

分析师：陈桂柳

执业证书编号：S0270511060001

电话：020-37865153

chengl@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

发布日期：2012年8月24日

下调评级至“增持”

——洋河股份（002304）2012年中报业绩公告点评

公司点评报告

增持（下调）

事件：洋河股份发布2012年半年报称，报告期内归属于上市公司股东的净利润达31.74亿元，同比增74.98%；营业收入达93.10亿元，同比增50.85%；基本每股收益为2.94元，同比增75%。

点评：

- **经济增速放缓和销售政策影响公司二季度收入增速。**上半年公司实现营业收入和净利润分别为93.10亿元和31.74亿元，同比增长分别为50.85%和74.98%，基本符合市场普遍预期，其中二季度公司营业收入和净利润分别为33.48亿元和9.62亿元，同比增长分别为31.92%和49.74%，我们认为二季度增速放缓的原因一方面是经济增速放缓导致需求减少所致，另一方面与公司销售政策有关，一季度正处换届之际，经销商多拿了配额以致二季度公司控制发货所致。

- **产品结构升级提升公司毛利率水平。**从省内外销售情况来看，上半年公司省内和省外市场销售收入分别为59.77亿元（占比64.20%）和32.41亿元（占34.81%），同比增长分别为47.13%和58.11%，随着省外市场渠道继续下沉，省外市场增长空间很大。从产品结构来看，上半年公司中高档酒为85.86亿元，同比增长56.91%，毛利率为67.54%，同比上升4.07%，预计公司产品中梦之蓝、苏酒维持100%以上的增速，天之蓝60%以上的增速；而普通酒收入6.33亿元，同比下降1.30%，毛利率为-10.31%，由于普通酒生产成本增加而销售价格未增加导致毛利率同比下降16.88%，由于中高档酒占比的提升导致公司白酒综合毛利率上升4.7%至62.2%。

上半年公司销售费用率和管理费用率分别为10.67%和5.32%，同比分别上涨了1.21%和0.60%，主要是由于中高端市场领域竞争日益激烈造成的；但由于公司产品结构升级导致公司毛利率上升，从而促使公司净利润率水平提升4.7%至34.09%。

- **其他应付款大幅增加为公司未来业绩预留空间。**从预收账款来看，公司上半年末预收账款为6.7亿元，较年初35.1亿元大幅下降，部分是由于去年春节较早经销商提前打款，上半年公司陆续发货确认为营业收入；公司上半年其他应付款余额出现大幅攀升，从年初的28.8亿元上升至46.1亿元，该科目包含应付经销商折扣、收到的市场保证金等，操作上是以前货物形式兑现，一定程度上类似于预收款项，其他应付款提高64%的水平为公司未来的业绩预留了一定的空间。

- **盈利预测与投资评级：**公司经过近几年快速增长跃为一线白酒公司，虽然公司的发展战略目标是，2012年公司完成初步全国化，到2015年的目标是一般省3-5亿元，重点省突破10亿元，打造3-5个新江苏，打造亿元区，网络走向地产酒，但是中高端白酒市场竞争进入白热化阶段，公司加大产品销售必然导致费用率的大幅攀升，我们略调整公司盈利预测，预计2012年和2013年实现营业收入分别为188.57亿元和254.56亿元，每股收益分别为5.64元和7.68元，目前股价对应的估值分别为22.4倍和16.4倍，下调评级至“增持”。

- **风险因素：**经济增速大幅下滑；政府对三公消费限制力度加大。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	76.19	127.41	188.57	254.56
增长比率 (%)	90.38	67.22	48.00	34.99
净利润 (亿元)	22.05	40.21	60.93	82.95
增长比率 (%)	75.86	82.39	51.53	36.14
每股收益 (元)	4.90	4.47	5.64	7.68
市盈率 (倍)	25.76	28.23	22.37	16.43

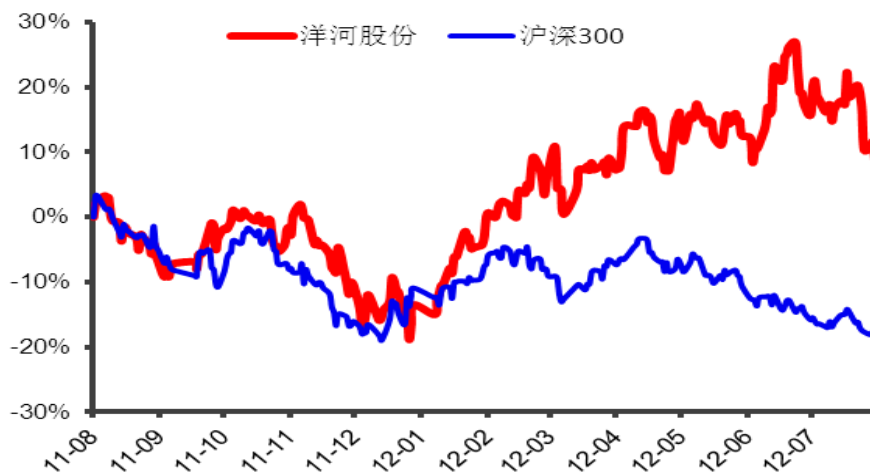
市场数据 (2012-8-23)

收盘价 (元)	126.20
一年内最高/最低 (元)	172.77/118.51
沪深300指数	2302.20
市净率 (倍)	11.63
流通市值 (亿元)	616.81

基础数据 (2012-8-23)

每股净资产 (元)	10.85
每股经营现金流 (元)	2.64
毛利率 (%)	61.70
净资产收益率 (%)	27.09
资产负债率 (%)	39.43
总股本/流通股 (万股)	108000/48876
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



相关研究

洋河股份 2011 年 1-9 月份业绩公告修正点评

洋河股份 2011 年 3 季报点评

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：陈桂柳

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，以勤勉的执业态度，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。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603
电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层
电话：020-38286833 传真：020-38286831