

洋河股份：驶入发展快车道

洋河股份更新报告

报告关键点：

- 蓝色经典结构升级；
- 向省外市场进军；
- 制度上的优势是保障

报告摘要：

- **驶入发展的快车道：**公司2005年-2009年收入的复合增长率达到60%，净利润的复合增长率达到77%，支持公司快速发展的是公司超强的盈利能力，公司在白酒行业的主要上市公司中ROE水平仅次于泸州老窖和贵州茅台。
- **蓝色经典结构升级：**公司差异化地推出“蓝色经典”高端产品系列经过5年的市场培育后成为二线名白酒的知名品牌，09年的销售额高达27亿元。“蓝色经典”销售额的占比逐年提高。2010年，公司将从主推“海之蓝”向更高层次“天之蓝”升级，产品结构实现升级，提升公司的吨酒价格的同时提高产品的综合毛利率，预计2010年“蓝色经典”系列销售额达到35亿元。
- **向省外市场进军：**公司在近年的快速发展得益于深耕本土市场，2009年公司江苏市场的占有率达到20%。从2010年开始公司实行战略第二步走-面向全国进军。但重点市场放在江苏周边市场如山东、河南和安徽市场。同时公司还将增加对上海、北京和广州等城市的覆盖和深化。我们相信以洋河当前的品牌力和营销策划能力以及执行力，借鉴江苏市场的成功经验，突破这些周边市场的成功性极大。预计2010年河南市场有望突破5亿元，山东、安徽和上海等核心市场有望放量增长。
- **制度优势是保障：**公司近年的快速发展直接得益于其强大的营销策划能力和执行力，但其深层次的原因是其体制上的优势，公司管理层和骨干员工在上市前几年就已对公司持股，目前持有上市公司约31%的股权，使管理层的利益与企业的长远发展有效地结合在一起。
- **盈利预测和定价分析：**我们未将公司近期收购的双沟酒业的业绩计算在内的情况下，预计公司2010和11年的销售收入将分别实现36%和26%的增幅，EPS 分别为4.11和5.36元，分别增长47%和30%。考虑到公司在未来几年的快速成长，公司12个月的目标价为172元，给予增持-A的投资评级。

评级：

增持-A

上次评级：

目标价格：172.00

期限：12个月 上次预测：150.00

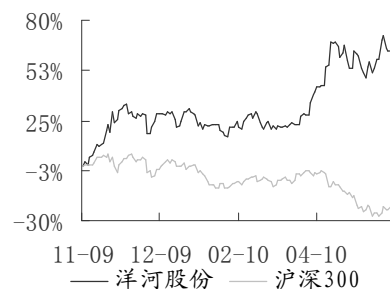
现价：161.00元

报告日期：2010-06-16

市场数据

总市值(百万元)	65,700.00
流通市值(百万元)	6,569.90
总股本(百万股)	450.00
流通股本(百万股)	45.00
12个月最高/最低	87.66/152.99元
十大流通股东(%)	24.04%
股东户数	21,342

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.12	43.94	63.78
绝对收益	9.04	30.80	67.06

研究员

李铁

行业分析师

010-66581633
证书编号

litie2@essence.com.cn
S1450210010314

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,682.2	4,002.0	5,472.4	6,918.2	8,232.7
Growth(%)	52.2%	49.2%	36.7%	26.4%	19.0%
净利润	743.1	1,253.6	1,849.8	2,410.0	2,905.8
Growth(%)	98.3%	68.7%	47.6%	30.3%	20.6%
毛利率(%)	52.3%	58.5%	59.5%	60.8%	61.0%
净利润率(%)	27.7%	31.3%	33.8%	34.8%	35.3%
每股收益(元)	1.65	2.79	4.11	5.36	6.46
每股净资产(元)	3.07	11.29	14.95	19.72	25.47
市盈率	88.4	52.4	35.5	27.3	22.6
市净率	47.5	12.9	9.8	7.4	5.7
净资产收益率(%)	53.7%	24.7%	27.5%	27.2%	25.3%
ROIC(%)	274.7%	216.2%	239.8%	169.9%	184.4%
EV/EBITDA	58.3	36.7	25.7	19.1	15.3
股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-28

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,682.2	4,002.0	5,472.4	6,918.2	8,232.7	成长性					
减: 营业成本	1,278.1	1,662.2	2,217.9	2,711.7	3,210.7	营业收入增长率	52.2%	49.2%	36.7%	26.4%	19.0%
营业税费	26.6	41.9	57.5	72.6	86.4	营业利润增长率	69.3%	66.8%	48.2%	30.4%	20.5%
销售费用	226.6	405.2	547.2	691.8	823.3	净利润增长率	98.3%	68.7%	47.6%	30.3%	20.6%
管理费用	169.7	246.0	336.6	425.5	506.3	EBITDA 增长率	64.5%	67.1%	40.5%	30.1%	19.4%
财务费用	-17.0	-20.7	-154.7	-200.9	-271.4	EBIT 增长率	66.3%	67.6%	40.6%	30.4%	19.5%
资产减值损失	0.0	2.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	94.8%	69.5%	40.0%	30.3%	19.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	115.4%	26.2%	83.9%	10.2%	8.4%
投资和汇兑收益	0.2	0.7	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	91.8%	267.3%	32.5%	31.9%	29.2%
营业利润	998.3	1,665.7	2,468.0	3,217.7	3,877.5	利润率					
加: 营业外净收支	-5.5	7.6	1.0	-1.0	1.0	毛利率	52.3%	58.5%	59.5%	60.8%	61.0%
利润总额	992.8	1,673.3	2,469.0	3,216.7	3,878.5	营业利润率	37.2%	41.6%	45.1%	46.5%	47.1%
减: 所得税	249.8	419.7	619.2	806.7	972.7	净利率	27.7%	31.3%	33.8%	34.8%	35.3%
净利润	743.1	1,253.6	1,849.8	2,410.0	2,905.8	EBITDA/营业收入	37.3%	41.8%	42.9%	44.2%	44.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	36.6%	41.1%	42.3%	43.6%	43.8%
货币资金	1,032.1	4,676.4	6,135.6	8,262.5	10,833.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	29	33	33	27	23
应收帐款	12.5	42.5	58.2	73.5	87.5	流动营业资本周转天数	19	17	30	43	42
应收票据	2.8	4.7	6.4	8.2	9.7	流动资产周转天数	188	335	443	468	517
预付帐款	32.6	140.2	283.7	459.1	666.8	应收帐款周转天数	1	1	2	2	2
存货	595.0	914.0	1,215.3	1,485.9	1,759.3	存货周转天数	70	68	70	70	71
其他流动资产	0.0	-0.0	2.4	4.7	6.8	总资产周转天数	245	390	490	506	549
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	56	58	68	73	67
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	7.7	6.8	6.8	6.8	6.8	ROE	53.7%	24.7%	27.5%	27.2%	25.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	34.0%	19.3%	22.0%	21.9%	20.6%
固定资产	236.1	493.4	515.1	530.4	538.0	ROIC	274.7%	216.2%	239.8%	169.9%	184.4%
在建工程	112.8	57.0	34.8	21.5	13.5	费用率					
无形资产	135.9	136.5	136.6	136.6	136.7	销售费用率	8.4%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
其他非流动资产	15.2	19.3	24.6	25.0	25.2	管理费用率	6.3%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
资产总额	2,182.7	6,490.7	8,419.4	11,014.1	14,084.0	财务费用率	-0.6%	-0.5%	-2.8%	-2.9%	-3.3%
短期债务	7.0	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	14.1%	15.8%	13.3%	13.2%	12.9%
应付帐款	315.3	599.1	227.6	278.2	329.4	偿债能力					
应付票据	57.0	145.2	188.4	230.3	272.7	资产负债率	36.6%	21.8%	20.1%	19.4%	18.6%
其他流动负债	267.8	516.8	827.8	1,184.9	1,574.2	负债权益比	57.8%	27.8%	25.2%	24.1%	22.9%
长期借款	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	流动比率	2.59	4.58	4.99	5.16	5.40
其他非流动负债	152.4	150.4	148.2	146.0	144.1	速动比率	1.67	3.86	4.20	4.42	4.69
负债总额	799.9	1,411.9	1,692.4	2,139.8	2,620.7	利息保障倍数	#####	-79.65	-14.96	-15.01	-13.29
少数股东权益	-	4.0	4.0	4.0	4.0	分红指标					
股本	405.0	450.0	450.0	450.0	450.0	DPS(元)	0.18	0.36	0.45	0.58	0.70
留存收益	977.9	4,624.8	6,273.0	8,420.3	11,009.3	分红比率	10.9%	12.9%	10.9%	10.9%	10.9%
股东权益	1,382.9	5,078.8	6,727.0	8,874.3	11,463.3	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	743.1	1,253.6	1,849.8	2,410.0	2,905.8	EPS(元)	1.65	2.79	4.11	5.36	6.46
加: 折旧和摊销	22.2	30.4	35.9	38.8	41.3	BVPS(元)	3.07	11.29	14.95	19.72	25.47
资产减值准备	0.0	2.5	-	-	-	PE(X)	88.4	52.4	35.5	27.3	22.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	47.5	12.9	9.8	7.4	5.7
财务费用	4.4	1.0	0.7	-154.7	-200.9	P/FCF	-	59.9	42.6	28.9	23.6
投资收益	-0.2	-0.7	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	24.5	16.4	12.0	9.5	8.0
少数股东损益	-	-0.0	-	-	-	EV/EBITDA	58.3	36.7	25.7	19.1	15.3
营运资金的变动	-76.3	249.3	-483.7	-17.9	-17.9	CAGR(%)	48.0%	32.3%	24.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	664.9	1,428.4	1,247.2	2,229.7	2,657.6	PEG	1.8	1.6	1.5	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-154.1	-218.7	-31.9	-31.9	-31.9	ROIC/WACC	28.1	22.1	24.5	17.4	18.9
融资活动产生现金流量	-89.0	2,434.7	253.0	-61.7	-45.3	REP	3.6	3.8	1.8	2.3	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034