

湘财证券研究所

食品行业

徐广福 分析师

执业编号: S0500511010003

联系人:

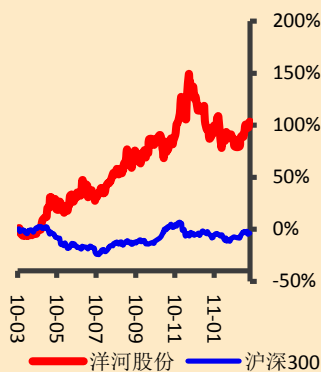
赵 军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

市场数据	2011/2/28
收盘价(元)	228.48
一年内最高价(元)	283.80
一年内最低价(元)	104.50
市净率	16.4
流通 A 股市值(亿元)	468.8

最近一年股价与大盘的涨幅



相关研究报告: 请参见附录

事件: 公司近日发布业绩公告, 2010 年实现营业收入 75.44 亿元, 同比增长 88.52%; 归属上市公司股东的净利润 22.09 亿元, 同比增长 76.22%; 实现基本每股收益 4.91 元, 超出市场的预期, 符合我们前期的判断。

点评:

□ 基本每股收益大幅提升, 10 年第四季度业绩同比增长 92%。

公司第四季度实现归属上市公司股东业绩 6.73 亿元, 同比增长 92%。公司 1 月 20 日将业绩预测从先前的 50%-70% 上调为 60%-80%。我们当时判断公司 2010 年的业绩增速在 70%-80% 之间, 与我们 10 年业绩 4.78 元, 同比增长 71.48% 基本接近, 但我们认为超我们预期的可能性较大, 预计在 4.78-5.00 元之间。近日披露的 2010 年每股业绩 4.91 元基本符合我们的这一判断。

□ 股价运行中枢会上升, 但市场兴奋度目前难以达到 2010 年 11 月 19 日的高度。

我们认为市场会在洋河超预期的业绩下有所提振, 而且股价运行中枢可能会向 230 靠近。但鉴于洋河股份之前解禁股东高价位通过大宗交易减持的历史, 预计市场目前恐难回到 2010 年 11 月 19 日、11 月 22 日的兴奋度。

□ 高增长却未带来高估值, 关键是市场没有真正接受洋河未来持续高增长的预期。

洋河股份 2010 年业绩同比增长高达 76%, 2010 年第四季度业绩更是增长超过 92%。但市场给其 2010 年的历史市盈率大约只有 46 倍, 和中小板的一些公司相比明显低估很多。这其中的原因, 一方面固然因为公司 2010 年的销售额高达 75.44 亿元, 市值高达 1025 亿元, 市值规模已不小; 另一方面, 也更为重要的是公司目前发展大有超过五粮液而追赶贵州茅台的势头, 公司未来的高增长是否可持续, 能持续多久。对于公司未来持续高增长的问题, 我们将在后续报告中进行深度演绎, 结论之一是洋河的高增长在 2011 年应该没有太大问题。

□ 盈利预测及估值 考虑到公司业绩超预期, 我们微调 2010-2012 年业绩预测至 4.91 元 (已披露)、8.06 元、11.47 元, 对应的 PE 分别为 46.5 倍、28.34 倍、19.9 倍。维持 12 个月 330 元的目标价, 维持“买入”评级, 继续维持当前买点的判断。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4002.05	7544.66	11769.67	16242.15
收入同比(%)	49.21%	88.52%	56.00%	38.00%
归属母公司净利润（百万元）	1253.62	2210.31	3628.13	5163.29
净利润同比(%)	68.71%	76.31%	64.15%	42.31%
毛利率(%)	58.47%	57.14%	58.00%	59.00%
每股收益(元)	2.79	4.91	8.06	11.47
P/E	82.02	46.52	28.34	19.91
P/B	20.26	14.85	10.40	7.36

附录：相关研究报告

《资产收购加速规模效应，业务整合是关键》2010/03/12

《男人情怀激荡男人需求》2010/04/21

《酒业投资和金融投资续绘宏伟战略展开图》2010/05/11

《机会和实力共振，未来白酒业的新龙头》2010/05/23

《现有整合进展顺利，未来发展充满想象》2010/05/28

《股价基本反映基本面，重点关注整合》2010/08/20

《整合若成功，行业新龙头将不是梦》2010/09/28

《食品板块现巨大投资机会，白酒板块高估值将成为常态》

2010/10/25

《业绩维持高增长，提升双沟进日程》2010/10/27

《目标价上调至330元，但短期上行空间有限》2010/11/11

《进一步破解洋河成功之谜》2010/11/21

《认识洋河的预收款、存货周转、基酒供应和小非减持》2010/12/20

《继续收购双沟股权，不仅看现在更重要是看未来》2010/01/05

表 1 2010 年第三季度业绩同比增 48.5%，环比略有放缓，考虑去年低基数效应后，环比基本持平

	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比
一、营业总收入	1109.81	1933.43	1553.67	2067.20	75.10%	75.40%	121.23%	90.06%
二、营业总成本	646.50	971.48	1080.53	1397.83	62.11%	56.20%	165.25%	111.38%
营业成本	341.16	771.55	702.73	1012.01	21.14%	51.04%	150.51%	91.04%
营业税金及附加	10.92	21.65	14.19	29.66	124.29%	62.70%	78.62%	206.18%
销售费用	216.30	120.57	252.50	244.81	229.84%	111.68%	217.35%	367.62%
管理费用	86.80	62.24	128.31	115.90	55.34%	42.69%	202.02%	58.58%
财务费用	-9.53	-4.04	-14.26	-4.70	13.82%	29.49%	282.38%	9.99%
资产减值损失	0.86	-0.49	-2.94	0.15				
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00				
四、营业利润	463.30	961.95	473.14	669.37	97.17%	100.27%	60.03%	56.98%
加：营业外收入	9.22	1.57	6.10	10.35				
减：营业外支出	4.88	0.55	11.41	3.20				
五、利润总额	467.65	962.97	467.82	676.53	97.11%	98.88%	55.75%	60.66%
减：所得税	117.86	241.56	120.66	169.77	93.99%	99.51%	60.61%	60.71%
六、净利润	349.79	721.41	347.16	506.76	98.19%	98.67%	54.12%	60.64%
减：少数股东损益	-0.01	-0.03	1.38	38.32				
归属于母公司所有者的净利润	349.80	721.45	345.79	468.44	98.19%	98.68%	53.51%	48.50%
每股收益	0.78	1.60	0.77	1.04	98.19%	98.68%	53.51%	48.50%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比	3Q10 同比
毛利率	69.26%	60.09%	54.77%	51.04%	13.69%	6.44%	-5.29%	-0.25%
营业税金及附加率	0.98%	1.12%	0.91%	1.43%	0.22%	-0.09%	-0.22%	0.54%
营业费用率	19.49%	6.24%	16.25%	11.84%	9.14%	1.07%	4.92%	7.03%
管理费用率	7.82%	3.22%	8.26%	5.61%	-0.99%	-0.74%	2.21%	-1.11%
财务费用率	-0.86%	-0.21%	-0.92%	-0.23%	0.46%	0.07%	-0.39%	0.17%
三项费用率	26.45%	9.25%	23.59%	17.22%	8.61%	0.40%	6.74%	6.08%
利润率	42.14%	49.81%	30.11%	32.73%	4.71%	5.88%	-12.66%	-5.99%
实际所得税率	25.20%	25.08%	25.79%	25.09%	-0.41%	0.08%	0.78%	0.01%
净利润率	31.52%	37.31%	22.34%	24.51%	3.67%	4.37%	-9.73%	-4.49%
归属母公司净利润率	31.52%	37.31%	22.26%	22.66%	3.67%	4.37%	-9.82%	-6.34%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 22010 年三季度累计收入增长 92%，但净利润同比增长仅 70%，此乃归因于双沟的并表降低毛利率所致

	1H09	1-3Q09	1H10	1-3Q10	1-3Q09 同比	1H10 同比	1-3Q10 同比
一、营业总收入	1804.56	2892.24	3487.10	5554.30	41.20%	93.24%	92.04%
二、营业总成本	1029.30	1690.60	2052.01	3449.84	31.54%	99.36%	104.06%
营业成本	791.36	1321.09	1474.29	2486.30	32.58%	86.30%	88.20%
营业税金及附加	21.25	30.94	35.84	65.50	42.36%	68.65%	111.71%
销售费用	136.53	188.88	373.07	617.88	17.31%	173.26%	227.13%
管理费用	86.10	159.18	190.54	306.44	39.82%	121.31%	92.51%
财务费用	-6.85	-11.12	-18.30	-23.00	29.61%	167.14%	106.80%
资产减值损失	0.92	1.64	-3.43	-3.28			
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00			
投资净收益	0.73	0.75	0.00	0.00			
四、营业利润	775.99	1202.38	1435.09	2104.46	57.51%	84.94%	75.02%
加：营业外收入	10.49	11.64	7.67	18.02			
减：营业外支出	1.91	8.37	11.97	15.16			
五、利润总额	784.56	1205.66	1430.79	2107.33	59.57%	82.37%	74.79%
减：所得税	196.20	301.84	362.22	531.99	59.68%	84.62%	76.25%
六、净利润	588.36	903.82	1068.58	1575.34	59.53%	81.62%	74.30%
减：少数股东损益	0.00	0.00	1.34	39.66			
归属于母公司所有者的净利润	588.36	903.82	1067.23	1535.68	59.53%	81.39%	69.91%
每股收益	1.31	2.01	2.37	3.41	59.53%	81.39%	69.91%
以上同比为相对数，以下为绝对数							
	1H09	1-3Q09	1H10	1-3Q10	1-3Q09 同比	1H10 同比	1-3Q10 同比
毛利率	56.15%	54.32%	57.72%	55.24%	2.97%	1.57%	0.91%
营业税金及附加率	1.18%	1.07%	1.03%	1.18%	0.01%	-0.15%	0.11%
营业费用率	7.57%	6.53%	10.70%	11.12%	-1.33%	3.13%	4.59%
管理费用率	4.77%	5.50%	5.46%	5.52%	-0.05%	0.69%	0.01%
财务费用率	-0.38%	-0.38%	-0.52%	-0.41%	0.03%	-0.15%	-0.03%
三项费用率	11.96%	11.65%	15.64%	16.23%	-1.35%	3.68%	4.58%
利润率	43.48%	41.69%	41.03%	37.94%	4.80%	-2.45%	-3.75%
实际所得税率	25.01%	25.03%	25.32%	25.24%	0.02%	0.31%	0.21%
净利润率	32.60%	31.25%	30.64%	28.36%	3.59%	-1.96%	-2.89%
归属母公司净利润率	32.60%	31.25%	30.61%	27.65%	3.59%	-2.00%	-3.60%

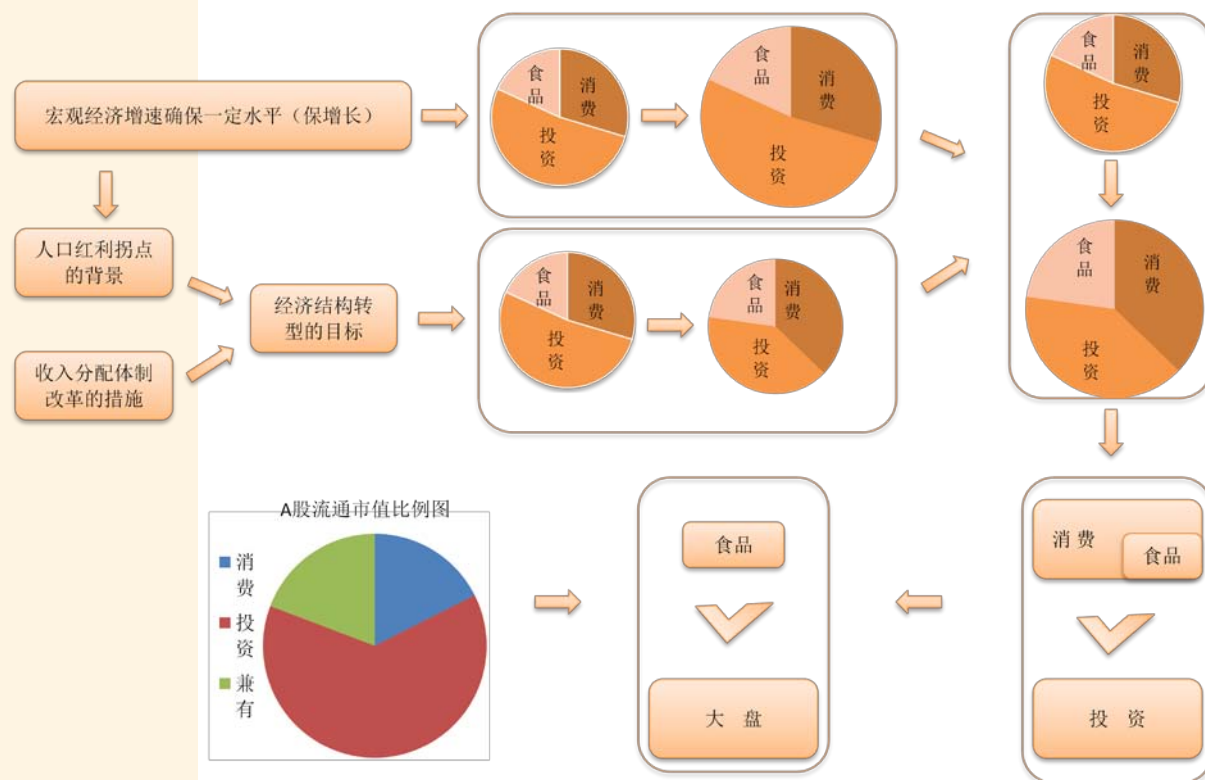
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 公司产品结构继续呈中高端化，市场结构向省外积极拓展

	2009 年		2010 年上半年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
中高档白酒	337,843.06	66.86%	303,279.28	65.61%
普通白酒	57,145.12	12.79%	42,886.28	4.09%
合计	394,988.18	59.04%	346,165.56	57.99%
	营业收入同比	毛利率同比	营业收入同比	毛利率同比
中高档白酒	56.38%	4.12%	99.22%	1.01%
普通白酒	16.01%	4.36%	60.67%	-5.33%
合计	48.88%	6.38%	93.47%	1.62%
	2009 年		2010 年上半年	
	营业收入	营业收入同比增长	营业收入	营业收入同比增长
省内	290,317.57	46.93%	234,810.48	77.79%
省外	104,670.61	54.60%	111,355.08	137.67%
省外占比	26.50%		32.17%	

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1 人口红利拐点、收入分配体制改革以及资本市场投资品占比较大三大因素致使食品行业好于大盘



注：本图中食品占消费的数据以 38%衡量，仅作为参考；此外，食品是消费的一部分，图中的消费是除食品之外的消费；其三，经济结构调整中投资比重的目标值为 40%，仅作为参考。该图具体逻辑请参见我们 6 月 21 日的中期投资策略报告《把握收入分配体制改革和消费升级》

资料来源：湘财证券研究所

表 4 预测资产负债表和利润表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5778	6352	9633	13636	营业收入	4002	7545	11770	16242
现金	4676	4418	6641	9575	营业成本	1662	3234	4943	6659
应收账款	27	31	49	71	营业税金及附加	42	91	135	187
其他应收款	16	27	43	59	营业费用	405	890	1424	1965
预付账款	140	209	352	460	管理费用	246	438	624	861
存货	914	1647	2526	3438	财务费用	-21	-188	-229	-336
其他流动资产	5	20	22	33	资产减值损失	2	1	1	2
非流动资产	713	2286	2482	2983	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	370	370	370	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	493	835	1089	1597	营业利润	1666	3080	4872	6905
无形资产	136	711	678	645	营业外收入	21	20	20	20
其他非流动资产	76	370	345	371	营业外支出	13	22	22	22
资产总计	6491	8639	12115	16619	利润总额	1673	3078	4870	6903
流动负债	1261	1396	1913	2362	所得税	420	776	1227	1740
短期借款	0	0	0	0	净利润	1254	2303	3643	5163
应付账款	168	306	479	641	少数股东损益	0	92	15	0
其他流动负债	1093	1089	1433	1721	归属母公司净利润	1254	2210	3628	5163
非流动负债	151	222	201	181	EBITDA	1675	2959	4727	6675
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.79	4.91	8.06	11.47
其他非流动负债	150	221	201	181	获利能力				
负债合计	1412	1617	2114	2543	毛利率(%)	58.47%	57.14%	58.00%	59.00%
少数股东权益	4	96	111	111	ROE(%)	24.70%	31.92%	36.68%	36.97%
股本	450	450	450	450	ROIC(%)	326.47%	97.30%	116.51%	119.98%
资本公积	2556	2556	2556	2556	估值比率				
留存收益	2068	3919	6884	10959	P/E	82.02	46.52	28.34	19.91
归属母公司股东权益	5075	6925	9890	13965	P/B	20.26	14.85	10.40	7.36
负债和股东权益	6491	8639	12115	16619	EV/EBITDA	58.57	33.16	20.76	14.70

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5 DCF 估值相关参数

贝塔值 (β)	0.71
无风险利率 (%)	3.50%
市场的预期收益率 (%)	10.00%
股权资本成本 (K_e)	8.10%
债务成本 K_d (%)	3.75%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%
WACC	8.10%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 6 DCF 估值敏感性分析

	永续增长率					
WACC (%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
3.10%	494.24	711.79	1324.88	14195.80	-1536.37	-708.07
4.10%	368.95	476.16	685.48	1275.35	13658.78	#####
5.10%	293.02	355.74	458.93	660.39	1228.13	#####
6.10%	242.16	282.75	343.14	442.50	636.47	1183.11
7.10%	205.77	233.86	272.95	331.12	426.81	613.64
8.10%	178.49	198.87	225.93	263.59	319.64	411.84
9.10%	157.31	172.63	192.27	218.35	254.66	308.67
10.10%	140.40	152.25	167.03	185.96	211.11	246.11
11.10%	126.62	135.99	147.42	161.67	179.93	204.19
12.10%	115.19	122.73	131.77	142.80	156.55	174.17
13.10%	105.56	111.73	119.01	127.73	138.37	151.64
14.10%	97.34	102.45	108.41	115.44	123.86	134.14

资料来源：湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入:未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持:未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性:未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持:未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

卖出:未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写,以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息,但未必发布。

在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见仅供参考,并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下,我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“湘财证券研究所”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。