

洋河股份 (002304)

业绩稳健增长，估值已位于合理位置

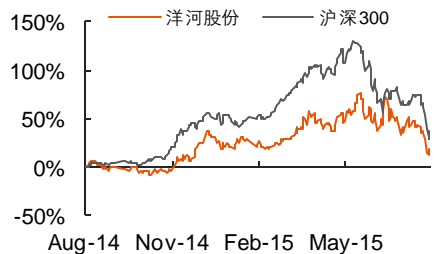
推荐 (上调)

现价: 55元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.chinayanghe.com
大股东/持股	江苏洋河集团/34.16%
实际控制人/持股	宿迁市国有资产监督管理委员会/34.05%
总股本(百万股)	1,507
流通 A 股(百万股)	1,205
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	828.84
流通 A 股市值(亿元)	662.55
每股净资产(元)	13.77
资产负债率(%)	31.85

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIAN978@pingan.com.cn

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@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: 洋河股份公布 15 年中报。1H15 实现营收 96 亿，同比增 10.6%，净利 32 亿元，同比增 11.6%，每股收益 2.11 元。2Q15 营收为 33 亿元，同比增 11.0%，净利 9.6 亿，同比增 12.3%。营收、净利略超我们预期。

平安观点:

- 1H15 营收增 10.6%，其中 2Q15 营收增 11.0%，保持了平稳增长，增速略好于我们的预期，高于其它一线白酒茅台、五粮液、泸州老窖。
- 海天增长、新品放量、渠道转型推动 1H15 营收稳健增长。** 估计蓝色经典系列收入占比小幅提升，估计 1H15 海之蓝、天之蓝均可实现较快增长，所处价格带迎合了民间和商务消费升级需求。梦之蓝则小幅回升。估计老字号、微分子酒等新品可放量增长，虽然占比不高，但可成为未来重要的增长点，特别是基于健康理念的微分子酒。1H15 红酒增速放缓，仅增 2.3%，销售低于预期。13-14 年洋河快速推进渠道转型，加大地面渠道投入，从团购转向深度掌控烟酒店、餐饮等，15 年上半年效果继续体现。
- 省外增速高于省内，预计未来省外市场将是收入主要来源。** 分区域看，1H15 江苏、省外收入分别增长 3.5%、22.3%。14 年行业调整期，市场容量大、民间消费能力强的江苏市场维持了公司营收稳定，但考虑到省内趋于饱和，且竞争加剧，预计未来增长主要来自于省外。
- 洋河互联网推进速度很快，可拉开与对手的差距。** 洋河积极布局互联网领域，包括上线洋河 1 号、与餐饮合作、成立“宅优购”等。以洋河为代表，对行业变化反应速度快、执行力强的企业，可明显受益于互联网变革。
- 考虑到销售情况略好于预期，我们上调 15 年净利预测 3%，预计 15-16 年 EPS 分别为 3.37、3.81 元。虽然公司白酒主业平稳增长，想象空间不大，但考虑到近期估值水平已经回落至合理位置，且积极拥抱互联网布局未来，上调评级由“中性”至“推荐”。
- 风险提示:** 竞品加大江苏市场投入。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	17270	15024	14672	16405	18393
YoY(%)	35.6	-13.0	-2.3	11.8	12.1
净利润(百万元)	6154	5002	4507	5079	5743
YoY(%)	53.1	-18.7	-9.9	12.7	13.1
毛利率(%)	63.6	60.4	60.6	60.1	60.3
净利率(%)	35.6	33.3	30.7	31.0	31.2
ROE(%)	50.1	31.2	24.3	24.0	23.3
EPS(摊薄/元)	4.08	3.32	2.99	3.37	3.81
P/E(倍)	13.5	16.6	18.4	16.3	14.4
P/B(倍)	5.6	4.8	4.2	3.7	3.1

图表 1 2015中报快读：2Q15营收增10.6%、净利增11.6% 单位：百万元

	2Q14	2Q15	QoQ	1H14	1H15	HoH	
营业收入	2,983	3,312	11.0%	8,653	9,571	10.6%	海天增长、新品放量、渠道转型推动 1H15 营收 稳健增长。
营业成本	1,122	1,259	12.3%	3,408	3,762	10.4%	
毛利率	62.4%	62.0%	-0.4%	60.6%	60.7%	0.1%	
毛利	1,861	2,052	10.3%	5,245	5,809	10.7%	
营业税金及附加	28	42	53.0%	112	148	32.3%	
销售费用	435	446	2.5%	792	830	4.8%	
管理费用	320	354	10.5%	662	699	5.7%	
财务费用	-50	5	110.8%	-118	-27	77.3%	
资产减值损失	3	2	-28.5%	4	3	-27.8%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	11	69	550.3%	12	88	641.2%	
营业利润	1,136	1,272	12.0%	3,806	4,244	11.5%	
营业利润率	38.1%	38.4%	0.3%	44.0%	44.3%	0.4%	
营业外收入	6	6	-0.6%	9	11	17.6%	
营业外支出	5	3	-47.7%	8	7	-8.9%	
利润总额	1,136	1,275	12.2%	3,808	4,248	11.6%	
所得税	283	317	12.2%	953	1,063	11.6%	
所得税率	25.2%	26.4%	1.2%	25.1%	25.6%	0.5%	
少数股东损益	0	-0	-191.5%	0	-0	-143.9%	
归属于母公司净利润	853	958	12.3%	2,854	3,185	11.6%	
净利率	28.6%	28.9%	0.3%	33.0%	33.3%	0.3%	净利率保持稳定。
EPS	0.57	0.64	12.3%	1.89	2.11	11.6%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表2 1H15白酒增9.8%，红酒增速放缓至2.3%

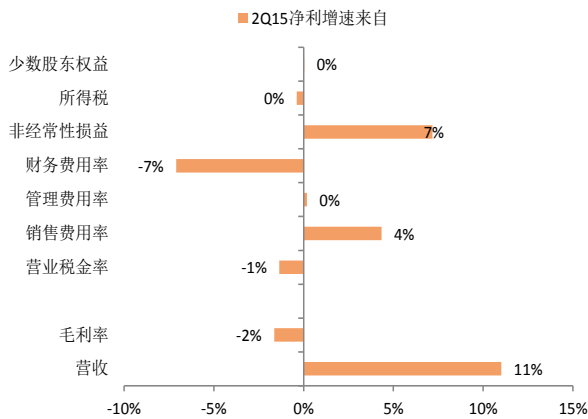
单位：百万元

	1H14	2H14	1H15
白酒	8331	5708	9148
同比增长	-7.8%	5.5%	9.8%
毛利率	61.0%	62.2%	61.5%
同比变化	-0.8%	1.7%	0.4%
红酒	208	121	213
同比增长	19.8%	70.1%	2.3%
毛利率	70.2%	68.2%	66.7%
同比变化	-4.4%	-18.6%	-3.5%
江苏	5748	3542	5946
同比增长	-6.2%	12.4%	3.5%
毛利率	61.3%	62.4%	61.6%
同比变化	-0.8%	1.6%	0.3%
省外	2791	2286	3415
同比增长	-9.4%	-1.8%	22.3%
毛利率	61.3%	62.2%	61.6%

同比变化	-0.8%	1.2%	0.3%
------	-------	------	------

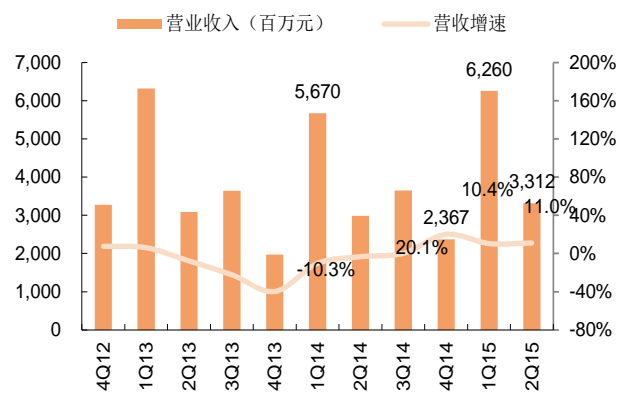
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 2Q15净利增长主要由于营收增长



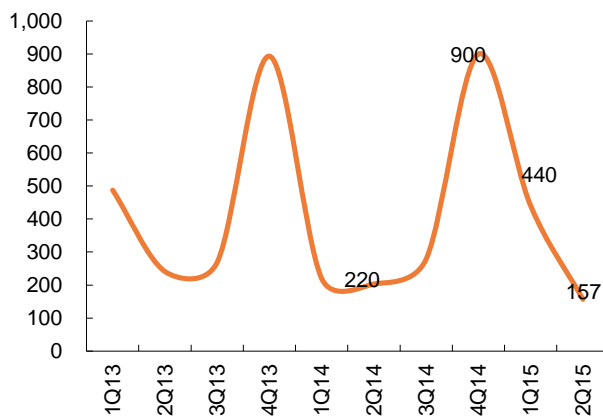
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 2Q15营收增11% 单位：百万元



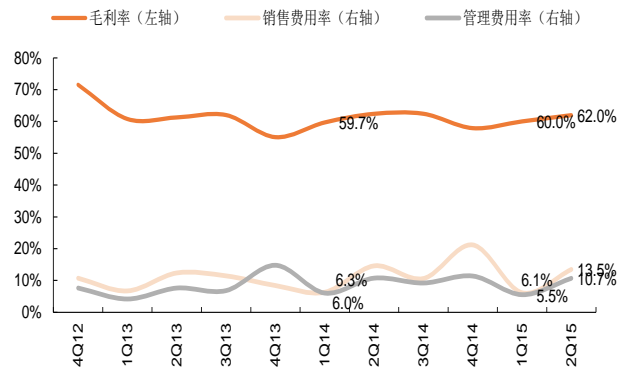
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 2Q15预收款同比降0.5亿 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 2Q15销售费用率同比降1.1pct



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价 (元) 8月28日	EPS (元股)			P/E			评级	EPS 最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	192.65	12.22	13.14	14.30	15.8	14.7	13.5	强烈推荐	
五粮液	25.73	1.54	1.66	1.92	16.7	15.5	13.4	强烈推荐	
洋河股份	55.00	2.99	3.37	3.81	18.4	16.3	14.4	推荐	↑ 3% (8月30日)
泸州老窖	22.00	0.63	1.14	1.25	35.1	19.4	17.6	中性	
青青稞酒	20.60	0.71	0.59	0.66	29.2	34.7	31.1	中性	↓ -19% (8月26日)
山西汾酒	15.64	0.41	0.44	0.56	38.1	35.5	28.1	推荐	
顺鑫农业	16.90	0.63	0.69	0.78	26.8	24.6	21.7	推荐	

股票名称	股价(元) 8月28日	EPS(元股)			P/E			评级	EPS最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
古井贡酒	33.98	1.19	1.29	1.48	28.7	26.4	22.9	中性	
张裕 A	35.83	1.45	1.64	1.78	24.8	21.8	20.2	推荐	↑ 12% (8月30日)
青岛啤酒	34.12	1.47	1.53	1.41	23.2	22.2	24.1	中性	↑ 9% (8月30日)
海天味业	30.92	0.77	0.92	1.08	40.0	33.7	28.7	强烈推荐	
中炬高新	21.62	0.36	0.28	0.32	60.1	77.4	68.1	推荐	↓ -7% (8月25日)
伊利股份	15.93	0.68	0.87	1.07	23.6	18.3	14.9	强烈推荐	↓
贝因美	11.75	0.07	-0.30	-0.27	174.4	-38.9	-43.4	中性	↓
光明乳业	16.84	0.32	0.38	0.46	52.6	43.9	36.3	中性	↓ -51% (8月30日)
黑芝麻	12.43	0.20	0.22	0.25	63.6	56.5	49.7	中性	↓
安琪酵母	32.53	0.45	0.87	1.40	72.9	37.5	23.2	强烈推荐	
双汇发展	17.50	1.22	1.23	1.25	14.3	14.2	14.0	推荐	
大北农	11.60	0.29	0.27	0.44	40.0	42.9	26.3	强烈推荐	
三全食品	10.90	0.10	0.10	0.11	108.4	111.8	95.5	强烈推荐	↓ -16% (8月27日)
均值					45.3	30.2	24.9		

资料来源: 平安证券研究所、Wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	17218	16191	21684	27027
现金	7855	4347	8289	12068
应收账款	141	86	96	108
其他应收款	80	118	132	148
预付账款	153	98	111	124
存货	8779	10097	11439	12767
其他流动资产	210	1445	1616	1812
非流动资产	11000	12566	12623	12664
长期投资	970	20	20	20
固定资产	7410	8364	8359	8417
无形资产	1659	1693	1702	1712
其他非流动资产	962	2489	2542	2516
资产总计	28218	28758	34306	39691
流动负债	10557	8721	11360	12724
短期借款	951	0	0	0
应付账款	2682	2577	2919	3258
其他流动负债	6925	6145	8441	9466
非流动负债	264	307	307	307
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	264	307	307	307
负债合计	10822	9029	11667	13031
少数股东权益	8	4	5	6
股本	1080	1076	1507	1507
资本公积	1327	1172	1172	1172
留存收益	15129	17476	20385	24406
归属母公司股东权益	17389	19725	22634	26654
负债和股东权益	28218	28758	34306	39691

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	3180	2712	5056	5821
净利润	5002	4507	5079	5743
折旧摊销	0	1	1	1
财务费用	-196	-237	-133	-147
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	1758	3556	522	499
其他经营现金流	-3383	-5116	-412	-275
投资活动现金流	-1665	-3447	-601	-665
资本支出	2638	1401	499	562
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-4303	-4848	-1100	-1227
筹资活动现金流	-1319	-2771	-513	-1377
短期借款	951	-951	0	0
长期借款	-0	-0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2270	-1820	-513	-1377
现金净增加额	196	-3506	3942	3779

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	15024	14672	16405	18393
营业成本	5946	5777	6546	7305
营业税金及附加	187	190	213	239
营业费用	1388	1680	1805	1986
管理费用	1037	1267	1394	1563
财务费用	-196	-237	-133	-147
资产减值损失	8	38	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	51	53	160	180
营业利润	6706	6010	6740	7626
营业外收入	19	45	45	45
营业外支出	38	24	24	24
利润总额	6686	6031	6762	7648
所得税	1684	1523	1682	1904
净利润	5002	4508	5079	5744
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	5002	4507	5079	5743
EBITDA	6821	6258	7045	7897
EPS(元)	3.32	2.99	3.37	3.81

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-13.0	-2.3	11.8	12.1
营业利润(%)	-18.1	-10.4	12.2	13.1
归属于母公司净利润(%)	-18.7	-9.9	12.7	13.1
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	60.4	60.6	60.1	60.3
净利率(%)	33.3	30.7	31.0	31.2
ROE(%)	31.2	24.3	24.0	23.3
ROIC(%)	49.0	30.5	28.7	31.5
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	38.3	31.4	34.0	32.8
净负债比率(%)	-39.4	-20.5	-35.3	-44.1
流动比率	1.63	1.86	1.91	2.12
速动比率	0.80	0.70	0.90	1.12
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.58	0.52	0.52	0.50
应收账款周转率	389.9	946.0	1670.7	1672.9
应付账款周转率	6.2	5.8	7.4	7.4
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	3.32	2.99	3.37	3.81
每股经营现金流(最新摊薄)	2.11	1.80	3.36	3.86
每股净资产(最新摊薄)	11.54	13.09	15.02	17.69
估值比率	-	-	-	-
P/E	16.6	18.4	16.3	14.4
P/B	4.8	4.2	3.7	3.1
EV/EBITDA	12.2	13.1	11.7	10.4

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±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）

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替行使独立判断。

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 2015 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

上海

北京

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

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033