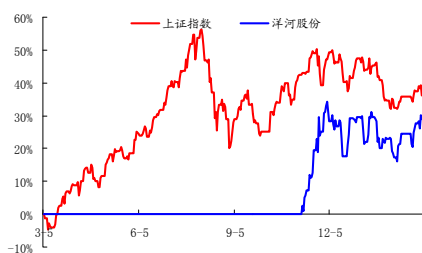


2010 年 3 月 5 日

洋河股份（002304.SZ）09 年年报点评

评级：推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所综合组

组长：强系壁

执业证书编号：S0590208070088

联系人

周纪庚

电话：021-58766036-208

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

《重塑白酒行业的“蓝色经典”——
洋河股份（002304）新股报告》

2009-10-26

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

● 年报数据

2009 年，公司实现营业收入 40.02 亿元，同比增长 49.21%；实现利润总额 16.73 亿元，同比增长 68.54%；归属上市公司股东的净利润 12.54 元，同比增长 68.71%。基本每股收益 3.04 元。

● 收入增长快于行业整体

2009 年，公司销售收入同比增长 49.21%，明显高于行业整体 30% 的收入增长速度。公司 07~09 年收入复合增长率超过 55%，净利润复合增长率超过 90%，增速连续 5 年名列行业前茅。公司第四季度完成收入 11 亿元，同比增长 75%，净利润 3.5 亿元，同比增长 98%，实现每股收益 0.81 元。

● 省内内生性增长和省外外延式扩张为公司业增长打开广阔空间

公司 09 年销售快速增长主要原因是省内市场保持价量齐升，省外市场份额逐步扩大，增速快于省内。省内市场未来通过销售网点下沉、销售结构优化以及产品品类延伸，将带来内生性增长；省外市场在经过全国性的布局之后，将逐步进入到收获的阶段，市场份额进一步增加。

● 产品结构提升带来吨酒价格上涨

2009 年，公司坚持品牌高档化战略，使得中高档的蓝色经典系列继续保持高速增长，全年增幅达 65.82%，销售占比进一步提升。而且其中又以高端的梦之蓝和天之蓝增速最快，全年分别实现销售同比增长 145.09% 和 113.07%，通过产品销售结构的优化，公司吨酒价格将逐步提升。

● 盈利预测及投资建议

预计公司未来三年的收入分别为 54 亿元、67 亿元和 81 亿元，实现净利润 17 亿元、21 亿元和 25.8 亿元，对应每股收益分别为 3.79、4.76 和 5.74 元。对应目前的股价，公司 10~12 年的市盈率分别为 29.8 倍、23.8 倍和 19.7 倍。长期看好公司的营销能力和盈利增长能力，我们认为公司最早 11 年将实现每股 5 元的收益，因此公司合理价格应该在 150 元以上，给予公司“推荐”评级。

图表 1: 公司白酒销售地区分布情况

地区	营业收入	营业收入比上年增减 (%)
江苏	290,317.57	46.93%
南部	35,280.58	50.04%
中部	47,592.58	45.96%
北部	21,797.45	88.17%
合计	394,988.18	48.88%

数据来源: 公司年报

图表 2: 公司分产品收入情况

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
中高档白酒	337,843.06	111,961.37	66.86%	56.38%	39.08%	4.12%
普通白酒	57,145.12	49,835.57	12.79%	16.01%	10.49%	4.36%
合计	394,988.18	161,796.94	59.04%	48.88%	28.81%	6.38%

数据来源: 公司年报

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	4676	4704	6184	8039	营业收入	4002	5403	6753	8104
应收款项	47	1850	2313	2775	营业成本	1662	2161	2701	3242
存货净额	914	612	773	930	营业税金及附加	42	81	122	146
其他流动资产	140	32	40	48	销售费用	405	540	675	810
流动资产合计	5778	7198	9310	11793	管理费用	246	411	512	613
固定资产	550	493	467	439	财务费用	(21)	(101)	(113)	(151)
无形资产及其他	136	131	126	120	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	(2)	(35)	0	0
长期股权投资	7	27	27	27	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6491	7868	9950	12399	营业利润	1666	2276	2857	3444
短期借款及交易性金融负债	0	200	200	200	营业外净收支	8	0	0	0
应付款项	314	894	1130	1359	利润总额	1673	2276	2857	3444
其他流动负债	947	94	118	142	所得税费用	420	569	714	861
流动负债合计	1261	1188	1448	1702	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1254	1707	2143	2583
其他长期负债	150	150	150	150	现金流量表（百万元）				
长期负债合计	151	151	151	151	2009	2010E	2011E	2012E	
负债合计	1412	1339	1599	1852	净利润	1254	1707	2143	2583
少数股东权益	4	4	4	4	资产减值准备	2	(0)	(0)	(0)
股东权益	5075	6526	8347	10542	折旧摊销	30	58	61	64
负债和股东权益总计	6491	7868	9950	12399	公允价值变动损失	2	35	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	(21)	(101)	(113)	(151)
2009	2010E	2011E	2012E		营运资本变动	159	(1666)	(372)	(374)
每股收益	3.04	3.79	4.76	5.74	其它	(2)	0	0	0
每股红利	0.36	0.57	0.71	0.86	经营活动现金流	1445	133	1832	2272
每股净资产	11.28	14.50	18.55	23.43	资本开支	(229)	(30)	(30)	(30)
ROIC	38%	46%	91%	95%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	25%	26%	26%	25%	投资活动现金流	(228)	(50)	(30)	(30)
毛利率	58%	60%	60%	60%	权益性融资	2609	0	0	0
EBIT Margin	41%	41%	41%	41%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	42%	42%	42%	41%	支付股利、利息	(163)	(256)	(321)	(387)
收入增长	49%	35%	25%	20%	其它融资现金流	143	200	0	0
净利润增长率	69%	36%	26%	21%	融资活动现金流	2427	(56)	(321)	(387)
资产负债率	22%	17%	16%	15%	现金净变动	3644	27	1481	1855
息率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	1032	4676	4704	6184
P/E	40.6	29.8	23.8	19.7	货币资金的期末余额	4676	4704	6184	8039
P/B	10.0	7.8	6.1	4.8	企业自由现金流	1194	19	1717	2129
EV/EBITDA	31.2	23.1	18.7	15.7	权益自由现金流	1337	295	1802	2242

资料来源：公司资料和国联证券预测

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。