

机制超前，惊喜不断

事件：公司上调 09 年度净利润预测，由 40%—60%至 50%—70%。

我们的观点：

- **机制超前，惊喜不断：**洋河在上市前便完成了中层以上管理层和骨干的股权激励，在白酒上市公司中机制超前。拥有优质品牌和优质管理两大利器，其品牌宣传和市场份额持续扩张，上市后业绩惊喜不断。
- **中档酒发展空间广阔：**根据中央会议精神，低收入群体的消费升级和城市化进程的加快将引领新一轮的消费趋势。目前 10-80 元的白酒消费数量相对较大，面向低收入消费群体；这一群体的消费升级将增大 80-300 元白酒产品的市场空间，成为未来的主流消费品种。
- **产品结构优化不可小觑：**通过消费结构的升级和公司的渠道引导，蓝色经典阶梯型产品结构中，天之蓝和梦之蓝的比重上升不可小觑。天之蓝 300-400 元的零售价位除了剑南春，没有强势的全国品牌，加上公司的销售倾斜，预计将迅速放量，有望成为第二个海之蓝。春节前后公司将推出梦之蓝系列产品，并将分产品交由不同经销商销售，以提升销量。
- **省内仍有空间，省外快速突围：**从网点分布看，08 年末公司在江苏市场仅有 13 个网点，募集项目中江苏省将新建 68 个网点；主攻县级市和县，省内渠道的纵向扩张将扩大市场份额。07 年泸州老窖省外收入已达 22.5 亿，而洋河 08 年省外收入才 6.7 亿；洋河目前的收入规模和品牌力度，省外市场仍有很大空间。此外，与其他曾成功运用盘中盘模式而后品牌力却日趋下滑的区域强势品牌相比，洋河目前全国前四的收入规模已足以支撑其全国化的布局。
- **提高盈利预测，维持增持评级：**公司公告中的预测中值略高于我们之前 09 年 55%的盈利增速，因此我们调高 09 年和 10 年盈利预测至 2.63 和 3.74 元，给予公司 PEG=1，33x 的 PE 估值，目标价 123 元，维持增持评级。

风险因素

- 全国化步伐面临地产酒的强势竞争
- 公司迅速扩张的同时也面临人才队伍的饥渴



东方证券
ORIENT SECURITIES

林 静

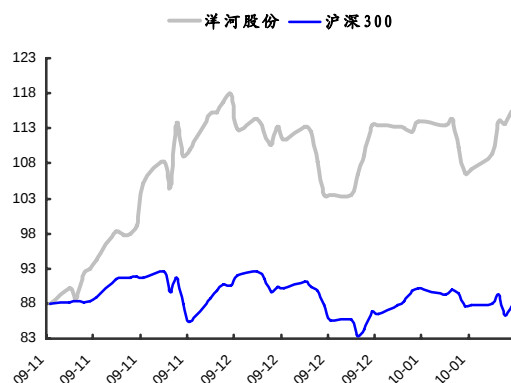
食品饮料行业分析师

8621-63325888 × 6077

linjing@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2009 年 8 月 28 日)	115.3 元
目标价格 (6 个月)	123 元
总股本/流通股 (万股)	45000/3600
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告日期	2010 年 1 月 24 日

股价表现



财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2682	3790	5091	6571
主营业务利润	1,378	2,055	2,911	3,940
净利润 (百万)	743.1	1182.5	1683.0	2290.3
每股收益 (元)	1.835	2.628	3.740	5.090
每股经营现金	1.835	2.628	3.740	5.090
市盈率(X)	62.8	43.9	30.8	22.7
市净率(X)	33.8	10.1	7.9	6.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2682	3790	5091	6571
增长率	52.2%	41.3%	34.3%	29.1%
主营业务成本	1278.07	1697.56	2128.78	2565.38
%销售收入	52%	55%	58%	61%
毛利	1,404	2,093	2,962	4,006
%销售收入	47.65%	44.79%	41.82%	39.04%
营业税金及附加	26.60	37.90	50.91	65.71
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	226.59	269.10	407.27	558.55
%销售收入	8.4%	7.1%	8.0%	8.5%
管理费用	169.73	236.05	311.96	396.10
%销售收入	6.3%	6.2%	6.1%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	981.40	1548.74	2190.93	2984.26
%销售收入	36.6%	40.9%	43.0%	45.4%
财务费用	-16.96	-27.96	-53.07	-69.54
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	0.00	0.85	1.00	1.14
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.18	0.00	0.00	0.00
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	998.3	1576.7	2244.0	3053.8
营业利润率	37.2%	41.6%	44.1%	46.5%
营业外收支	-5.51	0.00	0.00	0.00
税前利润	992.8	1576.7	2244.0	3053.8
利润率	37.0%	41.6%	44.1%	46.5%
所得税	249.78	394.17	561.00	763.45
所得税率	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	743.1	1182.5	1683.0	2290.3
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利	743.1	1182.5	1683.0	2290.3
净利率	27.7%	31.2%	33.1%	34.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	743.1	1182.5	1683.0	2290.3

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1032.1	4804.8	6203.4	8099.4
应收款项	15.3	21.7	29.1	37.6
存货	595.0	808.4	1013.7	1221.6
其他流动资产(预付)	32.6	68.0	81.0	95.8
流动资产总计	16.8	57.0	73.3	94.5
%总资产	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	7.7	6.7	6.7	6.7
固定资产	348.9	348.0	375.8	403.4
%总资产	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	135.9	133.2	131.1	128.9
其他非流动资产	15.2	15.2	15.2	15.2
非流动资产总计	5.1	5.0	5.3	5.5
%总资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	2183	6206	7856	10009
短期借款	7.0	30.0	30.0	30.0
应付款项	406.6	540.0	677.2	816.1
其他流动负债	233.5	307.2	397.2	491.0
流动负债总计	6.5	8.8	11.0	13.4
长期贷款	0.4	0.4	0.4	0.4
其他长期负债	152.4	152.4	152.4	152.4
负债总计	799.9	1030.0	1257.2	1489.8
普通股股东权益	1382.9	5146.9	6569.8	8489.8
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
负债股东权益合计	2183	6206	7856	10009

比率分析

	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标			123.42	
每股收益	1.835	2.628	3.740	5.090
每股净资产	3.414	11.438	14.599	18.866
每股经营现金净流	1.642	2.537	3.637	4.951
每股股利	0.400	0.578	0.823	1.781
回报率				
净资产收益率	53.73%	22.98%	25.62%	26.98%

非现金支出	22.2	7.0	8.2	9.3	总资产收益率	34.04%	19.05%	21.42%	22.88%
非经营收益	-4.2	-27.0	-50.2	-65.0	增长率				
营运资金变动	-96.1	-18.7	0.4	0.3	主营业务收入增长率	52.22%	41.31%	34.32%	29.08%
经营活动现金净流	664.9	1143.1	1639.2	2231.6	EBIT 增长率	66.19%	57.81%	41.46%	36.21%
资本开支	-155.3	-200.5	-201.0	-201.0	净利润增长率	98.23%	59.14%	42.32%	36.09%
投资	1.2	0.0	0.0	0.0	总资产增长率	48.57%	184.32%	26.59%	27.40%
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	资产管理能力				
投资活动现金净流	-154.1	-200.5	-201.0	-201.0	应收账款周转率	368.1	215.6	211.0	207.4
股权募资	0.0	2745.0	0.0	0.0	存货周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
债权募资	-7.0	23.0	0.0	0.0	应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
其他筹资有关现金	0.0	0.0	0.0	0.0	偿债能力				
股利、偿付利息	-82.0	-136.5	-209.7	-304.8	EBIT 利息保障倍数	-57.9	-55.4	-41.3	-42.9
筹资活动现金净流	-89.0	2631.5	-209.7	-304.8	资产负债率	36.65%	16.60%	16.00%	14.88%
现金净流量	421.8	3551.1	1228.4	1725.8					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

林静 食品饮料行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力以勤勉的职业态度独立、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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。客户应当考虑到本公司可能存在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。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。

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。

本报告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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn