

食品饮料行业

洋河股份 (002304)

评级: 买入

食品饮料行业研究员

王永锋

电话: 010-88086830-722

邮箱: wangyf@rxzq.com.cn

执业证书编号: S0070210070004

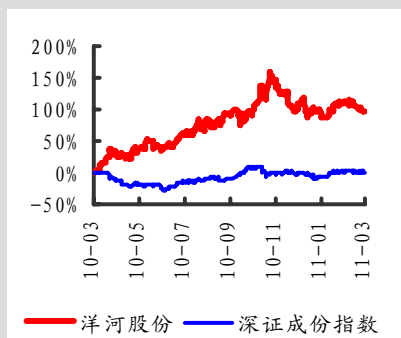
6-12个月目标价: 263-300

最新股价: 212.20

基本资料

总股本(百万)	450
流通股A股(百万)	205
总市值(亿)	954
每股净资产(元)	15.38
资产负债率%	35.65
流通B股/H股(百万)	-/-

洋河股份股价与深证成指对比:



相关研究:

《2011年年度投资策略报告: 消费升级背景下的投资机会》2010/12/13

《洋河股份季报点评: 全国化扩张战略逐步推进, 高成长继续》2010/10/27

《洋河股份中报点评: 全国化战略带来的高成长》2010/08/20

《洋河股份季报点评: 省外市场将成为2010年业绩主要增长点》2010/04/20

高端化、全国化带来的投资机遇

投资要点

- **2010年业绩略高于市场预期。**洋河股份2010年实现营业收入76.19亿元, 同比增长90.38%; 归属于母公司净利润22.05亿元, 同比增长75.86%。公司2010年实现EPS4.90元, 高于4.71元的市场预期, 按每10股转增10股, 同时每10股派发现金10元(含税), 略超市场预期。
- **营业收入大幅增加、财报合并范围变动是业绩大幅增长的主因。**1、**营业收入增加。**2010年公司白酒营业收入为75.48亿元, 同比增长91.08%。其中, 天之蓝和梦之蓝销售收入分别同比增长137.65%和214.46%, 双沟珍宝坊同比增长41.13%, 青花瓷同比增长77.97%。分地区来看, 省内和省外市场收入增速分别为75.58%和134.09%, 收入占比分别为67.54%和32.46%。2、**财报合并范围变动。**2010年公司因收购双沟酒业股权而增加了财报的合并范围, 新增合并14家子公司2010年净利润合计达到11.08亿元。
- **毛利率下滑、期间费用率下降、现金流大幅增加。**1、**毛利率下滑。**综合毛利率由2009年的58.47%下滑到56.31%, 其中中高档白酒、普通白酒毛利率分别增长-2.34%和1.95%, 主要是公司收购的双沟酒业中高档系列白酒毛利率偏低所致。2、**期间费用率下降。**期间费用率由15.75%下降为14.78%, 最主要是销售费用率和管理费用率分别下滑0.45和0.81个百分点, 这中间有合并范围变动的因素, 同时也反映出洋河费用管控能力的强大。3、**现金流大幅增加。**公司销售商品、提供劳务收到的现金达101.86亿元, 同比增长111.58%; 经营性净现金流达到38.40亿元, 同比增长168.82%, 可以看出洋河的良性增长。
- **公司未来增长模式在于高端化和全国化。**1、**高端化。**2010年公司天之蓝和梦之蓝合计增长158%, 洋河蓝色经典、双沟珍宝坊、青花瓷三大主导品牌占销售收入比例超过70%, 比上年提升了19.37个百分点。随着茅台、五粮液、国窖1573价格逐年到1000元附近, 洋河的发展空间被行业性放大, 中间价格带行业空间逐年增加以及竞争对手的缺乏给洋河带来了巨大成长空间。2、**全国化。**洋河的增长不仅来自于江苏省内, 更重要的是来自于全国化的增长。江苏省这个利基市场(2010年全国GDP排名第二)为洋河省外扩张带来了持续稳定的现金流, 外加上洋河超强的管理团队(国内白酒行业管理团队和洋河处于同等档次的只有郎酒, 但两者的商业模式不同), 未来几年我们仍然可以看到洋河超常规的增长速度。
- **政府支持是公司未来持续增长的根本要素。**2010年4月8日, 洋河在宿迁市委市政府的安排下, 与双沟实现整合。政府支持为江苏白酒产业整合迈出了关键性的一步, 也是中国白酒企业持续增长的要素。

- **市场在担忧什么？1、市值太高。**洋河目前市值为954亿元，貌似较高。其实市场担忧市值太高背后隐含的逻辑是洋河的较高增速未来几年不能保证，这主要还是在于对洋河的高层管理团队不了解以及对洋河中层的营销管控能力到底有多强缺乏行业对比，我们认为未来2-3年洋河市值可以超2000亿元。**2、基酒问题。**我们承认这个问题的存在，但同时认为这是一个逐步改善的问题，现在的洋河和当年的秦池缺乏基酒不在同一数量级上，基酒问题并不像市场猜想的严重。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2011~2013年公司分别实现每股收益7.51/10.85/15.05元，对应的动态PE分别为28/20/14倍。我们给予公司2011年35-40倍PE，对应股价263-300元，给予公司“买入”投资评级。

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	7619	11359	15620	20760
同比（%）	90.38%	49.09%	37.52%	32.90%
归属母公司净利润（百万元）	2205	3382	4881	6774
同比（%）	75.84%	53.36%	44.34%	38.78%
毛利率（%）	56.31%	57.53%	59.42%	61.13%
每股收益（元）	4.90	7.51	10.85	15.05

附表 1 利润预测表（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	7619	11359	15620	20760
减：营业成本	3329	4824	6339	8070
营业税金及附加	87	134	194	280
营业费用	737	1136	1562	2076
管理费用	441	682	937	1246
财务费用	-51	-68	-94	-125
资产减值损失	-3	2	2	2
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	3080	4650	6681	9211
加：营业外收入	32	20	20	20
减：营业外支出	36	15	15	15
三、利润总额	3076	4655	6686	9216
减：所得税费用	778	1173	1685	2323
四、净利润	2299	3482	5001	6894
归属母公司净利润	2205	3382	4881	6774
少数股东损益	94	100	120	120
五、每股收益（元）	4.90	7.51	10.85	15.05
股本（百万股）	450	450	450	450

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 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。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。