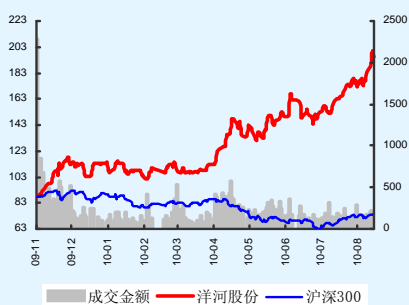


## 洋河股份（002304）半年报点评

### ——持续高增长，省外市场开始发力

| 基本数据       | 2010-8-19 |
|------------|-----------|
| 收盘价（元）     | 194       |
| 市盈率        | 39        |
| 市净率        | 15.1      |
| 股息率（分红/股价） | ——        |
| 每股净资产（元）   | 12.85     |
| 资产负债率%     | 29.70%    |
| 总股本（亿股）    | 4.50      |
| 流通A股（亿股）   | 0.45      |
| 流通A股市值（亿元） | 87.30     |

#### 一年内股价走势：



研究员：陈荣新

电话：020-37865152

EMAIL：chenrx@wlzq.com.cn

报告日期：2010-8-20

**事件：**公司公布半年报：公司上半年实现营业收入 34.87 亿元、净利润 10.67 亿元，分别较上年同期增长 93.2%和 81.4%，每股收益 2.37 元，其中二季度每股收益 0.77 元，基本符合市场预期。

#### 投资要点：

- **1. 白酒销售持续高增长，省外市场开始发力。**公司上半年营业收入同比增长93.2%，业绩大增主要来自主业白酒的销售增长。上半年公司白酒销售保持了持续高增长态势，在蓝色经典中，梦之蓝和天之蓝开始发力，大幅度增长。省外市场开拓进展迅速，上半年销售收入高达11.14亿元，同比上升137.67%，显示了其全国化战略的进展超预期。
- **2. 销售费用和管理费用增幅较大。**费用方面，销售费用和管理费用增幅较大。上半年，公司销售费用同比上升173.3%，管理费用同比上升121.3%，主要是由于省外市场的拓展进展迅速，相应投入也较大；此外，双沟酒业的并表因素也带来了费用的增加。
- **3. 未来股价的催化剂。**主要包括：（1）产品涨价；（2）双沟酒业的整合进展超预期；（3）销售的不断超预期；（4）可能的外延式并购。其中销售超预期主要包括：省外市场的扩张进展迅速、双沟酒业的销售在洋河卓越的营销支持下进入高速增长期、新产品梦系列（梦3、梦6和梦9）产品销售增长超预期等。
- **盈利预测：**预测公司2010-2012年的每股收益分别为4.96元和7.19元，对应PE为39X、和27X，当前估值已不低，考虑到公司高增长可持续，给予“增持”评级。
- **风险提示：**（1）高速增长带来的产品质量问题；（2）税收政策变化带来的业绩大波动。

**点评:**

表1: 2010年半年报点评

| 单位<br>(百万元)   | 单季度数据  |          |          |          |          |         |         | 半年报数据    |          |         | 万联评论            |
|---------------|--------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|----------|----------|---------|-----------------|
|               | 2Q2009 | 3Q2009   | 4Q2009   | 1Q2010   | 2Q2010   | QOQ     | YOY     | 1H2009   | 1H2010   | YOY     |                 |
| 营业收入          | 702.29 | 1,087.68 | 1,109.81 | 1,933.43 | 1,553.67 | -19.6%  | 121.2%  | 1804.56  | 3487.10  | 93.2%   | 中高端酒销售良好        |
| 营业成本          | 280.52 | 529.73   | 341.16   | 771.55   | 702.73   | -8.9%   | 150.5%  | 791.36   | 1474.29  | 86.3%   |                 |
| 毛利            | 421.77 | 557.95   | 768.65   | 1,161.88 | 850.93   | -26.8%  | 101.8%  | 1,013.21 | 2,012.81 | 98.7%   |                 |
| 营业税金及附加       | 7.94   | 9.69     | 10.92    | 21.65    | 14.19    | -34.5%  | 78.6%   | 21.25    | 35.84    | 68.6%   |                 |
| %营业收入         | 1.1%   | 0.9%     | 1.0%     | 1.1%     | 0.9%     | -18.5%  | -19.3%  | 1.2%     | 1.0%     | -12.7%  |                 |
| 销售费用          | 79.56  | 52.35    | 216.30   | 120.57   | 252.50   | 109.4%  | 217.3%  | 136.53   | 373.07   | 173.3%  | 加大省外市场拓展和双沟并表影响 |
| %营业收入         | 11.3%  | 4.8%     | 19.5%    | 6.2%     | 16.3%    | 160.6%  | 43.4%   | 7.6%     | 10.7%    | 41.4%   |                 |
| 管理费用          | 42.48  | 73.08    | 86.80    | 62.24    | 128.31   | 106.1%  | 202.0%  | 86.10    | 190.54   | 121.3%  | 双沟并表影响          |
| %营业收入         | 6.0%   | 6.7%     | 7.8%     | 3.2%     | 8.3%     | 156.5%  | 36.5%   | 4.8%     | 5.5%     | 14.5%   |                 |
| 财务费用          | -3.73  | -4.27    | -9.53    | -4.04    | -14.26   | -252.7% | -282.4% | -6.85    | -18.30   | -167.1% |                 |
| %营业收入         | -0.5%  | -0.4%    | -0.9%    | -0.2%    | -0.9%    | -338.9% | -72.8%  | -0.4%    | -0.5%    | -38.2%  |                 |
| 资产减值损失        | 0.58   | 0.72     | 0.86     | -0.49    | -2.94    |         |         | 0.92     | -3.43    |         |                 |
| 投资收益          | 0.73   | 0.02     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |         |         | 0.73     | 0.00     |         |                 |
| 营业利润          | 295.65 | 426.40   | 463.30   | 961.95   | 473.14   | -50.8%  | 60.0%   | 775.99   | 1,435.09 | 84.9%   |                 |
| 营业外收入         | 6.10   | 1.15     | 9.22     | 1.57     | 6.10     | 287.5%  | 0.0%    | 10.49    | 7.67     | -26.9%  |                 |
| 营业外支出         | 1.38   | 6.46     | 4.88     | 0.55     | 11.41    | 1966.6% | 729.7%  | 1.91     | 11.97    |         |                 |
| 利润总额          | 300.38 | 421.09   | 467.65   | 962.97   | 467.82   | -51.4%  | 55.7%   | 784.56   | 1,430.79 | 82.4%   |                 |
| 所得税           | 75.12  | 105.63   | 117.86   | 241.56   | 120.66   | -50.0%  | 60.6%   | 196.20   | 362.22   | 84.6%   |                 |
| 净利润           | 225.25 | 315.46   | 349.79   | 721.41   | 347.16   | -51.9%  | 54.1%   | 588.36   | 1,068.58 | 81.6%   |                 |
| 少数股东权益        | 0.00   | 0.00     | -0.01    | -0.03    | 1.38     |         |         | 0.00     | 1.34     |         |                 |
| 归属股东的净利润      | 225.25 | 315.46   | 349.80   | 721.45   | 345.79   | -52.1%  | 53.5%   | 588.36   | 1,067.23 | 81.4%   | 销售持续高增长         |
| 总股本           | 405.00 | 405.00   | 450.00   | 450.00   | 450.00   |         |         | 405.00   | 450.00   |         |                 |
| 每股收益摊薄<br>(元) | 0.56   | 0.78     | 0.78     | 1.60     | 0.77     | -52.1%  | 38.2%   | 1.45     | 2.37     | 63.3%   |                 |
| 财务比率          |        |          |          |          |          |         |         |          |          |         |                 |
| 毛利率           | 60.1%  | 51.3%    | 69.3%    | 60.1%    | 54.8%    | -8.9%   | -8.8%   | 56.1%    | 57.7%    | 2.8%    | 梦之蓝、天之蓝开始发力     |
| 营业利润率         | 42.1%  | 39.2%    | 41.7%    | 49.8%    | 30.5%    | -38.8%  | -27.7%  | 43.0%    | 41.2%    | -4.3%   |                 |
| 净利率           | 32.1%  | 29.0%    | 31.5%    | 37.3%    | 22.3%    | -40.4%  | -30.6%  | 32.6%    | 30.6%    | -6.1%   |                 |
| 应收账款          | 4.60   | 4.87     | 26.67    | 10.65    | 61.84    | 480.8%  | 1244.0% | 4.60     | 61.84    | 1244.0% | 显示销售旺盛          |
| 预收账款          | 194.55 | 269.74   | 167.63   | 64.50    | 124.66   | 93.3%   | -35.9%  | 194.55   | 124.66   | -35.9%  |                 |
| 经营性现金流净额      | 542.23 | 436.16   | -254.49  | 837.19   | 359.48   | -57.1%  | -33.7%  | 1,246.68 | 1,196.67 | -4.0%   |                 |

数据来源: 公司半年报, 万联证券

**点评:**
**1. 中报业绩符合市场预期。**

公司上半年实现营业收入 34.87 亿元、净利润 10.67 亿元, 分别较上年同期增长 93.2% 和 81.4%, 每股收益 2.37 元, 其中二季度每股收益 0.77 元, 基本符合市场预期。

**2. 白酒销售持续高增长, 省外市场开始发力。**

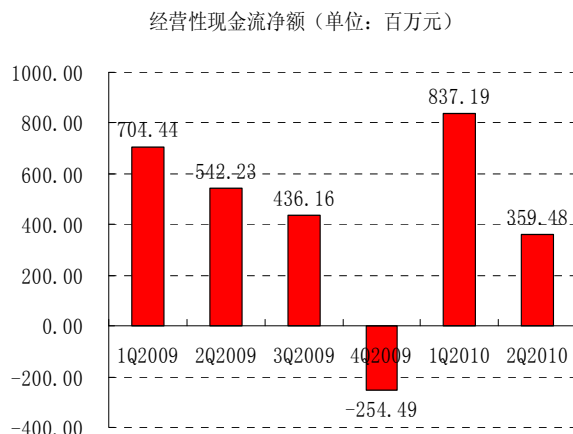
公司上半年营业收入同比增长 93.2%, 业绩大增主要来自主业的白酒的销售增长。上半年公司白酒销售保持了持续高增长态势, 在蓝色经典中, 梦之蓝和天之蓝开始发力, 大幅度增长。省外市场开拓进展迅速, 上半年销售收入高达 11.14 亿元, 同比上升 137.67%, 显示了其全国化战略的进展超预期。

**3. 销售费用和管理费用增幅较大。**

费用方面, 销售费用和管理费用增幅较大。上半年, 公司销售费用同比上升 173.3%, 管理费用同比上升 121.3%, 主要是由于省外市场的拓展进展迅速, 相应投入也较大; 此外, 双沟酒业的并表因素也带来了费用的增加。

表2: 主营业务分产品情况

| 单位: 百万元     | 1H09     | 1H10     | YOY     |
|-------------|----------|----------|---------|
| <b>中高端</b>  |          |          |         |
| 营业收入        | 1,522.33 | 3,032.79 | 99.22%  |
| 营业成本        | 538.95   | 1,042.98 | 93.52%  |
| 毛利          | 983.38   | 1,989.81 | 102.34% |
| 毛利率         | 64.60%   | 65.61%   | △1.01%  |
| <b>普通白酒</b> |          |          |         |
| 营业收入        | 266.92   | 428.86   | 60.67%  |
| 营业成本        | 241.78   | 411.31   | 70.12%  |
| 毛利          | 25.15    | 17.55    | -30.19% |
| 毛利率         | 9.42%    | 4.09%    | △-5.33% |
| <b>合计</b>   |          |          |         |
| 营业收入        | 1,789.26 | 3,461.66 | 93.47%  |
| 营业成本        | 780.73   | 1,454.29 | 86.27%  |
| 毛利          | 1,008.53 | 2,007.36 | 99.04%  |
| 毛利率         | 56.37%   | 57.99%   | △1.62%  |



数据来源: 公司公告, 万联证券

#### 4. 未来股价的催化剂。

第一, 产品涨价。随着一线高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖等终端价格不断上涨, 终端白酒价格上涨空间加大。

第二, 双沟酒业的整合进展超预期。双沟酒业的逐渐整合有望给公司带来: (1) 省内市场份额提升。在强强联合后, 双方结束内斗, 渠道互补效应扩散, 使得省内市场份额进一步巩固和提升。(2) 费用的节约。随着双方整合的深入, 省内市场将不断巩固, 销售费用可有效节约。

第三, 销售的不断超预期。主要包括省外市场的扩张进展迅速、双沟酒业的销售在洋河卓越的营销支持下进入高速增长期、新产品梦系列(梦3、梦6和梦9)产品销售增长超预期等。

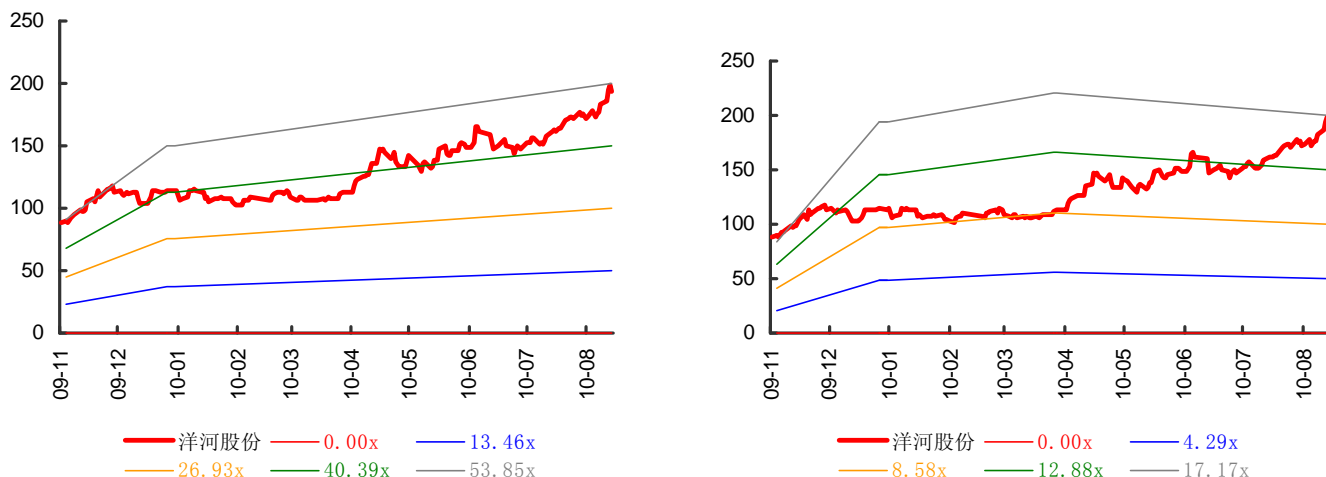
第四, 可能的外延式并购。

**盈利预测:** 预测公司2010-2012年的每股收益分别为4.96元和7.19元, 对应PE为39X、和27X, 当前估值已不低, 考虑到公司高增长可持续, 给予“增持”评级。

#### 风险提示:

1. 高速增长带来的产品质量问题;
2. 税收政策变化带来的业绩大波动。

图1: 历史PE和PB走势



数据来源: wind, 万联证券

**投资评级说明 :**

公司投资评级:

|    |                             |
|----|-----------------------------|
| 买入 | 预计6 个月内, 股价表现优于市场指数20%以上    |
| 增持 | 预计6 个月内, 股价表现优于市场指数5%-20%之间 |
| 观望 | 预计6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间    |
| 卖出 | 预计6 个月内, 股价表现弱于市场指数5%以上     |

行业投资评级:

|    |                         |
|----|-------------------------|
| 看好 | 报告日后六个月内, 行业超越整体市场表现    |
| 中性 | 报告日后六个月内, 行业与整体市场表现基本持平 |
| 看淡 | 报告日后六个月内, 行业弱于整体市场表现    |

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

**免责声明:**

本报告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。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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归万联证券所有, 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。