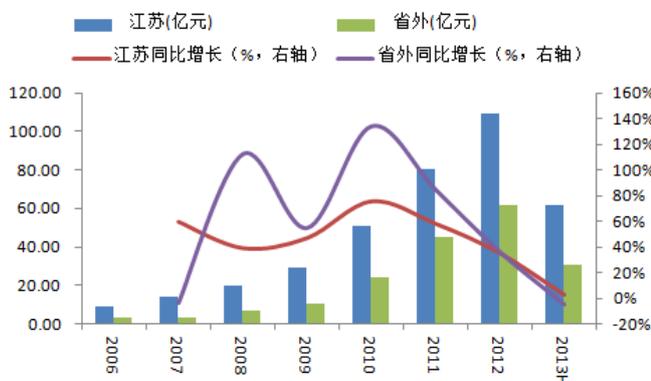
目前洋河已布局全国，全国 34 个省（区市）除台湾之外都已覆盖，地级市 333 个行政区都有覆盖，县级行政区 80% 多覆盖，去年是 70% 多。

从未来业绩增长来看，省内仍能保持一定的增长，这主要取决于江苏市场人口多、人口基数大，经济和消费能力高。人口大的好处在于每年都有一部分年轻人成为酒龄人，特别是随着城镇化推进后饮用白酒的人群会更为增多。此外，江苏省经济发展领先全国，省政府提出两个率先，率先实现现代化和率先奔小康，2015 年目标就要实现人均收入翻一番，而全国的目标是到 2020 年人均收入实现翻一番。

省外市场仍然有增长潜力，目前省外销售规模最大的是河南，其次是山东，第三是安徽，第四是上海。省外很多市场虽然都已覆盖到位，但仍需要进一步做深做扎实。对一些经济不发达的省份，基数小，空间更大，如西藏、青海等。目前在省外的销售占比不到 35%，未来随着全国化步伐的加快，这一比例有望上升。

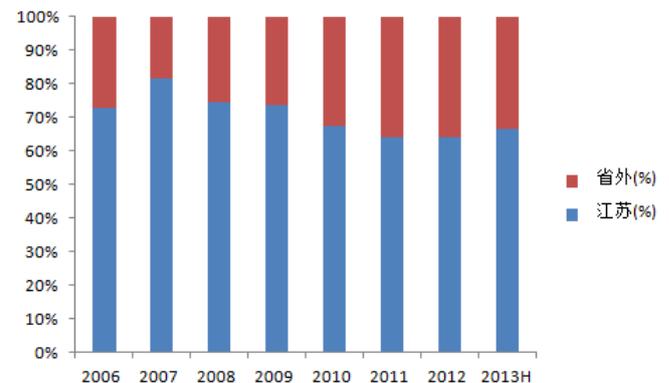
从产品运作情况来看，洋河的单品牌运作能力还是很强的，梦之蓝销售收入在两年前就超过了部分竞品。未来公司重点是打造天之蓝，把天之蓝作为全国性品牌来打造。

图 3、省内省外营业收入变化情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、省内省外营业收入构成情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

## 4、梨花村酒业部分品牌已经面市，未来会考虑继续收购合适项目

公司收购的梨花村酒业，部分品牌已经投放市场，目前市场走势较好。主业规模化是公司不变的战略，未来只要有合适的项目，公司仍会积极关注。

## 5、对电子商务的看法

电商是大的趋势，是现有模式的补充，但是对产品有要求，价格要不贵，一般是日用品，肉眼能识别质量。酒如果是高档产品在电商上如何让消费者认知？还有一个问题是价格如何线上和线下统一。电商之后全国统一价，还要再深入思考。公司对电商已经开始研究，但可能以后的趋势是官网自建。

## 6、盈利预测与投资建议

我们认为公司全国化布局已落实，后继跟进轻车熟路，市场投入将逐见成果；公司营销和管理变革能力强，始终走在行业前沿，以管理见成效；市场开拓除部分省份相对成熟，但大部分省份仍有很大增长潜力；公司产品结构简单，有利于加强消费者认知。下半年，我们认为公司业绩三季报见底后，四季度将逐步改善，2014年在新的基数上应该能继续保持平稳增长，建议投资者在三季报后积极关注。我们预测公司 2013/13/14 年 EPS 分别为 4.96/5.85/6.83 元，对于当前股价 PE 分别为 9.83/8.33/7.14，维持公司“买入”评级。

## 7、风险提示

宏观经济形势继续恶化。

表 1、洋河股份盈利预测

证券代码:	002304.SZ				股票价格:	48.73	投资评级:	增持		日期:	2013/9/12
<b>财务指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	42%	33%	34%	34%	EPS	5.70	4.96	5.85	6.83		
毛利率	64%	61%	61%	62%	BVPS	13.61	15.09	17.14	20.21		
期间费率	17%	25%	22%	21%	<b>估值</b>						
销售净利率	36%	33%	34%	35%	P/E	8.55	9.83	8.33	7.14		
<b>成长能力</b>					P/B	3.58	3.23	2.84	2.41		
收入增长率	36%	-5%	13%	15%	P/S	3.05	3.21	2.84	2.47		
利润增长率	53%	-13%	18%	17%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
总资产周转率	0.73	0.65	0.67	0.68	营业收入	17270	16407	18540	21321		
应收账款周转率	117.36	117.36	117.36	117.36	营业成本	6294	6473	7221	8181		
存货周转率	1.06	1.06	1.06	1.06	营业税金及附加	241	229	259	298		
<b>偿债能力</b>					销售费用	1775	1720	1966	2261		
资产负债率	38%	35%	33%	30%	管理费用	1020	916	1005	1156		
流动比	1.79	2.01	2.26	2.62	财务费用	(121)	(44)	(312)	(385)		
速动比	1.11	1.30	1.50	1.79	其他费用/( -收入)	128	0	0	0		
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	营业利润	8189	7113	8400	9810		
现金及现金等价物	7659	10846	12969	15990	营业外净收支	27	32	32	32		
应收款项	147	140	158	182	利润总额	8215	7145	8432	9842		
存货净额	5923	6091	6796	7699	所得税费用	2064	1795	2118	2472		
其他流动资产	1792	1777	1813	1860	净利润	6152	5350	6314	7370		
流动资产合计	15521	17354	20235	24230	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)		
固定资产	3123	2860	2624	2412	归属于母公司净利润	6154	5352	6317	7373		
在建工程	1921	1921	1921	1921	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
无形资产及其他	1511	1511	1360	1209	经营活动现金流	5500	5654	6276	7108		
长期股权投资	627	627	627	627	净利润	6152	5350	6314	7370		
资产总计	23658	25229	27723	31354	少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(3)		
短期借款	0	(21)	(21)	(21)	折旧摊销	236	463	437	398		
应付款项	1121	1152	1332	1510	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	862	818	925	1064	营运资金变动	(886)	(157)	(473)	(657)		
其他流动负债	6701	6701	6701	6701	投资活动现金流	(3588)	262	236	212		
流动负债合计	8683	8651	8936	9253	资本支出	(2473)	262	236	212		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(109)	0	0	0		
其他长期负债	264	264	264	264	其他	(1006)	0	0	0		
长期负债合计	264	264	264	264	筹资活动现金流	1276	(3767)	(4106)	(4055)		
负债合计	8947	8915	9201	9517	债务融资	(0)	(21)	0	0		
股本	1080	1080	1080	1080	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	14711	16314	18522	21837	其它	1276	(3746)	(4106)	(4055)		
负债和股东权益总计	23658	25229	27723	31354	现金净增加额	3188	2149	2406	3266		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

余春生、崔励，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn