

## 洋河股份 (002304)

## 中盘趋稳，后势难定

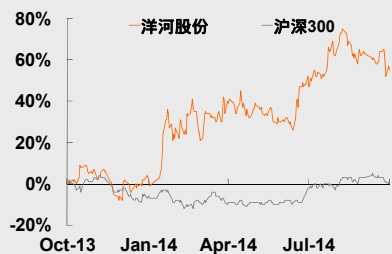
中性(维持)

现价：60.66 元

## 主要数据

行业	平安食品饮料
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)	1,076
流通 A 股(百万股)	869
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	652.96
流通 A 股市值(亿元)	533.36
每股净资产(元)	16.79
资产负债率(%)	34.2

## 行情走势图



## 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

## 研究助理

## 张宇光

一般从业资格编号1060113090015  
zhangyuguang467@pasc.com.cn

## 王俏怡

一般从业资格编号S1060113110013  
wangqiaoyi597@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。

## 投资要点

事项：洋河股份10月30日发布三季报。

平安观点：

■ **三季报略高于我们预期。**1-3Q14 实现营收、净利 123 亿元、39.8 亿元，同比-5.73%、-11.5%，EPS3.7 元。3Q14 实现营收、净利 36.5 亿元、11.3 亿元，同比+0.26%、-7%。3Q14 营收持平好于我们预期的同比-5%，净利同比-7%好于我们预期的-15%，但应均低于市场预期。公司预计全年净利同比增幅为-15%至 0%。

■ **估计高档梦、天系列降幅有所收窄，海之蓝及以下新品可能表现更好一些。**我们估计，3Q14 公司中高端产品梦之蓝、天之蓝应该延续了 1H14 下滑势头，估计下滑幅度可能有所收窄，原因可能一方面 3Q13 基数渐低，另一方面公司营销维稳开拓得力尤其是省内形势应会更好一些。由于天之蓝对应零售价 300-400 元价格带和海之蓝对应 100-200 元价格带在江苏及全国市场需求下滑幅度显著小于高档白酒，洋河充分发挥精细化管理优势，在竞争对手溃败之机实质上提升了市场份额。加之洋河 14 年加大了海之蓝以下价位新品开发，两方面均应是营收增速趋稳的主要原因。

■ **中盘趋稳，后势难定。**大酒厂中，洋河单季营收降幅逐步收窄，至 3Q14 基本持平。得力措施包括：13 年初就调整营销重心，产品上往低价位海之蓝倾斜，力推更低价格的新品，渠道上向商务倾斜，并明确细化具体操作措施；2H13 及时下调对经销商和销售人员考核任务，稳定了队伍；1H14 及时上调了主力产品渠道利润率，稳固了渠道。行业剧烈调整之时，洋河作为一家体量庞大中高档白酒企业，如此之快企稳充分展现了管理的优势和作用。但白酒行业调整刚棋至中盘，尤其是 100-500 元零售价这一区间竞争可能加速恶化，难以缓和。13、14 年几乎被打倒的巨头如五粮液、老窖、汾酒、酒鬼等必然反扑，郎酒、剑南春、今世缘等企稳后也会发力抢市场，行业仍极不稳定。洋河主力产品天之蓝、海之蓝竞争环境将恶化而不是改善，后势能否稳中有升实难有定论。

■ **耐心等待行业调整完成，维持“中性”评级。**我们维持原有业绩预测，预计 14-16 年 EPS 为 4.22、4.73、5.30 元，同比-9%、+12%、+12%，动态 PE 为 14、13、11 倍。维持“中性”评级，建议耐心等待中高档白酒行业调整完成。

■ **风险提示：**竞争激烈导致洋河主导产品生命周期缩短。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	17,270	15,024	14,596	15,874	17,385
YoY(%)	35.6	-13.0	-2.8	8.8	9.5
净利润(百万元)	6,154	5,002	4,538	5,090	5,703
YoY(%)	53.1	-18.7	-9.3	12.2	12.0
毛利率(%)	63.6	60.4	59.7	60.5	60.8
净利率(%)	35.6	33.3	31.1	32.1	32.8
ROE(%)	41.9	31.2	25.9	26.7	26.0
EPS(摊薄/元)	5.72	4.65	4.22	4.73	5.30
P/E(倍)	10.6	13.1	14.4	12.8	11.4
P/B(倍)	4.4	3.8	3.7	3.2	2.8

图表 1 三季报快读：3Q14营收同比+0.3%，净利-7%，略超我们预期，但应低于市场预期 单位：百万元，元/股

	3Q13	3Q14	QoQ	1-3Q13	1-3Q14	同比	
营业收入	3,643	3,652	0.3%	13,053	12,305	-5.7%	3Q14 梦、天估计仍延续下滑
营业成本	1,384	1,373	-0.8%	5,060	4,781	-5.5%	势头，海及以下产品仍有增长
毛利率	62.0%	62.4%	0.4%	61.2%	61.1%	-0.1%	
毛利	2,259	2,279	0.9%	7,993	7,525	-5.9%	
营业税金及附加	44	59	34.5%	169	171	1.2%	
销售费用	417	387	-7.1%	1,222	1,179	-3.6%	加强费用管控
管理费用	248	336	35.5%	746	998	33.7%	人员工资、折旧增长快
财务费用	-44	-42	5.2%	-112	-160	-42.2%	利息收入增加
资产减值损失	-4	-1	86.3%	1	3	406.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	6	3	-47.0%	51	15	-71.0%	
营业利润	1,604	1,543	-3.8%	6,018	5,349	-11.1%	
营业利润率	44.0%	42.2%	-1.8%	46.1%	43.5%	-2.6%	
营业外收入	20	4	-81.3%	29	13	-54.5%	
营业外支出	11	1	-89.7%	22	9	-60.8%	
利润总额	1,613	1,545	-4.2%	6,025	5,353	-11.2%	
所得税	400	417	4.2%	1,527	1,370	-10.3%	
所得税率	25.0%	27.1%	2.0%	25.6%	25.7%	0.1%	税率基本正常
少数股东权益	0	0	-43.6%	0	0	531.3%	
归属于母公司净利润	1,212.67	1,128.26	-7.0%	4,497.58	3,982.74	-11.4%	
净利率	33.3%	30.9%	-2.4%	34.5%	32.4%	-2.1%	
EPS	1.13	1.05	-7.0%	4.18	3.70	-11.4%	3Q14EPS略超我们预期

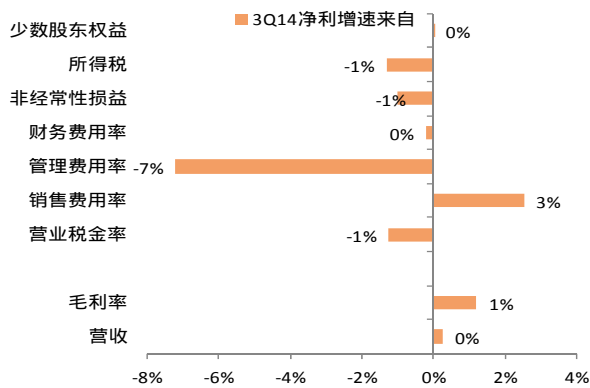
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 1H14白酒营收降7.8%，红酒实现营收2.08亿元 单位：百万元

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	备注
白酒	9,218	7,960	9,036	5,411	8331	2H13 清库存拖累营收，扣除新品洋河老字号、柔和双沟，估计白酒同比降幅更大。
同比增长率	50.8%	23.1%	-2.0%	-32.0%	-7.8%	
毛利率	62.2%	65.5%	61.8%	60.5%	61.0%	
同比变化	4.7%	5.6%	-0.4%	-4.9%	-0.7%	
红酒			174	71	208	
同比增长率					19.8%	
毛利率			74.6%	86.8%	70.2%	
同比变化					-4.4%	

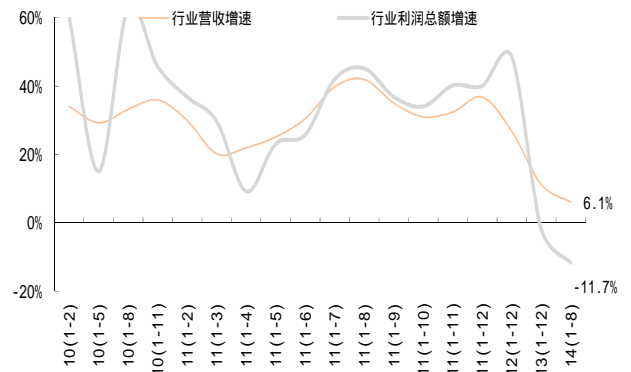
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 3Q14净利下降缘于管理费用率上升



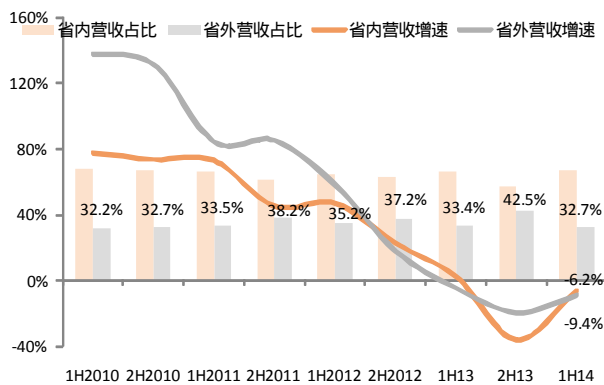
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 白酒行业1-8月营收、利润+6.1%、-11.7%



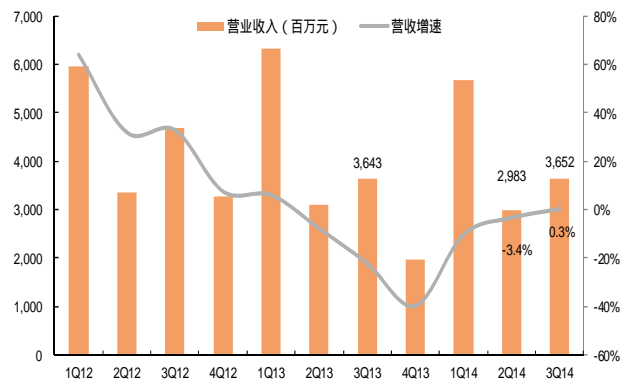
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 1H14省外营收同比降9.4%，省内降6.2%



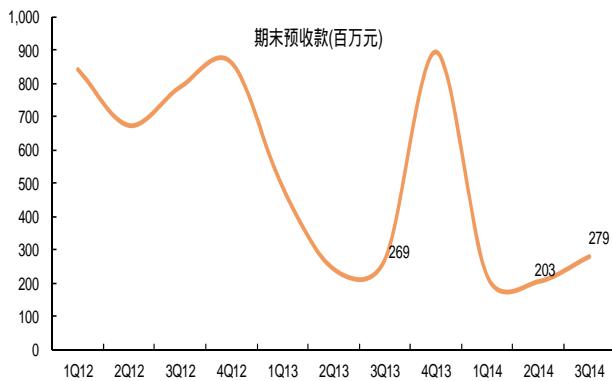
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 3Q14营收增0.3%至36.5亿元



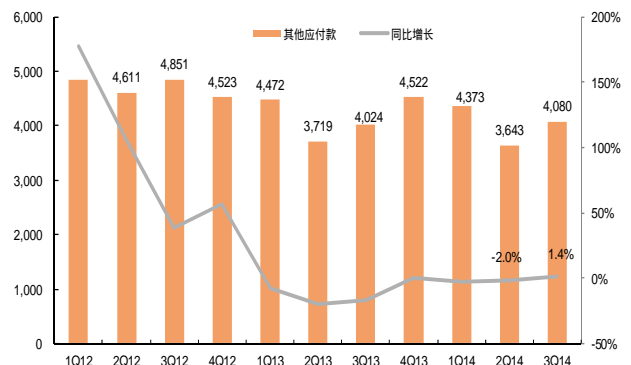
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 7 3Q14末预收款升至2.8亿



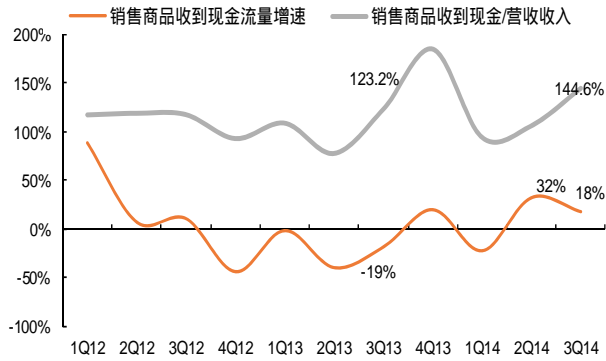
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 8 3Q14其他应付款41亿元，同比增1.4%



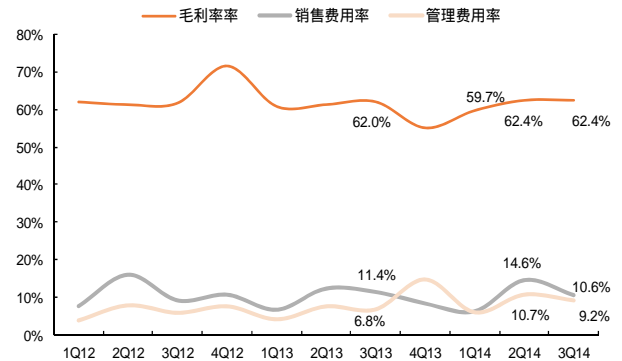
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 9 3Q14销售商品收到现金流量同比+18%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 10 3Q14毛利率同比+0.4pct



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	EPS 最新调整 2014E
	10月28日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E		
贵州茅台	158.30	11.65	13.25	12.96	13.68	13.6	11.9	12.2	11.6	推荐	
五粮液	17.38	2.62	2.10	1.64	1.72	6.6	8.3	10.6	10.1	中性	↓(7%)10月28日
洋河股份	60.66	5.72	4.65	4.22	4.73	10.6	13.1	14.4	12.8	中性	
泸州老窖	16.56	3.13	2.45	1.16	1.17	5.3	6.8	14.3	14.2	中性	↓(19%)10月22日
青青稞酒	17.49	0.67	0.83	0.73	0.81	26.1	21.1	23.9	21.7	中性	
山西汾酒	16.55	1.53	1.11	0.40	0.47	10.8	14.9	40.9	35.2	中性	↓(15%)10月26日
顺鑫农业	17.47	0.22	0.35	0.69	0.87	79.2	50.4	25.3	20.0	推荐	↓(6%)9月26日
古井贡酒	23.88	1.44	1.24	1.22	1.38	16.6	19.3	19.5	17.3	中性	
张裕 A	29.83	2.48	1.53	1.45	1.47	12.0	19.5	20.6	20.3	中性	↑(7%)10月13日
青岛啤酒	38.54	1.30	1.46	1.52	1.70	29.6	26.4	25.4	22.7	推荐	↓(5%)10月12日
海天味业	37.53	0.81	1.07	1.36	1.66	46.5	35.0	27.6	22.7	强烈推荐	
中炬高新	10.39	0.16	0.27	0.36	0.47	65.8	38.9	28.7	22.1	推荐	↓(8%)10月23日
伊利股份	23.86	0.56	1.04	1.30	1.61	42.6	22.9	18.3	14.8	强烈推荐	
贝因美	16.16	0.50	0.71	0.35	0.46	32.4	22.9	46.3	35.3	中性	
南方食品	16.53	0.08	0.17	0.30	0.55	218.9	98.8	54.4	29.9	推荐	↓(11%)10月24日
安琪酵母	18.49	0.74	0.44	0.50	0.84	25.1	41.6	37.1	21.9	强烈推荐	↓(9%)10月12日
双汇发展	28.85	1.31	1.75	1.81	1.87	22.0	16.5	16.0	15.4	中性	↓(14%)10月24日
大北农	13.18	0.41	0.47	0.55	0.92	32.0	28.1	24.0	14.3	强烈推荐	↓(8%)10月27日
均值						38.7	27.6	25.5	20.1		

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)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	15,024	14,596	15,874	17,385
YoY	-13.0%	-2.8%	8.8%	9.5%
营业成本	5,946	5,876	6,266	6,819
毛利率	60.4%	59.7%	60.5%	60.8%
营业税金及附加	187	181	197	216
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	1,388	1,554	1,710	1,872
管理费用	1,037	1,141	1,198	1,258
财务费用	-196	-238	-318	-424
投资净收益	51	0	0	0
营业利润	6,706	6,081	6,822	7,643
加：营业外收入	19	0	0	0
减：营业外支出	38	0	0	0
利润总额	6,686	6,081	6,822	7,643
减：所得税	1,684	1,543	1,731	1,940
净利润	5,002	4,538	5,091	5,703
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	5,002	4,538	5,090	5,703
YoY	-18.7%	-9.3%	12.2%	12.0%
销售净利率	33.3%	31.1%	32.1%	32.8%
EPS (当年股本)	4.63	4.22	4.73	5.30
EPS (最新股本摊薄)	4.63	4.22	4.73	5.30

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	5,002	4,538	5,091	5,703
折旧摊销	363	498	552	543
营运资金投资	-1,758	610	-282	250
经营活动现金净流量	3,180	5,392	5,103	6,149
资本开支	-175	-1,029	-1,039	-624
投资活动现金净流量	-1,665	-1,029	-1,039	-624
债务融资	964	0	0	0
股权融资	0	-179	0	0
支付红利	-2,160	-2,161	-1,960	-2,199
融资活动现金净流量	-1,319	-2,101	-1,642	-1,775
当年现金净流量	196	2,262	2,422	3,751

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	7,855	10,117	12,539	16,289
应收款项	141	114	137	143
预付款项	153	212	193	228
存货	8,779	7,103	8,413	8,700
其他流动资产	290	265	282	282
流动资产合计	17,218	17,811	21,564	25,642
长期股权投资	970	970	970	970
固定资产	7,410	7,844	8,253	8,285
无形资产	1,659	1,742	1,838	1,846
其他非流动资产	962	969	954	993
非流动资产合计	11,000	11,525	12,015	12,094
资产总计	28,218	29,336	33,579	37,737
短期借款	951	951	951	951
应付款项	2,682	1,848	2,399	2,378
预收款项	893	798	906	971
应付股利	2	1,963	2,201	2,854
其他流动负债	6,029	5,877	6,332	6,941
流动负债合计	10,557	11,437	12,789	14,095
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	264	264	264	264
非流动负债合计	264	264	264	264
负债合计	10,822	11,701	13,053	14,359
归属母公司所有者权益	17,389	17,627	20,518	23,370
其中：实收资本	1,080	1,076	1,076	1,076
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	17,397	17,634	20,526	23,378
负债及股东权益总计	28,218	29,336	33,579	37,737

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>估值</b>				
PE(P=60.66)	13.1	14.4	12.8	11.4
PEG	2.9	1.1	1.0	0.9
PB	3.8	3.7	3.2	2.8
PS	4.4	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA	9.6	10.3	9.3	8.5
股息收益率	3.3%	3.0%	3.4%	4.4%
<b>经营回报率</b>				
ROE	31.2%	25.9%	26.7%	26.0%
ROA	18.7%	15.2%	15.4%	15.1%
<b>资本结构及偿债能力</b>				
资产负债率	38.3%	39.9%	38.9%	38.1%
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.2
<b>运营效率</b>				
存货周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
流动资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	2.4	1.9	2.0	2.1

## 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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。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 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦  
16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金  
融大厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街 23 号  
平安大厦 6 楼 601 室

邮编：100031