

食品饮料行业

报告原因：年报点评

2011 年 3 月 30 日

市场数据：2011 年 3 月 29 日

收盘价（元）	212.2
一年内最高/最低（元）	283.8/107.6
市净率	13.8
市盈率	43.3
流通 A 股市值（百万元）	43,498

基础数据：2010 年 12 月 31 日

每股收益（元）	4.90
营业收入（百万元）	7,619.09
净利润（百万元）	2,204.67
总股本/流通 A 股（百万）	450/205

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

洋河股份 (002304)

全国化布局显见成效，持续高增长可期

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	7,619	90.4	2,205	75.9	4.90	30.2	31.1	43.3
2011E	10,974	44.0	3,445	56.2	7.65	32.7	32.7	27.7
2012E	14,828	35.1	4,913	42.6	10.92	34.5	31.8	19.4
2013E	19,361	30.6	6,725	36.9	14.95	36.2	30.3	14.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩基本符合预期。**2010 年公司共实现营业收入 761,909.27 万元，同比增长 90.38%；实现净利润 220,466.78 万元，同比增长 75.86%；每股收益 4.9 元。

● **省外市场快速增长，全国化布局见成效。**2010 年公司省外市场保持高速增长，市场全国化显见成效，省外市场共实现收入 24.5 亿元，同比增长 134.09%，远高于省内市场增速，省外销售占比也较去年同期提高了约 6 个百分点，在全国三十个省级市场中，已有河南、山东、安徽等十三个市场实现了超亿元的销售收入，占到全国市场的四成以上份额，全国化市场布局取得突破性进展，区域结构随着市场的持续增长得到进一步优化。省外市场的有效开拓将为公司持续高速发展提供有力保障。

● **中高档强力带动，产品结构持续优化。**2010 年公司进一步坚持品牌高档化战略，中高端产品保持快速增长态势，同比增长 88.76%，其中洋河“梦之蓝”、“天之蓝”销售收入分别实现高达 214.46% 和 137.65% 的高速增长，双沟珍宝坊、青花瓷也分别增长 41.13% 和 77.97%，增速均可笑傲白酒行业。在中高档产品的强力带动下，公司产品结构持续优化，目前洋河蓝色经典、双沟珍宝坊、青花瓷等三大主导品牌占公司销售总额的比例已过七成，比去年同期提升了 19.37 个百分点。

● **双沟整合效应应显现。**近期公司已完成双沟剩余股权的收购工作，彻底实现了洋河、双沟的强强联合，构建起集团公司作为投资决策中心，苏酒实业作为营销利润中心，洋河酒业、双沟酒业作为制造成本中心的集团管控体系，双沟整合效应将进一步显现，为公司增长提供重要源动力。

● **投资建议：**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 7.39、9.95、13.07 元，对应动态 PE 分别为 28.7、21.3、16.2 倍，维持“增持”评级。

● **风险提示：**规模迅速扩张带来经营管理风险；整合风险。

表 1：洋河股份单季利润表

单位：百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	同比变化
一、营业总收入	1,102	702	1,088	1,110	1,933	1,554	2,067	2,065	86.05
营业收入	1,102	702	1,088	1,110	1,933	1,554	2,067	2,065	86.05
二、营业总成本	622	407	661	647	971	1,081	1,398	1,089	68.50
营业成本	511	281	530	341	772	703	1,012	842	146.89
营业税金及附加	13	8	10	11	22	14	30	22	99.98
销售费用	57	80	52	216	121	252	245	119	(44.93)
管理费用	44	42	73	87	62	128	116	135	55.21
财务费用	-3	-4	-4	-10	-4	-14	-5	-29	201.76
资产减值损失	0	1	1	1	-0	-3	0	0	
三、其他经营收益	0	1	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	1	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	480	296	426	463	962	473	669	975	110.53
加：营业外收入	4	6	1	9	2	6	10	14	53.17
减：营业外支出	1	1	6	5	1	11	3	21	323.30
五、利润总额	484	300	421	468	963	468	677	969	107.18
减：所得税	121	75	106	118	242	121	170	246	108.33
六、净利润	363	225	315	350	721	347	507	723	106.79
减：少数股东损益	0	0	0	-0	-0	1	38	54	
归属于母公司所有者净利润	363	225	315	350	721	346	468	669	91.25
七、每股收益：	0.90	0.50	0.78	0.78	1.60	0.77	1.04	1.49	91.25
收入增长率(%)			53.34	75.10	75.40	121.23	90.06	86.05	10.95
毛利率(%)	53.66	60.06	51.30	69.26	60.09	54.77	51.04	59.21	(10.05)
营业利润率(%)	43.58	42.10	39.20	41.75	49.75	30.45	32.38	47.24	5.49
净利率(%)	32.94	32.07	29.00	31.52	37.31	22.34	24.51	35.03	3.51
销售费用率(%)	5.17	11.33	4.81	19.49	6.24	16.25	11.84	5.77	(13.72)
管理费用率(%)	3.96	6.05	6.72	7.82	3.22	8.26	5.61	6.52	(1.30)
归属于母公司净利润增长率(%)			62.35	98.19	98.68	53.51	48.50	91.25	(6.94)

资料来源：公司公告 山西证券研究所



➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	7,619.09	10,973.52	14,827.91	19,360.80
营业收入	7,619.09	10,973.52	14,827.91	19,360.80
二、营业总成本	4,539.22	6,182.69	7,996.42	10,009.26
营业成本	3,328.59	4,531.18	5,853.79	7,347.15
营业税金及附加	87.33	115.22	155.69	203.29
销售费用	737.00	998.59	1,275.20	1,568.22
管理费用	441.17	603.54	785.88	987.40
财务费用	-51.76	-65.84	-74.14	-96.80
资产减值损失	-3.10	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	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	3,079.87	4,790.82	6,831.49	9,351.54
加：营业外收入	32.15	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	35.81	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	3,076.22	4,788.82	6,829.49	9,349.54
减：所得税	777.53	1,197.21	1,707.37	2,337.39
六、净利润	2,298.69	3,591.62	5,122.12	7,012.16
减：少数股东损益	94.02	146.90	209.49	286.80
归属于母公司所有者的净利润	2,204.67	3,444.72	4,912.62	6,725.36
七、每股收益：	4.90	7.65	10.92	14.95
净利润增长率(%)	75.86	56.25	42.61	36.90

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。