

2010 年 10 月 27 日

评级：推荐

52 周走势

报告作者

国联证券研究所食品饮料小组

组长 强系璧

执业证书编号：S0590208070088

联系人

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告
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。

洋河股份（002304）2010 年三季度报分析
经营数据：

公司 2010 年前三季度实现收入 55.43 亿元，同比增长 92.04%；实现营业利润 21.04 亿元，同比增长 75.02%；实现归属母公司净利润 15.35 亿元，同比增长 69.91%，实现每股收益 3.41 元；三季度收入和净利润分别同比增长 90.06%和 60.64%。

分析结论：
● 收入维持高增长，销售费用大幅增加

公司前三季度洋河蓝色经典继续保持快速增长，再加上双沟收入的并表，公司前三季度收入同比增长 92.04%；销售费用同比大幅增长 227%，一方面是因为双沟的销售费用并入报表，另一方面是公司全国化步伐的加快，加大了对媒体的广告投放力度。

● 产品结构继续优化，毛利率稳步提升

公司前三季度毛利率 55.24%，同比提升 0.9 个百分点，公司在并入毛利率较低的双沟后，毛利率同比仍能保持同比增长，表明公司产品结构继续优化，从目前公司的产品销售结构来看，梦之蓝、天之蓝合计已经超过海之蓝。

● “天之蓝”提价具战略意义

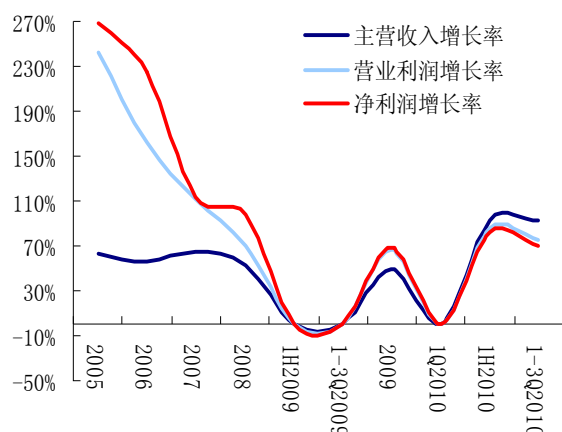
公司目前对蓝色经典的整体思路是在省内主推天之蓝，省外主推海之蓝。10 月 15 日在中高档白酒中率先对“天之蓝”提价 5%，一方面可以保持与高端白酒的相对位置，另一方面可以为苏酒系列留出价格空间，第三可以强化天之蓝在产品体系中的地位，实现中端消费由海之蓝向天之蓝转变。

● 给予“推荐”评级

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 4.98 元、6.74 元和 8.58 元，对应目前股价 PE 分别为 42 倍、31 倍和 24 倍，估值不低，但考虑到公司对双沟的整合效应的逐步体现，长期仍具备较强吸引力，给予“推荐”评级。

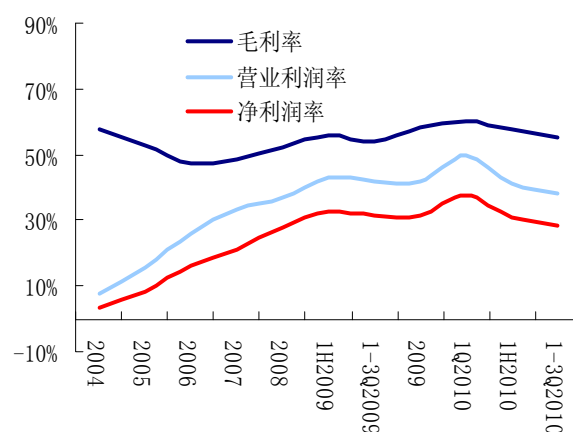
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,002	7,623	9,722	12,116
YOY	49.2%	90.5%	27.5%	24.6%
归属母公司净利润	1,254	2,240	3,031	3,860
EPS(元)	2.79	4.98	6.74	8.58
P/E	75.0	42.0	31.0	24.4
P/B	18.5	15.2	12.2	9.8

图表 1: 公司经营成长情况



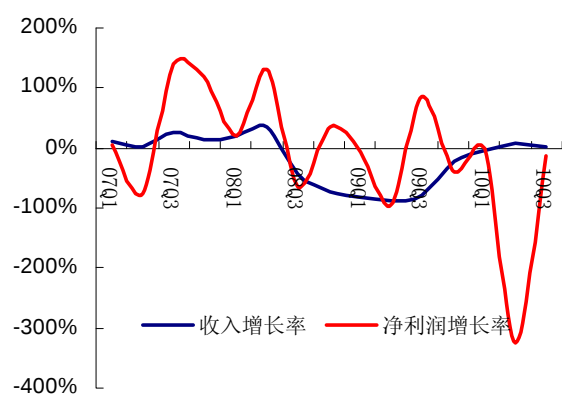
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司盈利能力情况



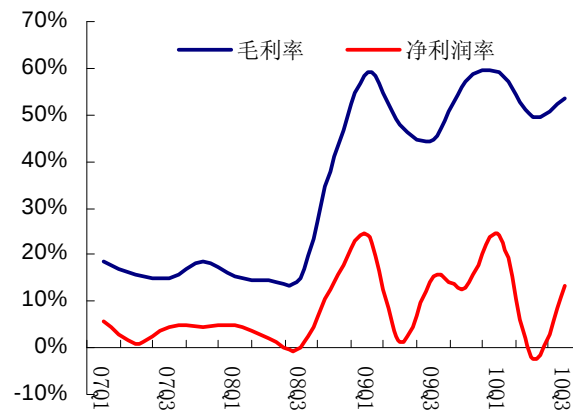
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司单季度成长情况



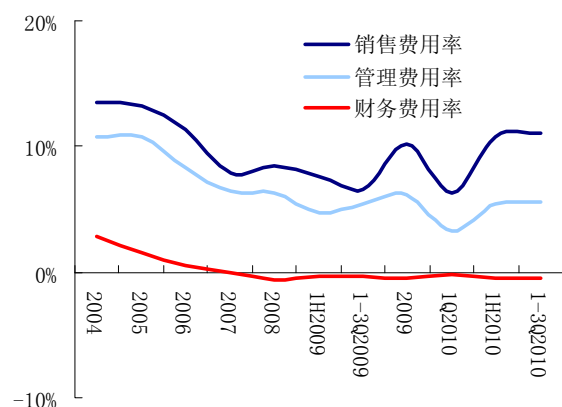
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司单季度盈利能力



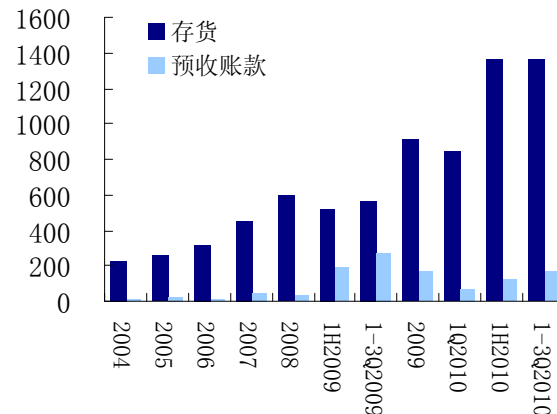
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司期间费用情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 6: 公司存货及预收账款 (百万元)



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 7: 单季度利润表情况

单位: 百万元	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
一、营业总收入	709.35	633.81	1102.27	702.29	1087.68	1109.81	1933.43	1553.67	2067.20
二、营业总成本	448.21	398.81	621.94	407.37	661.30	646.50	971.48	1080.53	1397.83
其中: 营业成本	341.79	281.63	510.84	280.52	529.73	341.16	771.55	702.73	1012.01
营业税金及附加	7.50	4.87	13.31	7.94	9.69	10.92	21.65	14.19	29.66
销售费用	68.20	65.58	56.96	79.56	52.35	216.30	120.57	252.50	244.81
管理费用	37.93	55.88	43.62	42.48	73.08	86.80	62.24	128.31	115.90
财务费用	(7.48)	(8.38)	(3.12)	(3.73)	(4.27)	(9.53)	(4.04)	(14.26)	(4.70)
资产减值损失	0.28	(0.77)	0.34	0.58	0.72	0.86	(0.49)	(2.94)	0.15
三、其他经营收益									
公允价值变动净收益									
投资净收益	(0.06)	(0.03)		0.73	0.02	0.00			0.00
四、营业利润	261.07	234.97	480.33	295.65	426.40	463.30	961.95	473.14	669.37
加: 营业外收入	0.97	3.32	4.39	6.10	1.15	9.22	1.57	6.10	10.35
减: 营业外支出	2.15	1.04	0.54	1.38	6.46	4.88	0.55	11.41	3.20
五、利润总额	259.90	237.25	484.19	300.38	421.09	467.65	962.97	467.82	676.53
减: 所得税	65.59	60.75	121.08	75.12	105.63	117.86	241.56	120.66	169.77
六、净利润	194.31	176.49	363.11	225.25	315.46	349.79	721.41	347.16	506.76
减: 少数股东损益						(0.01)	(0.03)	1.38	38.32
七、归属母公司所有者净利润	194.31	176.49	363.11	225.25	315.46	349.80	721.45	345.79	468.44
EPS	0.480	0.436	0.897	0.556	0.779	0.777	1.603	0.768	1.040
收入增长率	-	-	-	-	53%	75%	75%	121%	90%
毛利率	52%	56%	54%	60%	51%	69%	60%	55%	51%
营业利润率	37%	37%	44%	42%	39%	42%	50%	30%	32%
净利润率	27%	28%	33%	32%	29%	32%	37%	22%	25%
营业税金率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
销售费用率	10%	10%	5%	11%	5%	19%	6%	16%	12%
管理费用率	5%	9%	4%	6%	7%	8%	3%	8%	6%
所得税率	25%	26%	25%	25%	25%	25%	25%	26%	25%
净利润增长率	-	-	-	-	62%	98%	99%	54%	61%

资料来源: WIND 国联证券研究所

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

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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。