

洋河股份 (002304)

业绩延续高增长 销售投入力度大

——洋河股份 2010 年 3 季报点评

	胡春霞	张楷滢
	021-38676186	021-38674752
	huchunxia@gtjas.com	zhangkaixi008735@gtjas.com
	S0880208060347	S0880110090037

本报告导读:

公司收入延续高增长,收购双沟合并报表导致毛利率下滑,与双沟的渠道整合在加快,公司加大天之蓝的营销投入与产品顺利提价有望迎来该产品明年价量齐升。

投资要点:

- 洋河股份前三季度实现主营业务收入、净利润分别为 55.5、15.4 亿,同比增长 92%、70%, Eps3.41 元,超出我们的预期。
- 收购双沟并表导致毛利率下滑:前三季度毛利率 55.2%,比上半年下滑 2.5 个百分点,主要由于双沟产品毛利率相对较低,收购双沟并表原因导致毛利率下滑。我们认为随着公司与双沟销售渠道整合逐渐完成,双沟产品升级与洋河本身产品结构调整会合力提高公司吨酒价格水平,未来毛利率会有所回升。
- 销售费用率同比上升,但相比去年计提已经较为充分:公司今年省外市场拓展力度较大,与双沟的渠道整合也将增大一部分渠道投入,前三季度销售费用率 11.1%,同比上升 4.6 个百分点。公司年初计划全年销售费用 4.4 亿,但是前三季度已计提了 6.18 亿,我们认为今年销售费用前期计提已经比较充分。随着销售投入力度加大,公司与双沟渠道整合所能发挥的“1+1>2”的优势会在明年逐步显现,我们预期明年收入增速将快于销售费用增速,销售费用率有望下降。
- 天之蓝提价 5%,等待明年价量齐升:天之蓝终端零售价在 400 块钱左右,这个价格区间内公司面临的竞品相对较少,最大做强这块产品会优化未来公司的产品收入结构,公司今年营销投入的重点主要是天之蓝产品,我们预计明年天之蓝有望迎来价量齐升。
- 公司体制与销售优势将继续推动公司盈利增长,3 季度业绩超过我们之前的预测,调高 2010、2011 年 Eps 分别至 4.93、7.09 元,给予 2011 年 35 倍估值,增持评级,调高目标价至 248 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,682	4,002	7,588	10,420	13,821
(+/-)%	52%	49%	90%	37%	33%
经营利润 (EBIT)	981	1,647	3,020	4,362	5,999
(+/-)%	67%	68%	83%	44%	38%
净利润	743	1,254	2,218	3,192	4,385
(+/-)%	98%	69%	77%	44%	37%
每股净收益 (元)	1.83	2.79	4.93	7.09	9.74
每股股利 (元)	0.00	0.80	0.49	1.06	1.95

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	36.6%	41.1%	39.8%	41.9%	43.4%
净资产收益率 (%)	53.7%	24.7%	31.4%	32.6%	33.0%
投入资本回报率 (%)	53.1%	24.3%	31.5%	32.6%	32.8%
EV/EBITDA	83.3	53.3	28.8	19.3	13.6
市盈率	113.9	75.0	42.4	29.5	21.4
股息率 (%)	0.0%	0.4%	0.2%	0.5%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **248.00**

上次预测: 152.00

当前价格: 209.00

2010.10.27

交易数据

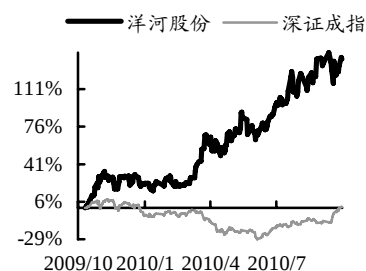
52 周内股价区间 (元)	87.66-215.1
总市值 (百万元)	94,050
总股本/流通 A 股 (百万股)	450/45
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	10%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	173

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,250
每股净资产	13.89
市净率	15.0
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.81	1.60
Q2	0.50	0.77
Q3	0.70	1.04
Q4	0.78	1.52
全年	2.79	4.93

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	23%	0%
相对指数	-22%	-7%	-11%

相关报告

《业绩高增长有望继续保持》	2010.04.20
《业绩高增长将带来高回报》	2010.04.12
《蓝色经典开拓市场蓝海》	2010.03.31
《产品结构提升将继续推动业绩快速增长》	2010.03.05
《蓝色经典带动老洋河焕发新活力》	2009.10.26

模型更新时间: 2010.10.26

股票研究

必需消费
食品饮料

洋河股份 (002304)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 248.00

上次预测: 152.00

当前价格: 209.00

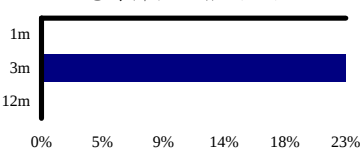
公司网址

www.chinayanghe.com

公司简介

公司是国有大型酿酒企业,公司主导产品洋河大曲已有 500 多年的历史,早在明清时代就享有盛名。洋河大曲属浓香型大曲酒,以优质高粱为原料,以小麦、大麦、豌豆制成的高温火曲为发酵剂,辅以闻名遐迩的美人泉水精工酿制而成,形成了“甜、绵、软、净、香”的独特风格,被专家和广大消费者誉为浓香型大曲酒的正宗代表。“洋河”商标被国家工商总局评定为“中国驰名商标”,产品获“江苏省重点名牌产品”。全力打造的“绵柔型”白酒经典之作洋河蓝色经典,面市以来销售增长迅猛,“蓝色经典”系列白酒“蓝色经典”

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

87.66-215.10

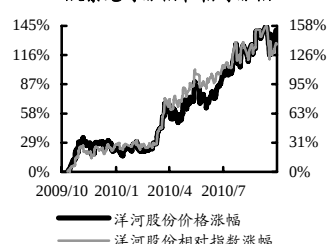
市值 (百万)

94,050

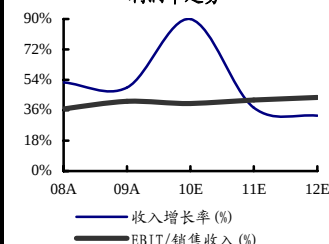
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,682	4,002	7,588	10,420	13,821
营业成本	1,278	1,662	3,107	4,074	5,217
税金及附加	27	42	95	130	173
销售费用	227	405	926	1,250	1,631
管理费用	170	246	440	604	802
EBIT	981	1,647	3,020	4,362	5,999
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
财务费用	-17	-21	-50	-66	-89
营业利润	998	1,666	3,070	4,428	6,089
所得税	250	420	778	1,120	1,539
少数股东损益	0	0	93	133	183
净利润	743	1,254	2,218	3,192	4,385
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,032	4,676	5,249	7,888	9,954
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	8	7	7	7	7
固定资产合计	349	550	1,271	2,062	2,939
无形及其他资产	136	136	736	1,334	1,932
资产合计	2,183	6,491	9,814	13,616	18,757
流动负债	647	1,261	2,646	3,601	5,051
非流动负债	153	151	0	0	0
股东权益	1,383	5,075	7,071	9,784	13,292
投入资本(IC)	1,383	5,072	7,161	10,008	13,699
现金流量表					
NOPLAT	734	1,234	2,259	3,263	4,487
折旧与摊销	22	30	60	110	170
流动资金增量	-76	163	-287	925	-549
资本支出	-155	-214	-1,362	-1,482	-1,626
自由现金流	526	1,213	670	2,816	2,482
经营现金流	665	1,428	2,084	4,342	4,170
投资现金流	-154	-219	-1,361	-1,481	-1,625
融资现金流	-89	2,435	-150	-222	-479
现金流净增加额	422	3,644	572	2,639	2,066
财务指标					
成长性					
收入增长率	52.2%	49.2%	89.6%	37.3%	32.6%
EBIT 增长率	67.3%	67.8%	83.4%	44.4%	37.5%
净利润增长率	98.3%	68.7%	76.9%	44.0%	37.4%
利润率					
毛利率	52.3%	58.5%	59.0%	60.9%	62.3%
EBIT 率	36.6%	41.1%	39.8%	41.9%	43.4%
净利润率	27.7%	31.3%	29.2%	30.6%	31.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	53.7%	24.7%	31.4%	32.6%	33.0%
总资产收益率(ROA)	34.0%	19.3%	22.6%	23.4%	23.4%
投入资本回报率(ROIC)	53.1%	24.3%	31.5%	32.6%	32.8%
运营能力					
存货周转天数	149	166	180	180	180
应收账款周转天数	1	1	2	2	2
总资产周转天数	248	396	392	67	68
净利润现金含量	0.89	1.14	0.94	1.36	0.95
资本支出/收入	6%	5%	18%	14%	12%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	21.8%	27.0%	26.5%	26.9%
净负债率	-74.1%	-92.1%	-74.2%	-80.6%	-74.9%
估值比率					
PE	113.9	75.0	42.4	29.5	21.4
PB	61.2	18.5	13.3	9.6	7.1
EV/EBITDA	83.3	53.3	28.8	19.3	13.6
P/S	31.6	23.5	12.4	9.0	6.8
股息率	0.0%	0.4%	0.2%	0.5%	0.9%

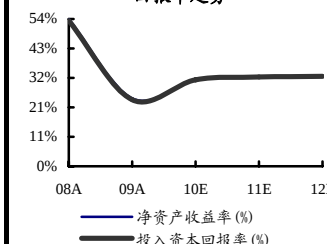
股票绝对涨幅和相对涨幅



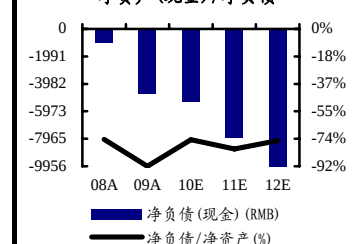
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷滢:

武汉大学金融学硕士，2010 年进入国泰君安，现从事食品饮料行业研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		