

2014年08月28日

洋河股份 (002304)

——又到战略买入时，上调评级至买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

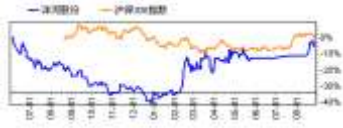
上调

市场数据:	2014年08月27日
收盘价(元)	62.6
一年内最高/最低(元)	66.36/36.81
上证指数/深证成指	2210/7841
市净率	3.5
息率(分红/股价)	3.21
流通A股市值(百万元)	55042

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	17.95
资产负债率%	35.04
总股本/流通A股(百万)	1076/879
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《洋河股份(002304)调研报告：调整得当，信心满满，迈入新征程》
2014/05/21

《洋河股份年报及一季报点评：业绩基本符合预期，净利下滑幅度收窄，维持增持评级》 2014/04/23

证券分析师

邓敬东 A0230513030002
dengjd@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

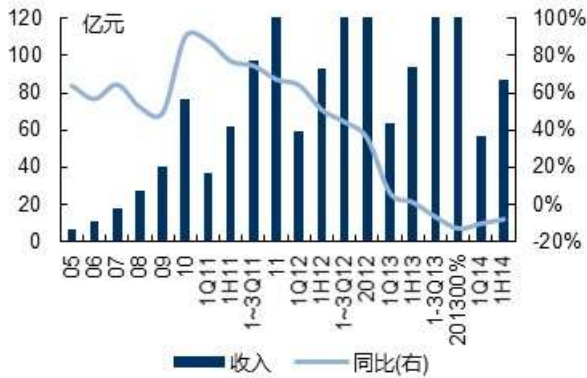
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013A	15,02	-13.0	5,002	-18.7	4.65	60.4	28.8	11.0	3.1
2014H1	8,653	-8	2,854	-13.1	2.65	60.6	15.4	-	-
2014E	15,00	-0.2	4,953	-1.0	4.60	59.1	22.2	13.6	8.1
2015E	16,57	10.5	5,637	13.8	5.22	60.3	20.1	12.0	7.1
2016E	19,13	15.4	6,607	17.2	6.12	60.3	19.1	10.0	6.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

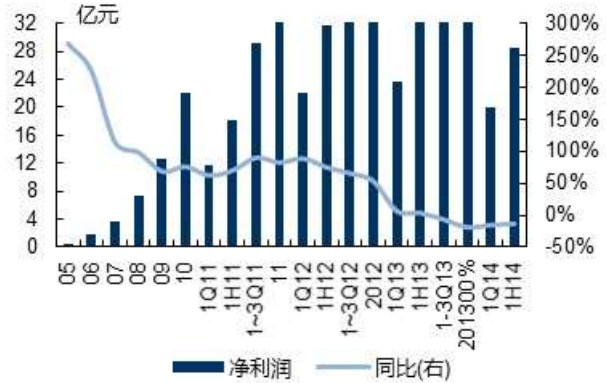
- **中报每股收益 2.65 元，完全符合我们预期。**洋河股份上半年实现收入 86.53 亿元，同比下降 8%，实现营业成本 34.08 亿元，同比下降 7.29%，实现归属母公司净利润 28.54 亿元，同比下降 13.12%。每股收益为 2.65 元。其中二季度收入为 29.83 亿元，同比下降 3.4%，净利润为 8.53 亿元，同比下降 8%。业绩完全符合我们预期。
- **投资评级与估值：上调盈利预测与评级。**我们上调洋河 2014-2016 年盈利预测至 4.6 元、5.22 元、6.12 元，分别上调 3%、5%、5%，对应目前股价估值分别为 13.6 倍、12 倍、10 倍，上调评级至买入。
- **有别于大众的认识：**1) 业绩降幅逐季收窄，二季度收入与净利下滑幅度较一季度收窄约 7 个百分点，验证了此前我们一直强调的业绩逐季改善的观点；2) 分产品看，白酒收入下滑 7.81%，红酒收入增长近 20%至 2.1 亿。白酒的下滑主要还是来自于高端酒。分区域看，省内下滑 6.22%，省外下滑 9.39%，均较去年年报有所改善，其中省内的改善力度更大，下滑幅度收窄 8.5 个百分点，说明洋河在省内基本稳住。省外从草根调研情况来看，部分省份也开始实现正增长，情况逐步改善；3) 调整期再一次证明公司是一个伟大的企业，整个调整战略可以归结为“团购重商务、终端造氛围、市场新江苏、区域到乡镇、省外大众酒、红酒新增量”，精准把握消费方式变化。我们认为正确的调整方针以及高执行力保证公司较快走出调整。4) “双创新”带来新优势：产品创新与渠道创新均可圈可点。产品上新品“微分子酒”符合消费新趋势，未来前景看好。渠道上，洋河 1 号切入电商 O2O 新渠道，抢跑新渠道，目前已完成省内重点城市铺设。5) 我们一直强调本轮调整并没有改变洋河最核心的竞争优势：优秀的管理层。在张总的带领下，公司现阶段复苏的迹象越来越明显，并在调整中培养了新优势，洋河又到战略买入时！
- **股价表现的催化剂：**旺季、定期报告
- **核心假设风险：**宏观经济进一步疲软、省内竞争加剧

图 1：洋河上半年收入同比下降 8%



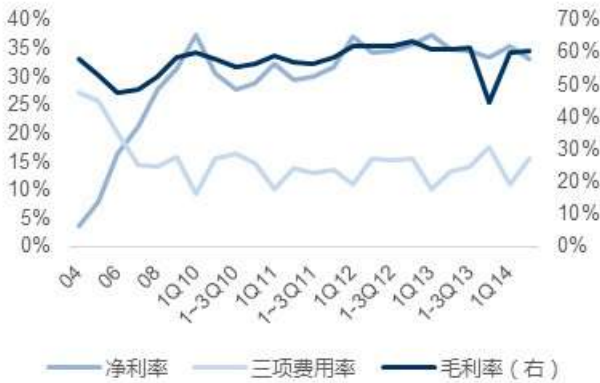
资料来源：申万研究，公司报告

图 2：洋河上半年净利润同比下降 13%



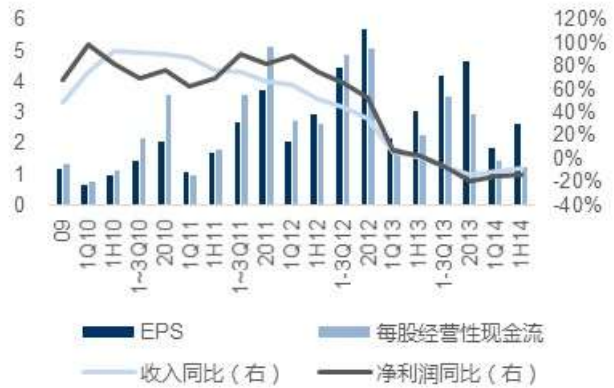
资料来源：申万研究，公司报告

图 3：洋河净利率、毛利率和费用率走势



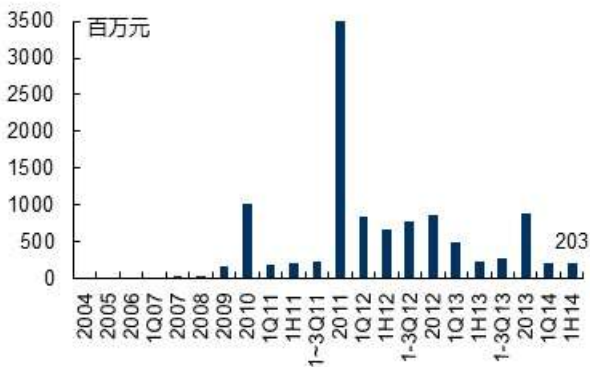
资料来源：申万研究，公司报告

图 4：洋河每股经营现金流和 EPS 走势



资料来源：申万研究，公司报告

图 5：洋河预收账款环比回落



资料来源：申万研究，公司报告

表 1：洋河股份盈利预测

利润表	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	12,741	17,270	15,024	15,000	16,574	19,131
二、营业总成本	7,228	9,216	8,369	8,603	9,261	10,519
其中：营业成本	5,329	6,294	5,946	6,142	6,587	7,590
营业税金及附加	179	241	187	187	207	238
销售费用	1,209	1,775	1,388	1,500	1,657	1,817
管理费用	661	1,020	1,037	900	994	1,148
财务费用	(157)	(121)	(196)	(118)	(186)	(277)
资产减值损失	6	7	8	(8)	2	3
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	135	51	180	180	180
三、营业利润	5,525	8,189	6,706	6,577	7,494	8,792
加：营业外收入	37	49	19	20	20	20
减：营业外支出	31	22	38	20	20	20
四、利润总额	5,531	8,215	6,686	6,577	7,494	8,792
减：所得税	1,394	2,064	1,684	1,623	1,856	2,186
五、净利润	4,137	6,152	5,002	4,954	5,638	6,607
少数股东损益	116	(2)	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4,021	6,154	5,002	4,953	5,637	6,607
六、基本每股收益	4.47	5.7	4.63	4.60	5.22	6.12

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。