

## 业绩逐季改善趋势中

——洋河股份（002304）三季度财报点评

2014年10月30日

强烈推荐/维持

洋河股份

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

### 事件:

公司发布三季报: 前三季度收入 123.05 亿元, 同比下降 5.73%, 前三季度净利润 39.83 亿元, 同比下降 11.45%。

### 公司分季度财务指标

指标	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入(百万元)	6322.82	3087.5	3642.85	1970.45	5669.74	2983.36	3652.25
增长率(%)	6.06%	-7.78%	-22.28%	-39.81%	-10.33%	-3.37%	0.26%
毛利率(%)	60.78%	61.26%	62.01%	55.06%	59.68%	62.39%	62.41%
期间费用率(%)	10.04%	19.46%	17.03%	18.90%	11.12%	23.64%	18.65%
营业利润率(%)	49.66%	41.29%	44.03%	34.88%	47.09%	38.08%	42.24%
净利润(百万元)	2356.53	928.26	1212.85	504.51	2001.53	853.22	1128.36
增长率(%)	06.52%	-03.30%	-26.69%	-61.93%	-15.06%	-08.08%	-06.97%
每股盈利(季度, 元)	2.18	0.86	1.12	0.47	1.85	0.79	1.05
资产负债率(%)	33.95%	38.30%	36.42%	38.35%	35.04%	34.15%	34.43%
净资产收益率(%)	13.81%	5.88%	7.14%	2.90%	10.32%	4.72%	5.88%
总资产收益率(%)	9.12%	3.63%	4.54%	1.79%	6.71%	3.11%	3.85%

### 观点:

- ▶ 三季度实现销售收入36.52亿元, 同比增长0.26%, 三季度净利润11.28亿元, 同比下降6.97%。三季度收入增速是自2013年二季度收入增速出现下降后首次实现收入正增长, 三季度利润下降幅度也比一、二季度有所收窄。公司预计全年业绩下降空间-15%-0。
- ▶ 三季度出现收入增速转正, 有两点原因: 1) 2013年三季度收入出现22.28%的下降, 基数低; 2) 蓝色经典系列经过一年的调整周期, 虽然高端天和梦系列还有下降, 但是海之蓝系列的增长已经出现积极影响。三季度收入转正是洋河产品结构调整阶段性结束的标志。
- ▶ 前三季度毛利率61.15%, 同比变化不大, 三季度毛利率62.41%。前三季度期间费用率达到16.39%, 同比增长了2.17个百分点, 主要是管理费用占比的上升。三季度末经营活动现金流入金额达到141.64亿元,

同比2013年同期也出现了增长, 2014年前两个季度这项数据均出现了同比下降, 现金流的同比转正也说明销售端的积极变化。三季度末存货达到90.53亿元, 相比2013年同期水平有所增长。另一方面, 洋河对固定资产的投资规模也没有下降。洋河之前曾被质疑的是原酒产能的不足, 现在这一问题正在逐步解决, 固定资产和存货的增长对白酒企业来说意味着未来优质基酒的增加, 洋河现在已经在为下一轮白酒景气周期做充分准备。

- “洋河1号” APP已完成全国重点市场的布局。“洋河1号” APP5月份在江苏省内已全部覆盖, 6月份开始省外市场布局, 首先布局浙江、广东和海南, 7月完成布局湖南、湖北和广西, 8月份完成山东、河南、安徽和江西, 9月份布局北京和上海。“洋河1号” 布设的主要是经济发达的大省、城市, 以及板块市场。“洋河1号” 今年还只是起步阶段, 平台推广将是下一阶段重点, “洋河1号” 虽然今年收入占比不大, 但我们看好未来手机白酒销售平台销售模式的发展。

### 结论:

洋河股份三季报出现收入转正的积极信号, 虽然距离2015年春节旺季时间较长, 可能影响四季度收入增长, 但我们认为趋势的变化比一个季度增速的变化更为重要。而洋河趋势的变化从现金流的变化可以得到验证。预计公司2014年到2016年EPS分别为: 4.33元、4.86元和5.61元, 对应PE分别为15.1倍、13.4倍和11.6倍。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	15521	17218	21339	26406	31473	<b>营业收入</b>	17270	15024	14484	15897	17797
货币资金	7659	7855	12643	17750	22477	<b>营业成本</b>	6294	5946	6035	6603	7269
应收账款	55	22	20	22	439	营业税金及附加	241	187	181	199	222
其他应收款	39	80	77	84	94	营业费用	1775	1388	1318	1432	1611
预付款项	292	153	213	279	352	管理费用	1020	1037	970	1012	1076
存货	5923	8779	8267	8141	7966	财务费用	-121	-196	-176	-304	-402
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	6.65	7.80	2.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	8137	11000	9952	8904	7855	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	627	970	970	970	970	投资净收益	134.68	51.40	50.00	40.00	40.00
固定资产	3122.6	5345.3	6527.4	5644.9	4762.3	<b>营业利润</b>	8189	6706	6204	6992	8058
无形资产	1511	1659	1493	1327	1161	营业外收入	48.67	18.59	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	21.97	38.33	15.00	30.00	30.00
<b>资产总计</b>	23658	28218	31291	35310	39329	<b>利润总额</b>	8215	6686	6209	6982	8048
<b>流动负债合计</b>	8683	10557	10065	10942	11339	所得税	2064	1684	1552	1745	2012
短期借款	0	951	0	0	0	<b>净利润</b>	6152	5002	4657	5236	6036
应付账款	750	1165	1075	1176	1294	少数股东损益	-2	0	0	0	0
预收款项	862	893	1473	2108	2820	归属母公司净利润	6154	5002	4657	5236	6036
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	9748	8439	7076	7736	8704
<b>非流动负债合计</b>	264	264	15	15	15	<b>BPS (元)</b>	5.70	4.63	4.33	4.86	5.61
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>负债合计</b>	8947	10822	10080	10957	11354	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	16	8	8	8	8	营业收入增长	35.55%	-13.01	-3.59%	9.75%	11.96%
实收资本(或股本)	1080	1080	1076	1076	1076	营业利润增长	48.22%	-18.11	-7.48%	12.71%	15.24%
资本公积	1327	1327	2204	2204	2204	归属于母公司净利润	53.05%	-18.72	-6.91%	12.45%	15.27%
未分配利润	11748	14589	16778	19239	21351	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	14695	17389	21204	24346	27967	毛利率(%)	63.56%	60.42%	58.33%	58.46%	59.16%
<b>负债和所有者权</b>	23658	28218	31291	35310	39329	净利率(%)	35.62%	33.30%	32.15%	32.94%	33.91%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E							
<b>经营活动现金流</b>	5500	3180	6351	6860	6702	<b>偿债能力</b>					
净利润	6152	5002	4657	5236	6036	资产负债率(%)	38%	38%	32%	31%	
折旧摊销	1679.8	1929.9	0.00	1048.3	1048.3	流动比率	1.79	1.63	2.12	2.41	
财务费用	-121	-196	-176	-304	-402	速动比率	1.11	0.80	1.30	1.67	
应收账款减少	0	0	2	-2	-417	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	579	636	712	总资产周转率	0.81	0.58	0.49	0.48	
<b>投资活动现金流</b>	-3588	-1665	258	37	37	应收账款周转率	377	390	697	764	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.04	15.69	12.93	14.13	
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	135	51	50	40	40	每股收益(最新摊薄)	5.70	4.63	4.33	4.86	
<b>筹资活动现金流</b>	-1351	-1319	-1821	-1791	-2012	每股净现金流(最新)	0.52	0.18	4.45	4.74	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	13.61	16.10	19.70	22.62	
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	180	0	-4	0	0	P/E	11.44	14.08	15.07	13.40	
资本公积增加	-180	0	878	0	0	P/B	4.79	4.05	3.31	2.88	
<b>现金净增加额</b>	561	196	4788	5107	4727	EV/EBITDA	6.44	7.53	8.13	6.78	

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6 年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。