

洋河股份(002304.SZ)

高端化全国化带动业绩强劲增长,调高

2011 年 EPS 至 8.36 元

评级: **买入**

前次: 买入

目标价(元):

317.7-351.1

联系人

分析师

邢庭志

谢刚

食品饮料小组

S0740210090003

021-20315162

021-20315178

xingtz@qlzq.com.cn

xiegang@qlzq.com.cn

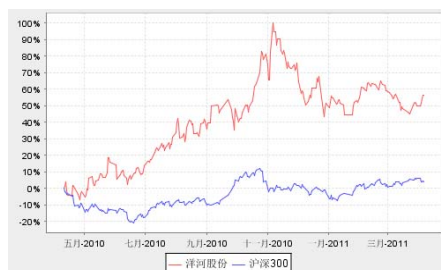
2011 年 4 月 24 日

2011 年 4 月 24 日

基本状况

总股本(百万股)	450.00
流通股本(百万股)	219.39
市价(元)	218.00
市值(百万元)	98100.00
流通市值(百万元)	47826.37

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,002.0	7,619.0	11,660.	17,190.	24,970.
营业收入增速	49.21%	90.38%	53.04%	47.43%	45.26%
净利润增长率	68.71%	75.86%	70.61%	60.09%	56.81%
摊薄每股收益(元)	2.79	4.90	8.36	13.38	20.98
市盈率(倍)	40.92	45.72	26.08	16.29	10.39
PEG	0.60	0.60	0.37	0.27	0.18
每股净资产(元)	11.28	15.38	22.74	35.12	55.10
每股现金流量	3.17	8.53	8.81	15.32	23.72
净资产收益率	24.70%	31.86%	36.77%	38.11%	38.08%
市净率	10.11	14.57	9.59	6.21	3.96
总股本(百万股)	450.00	450.00	450.00	450.00	450.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

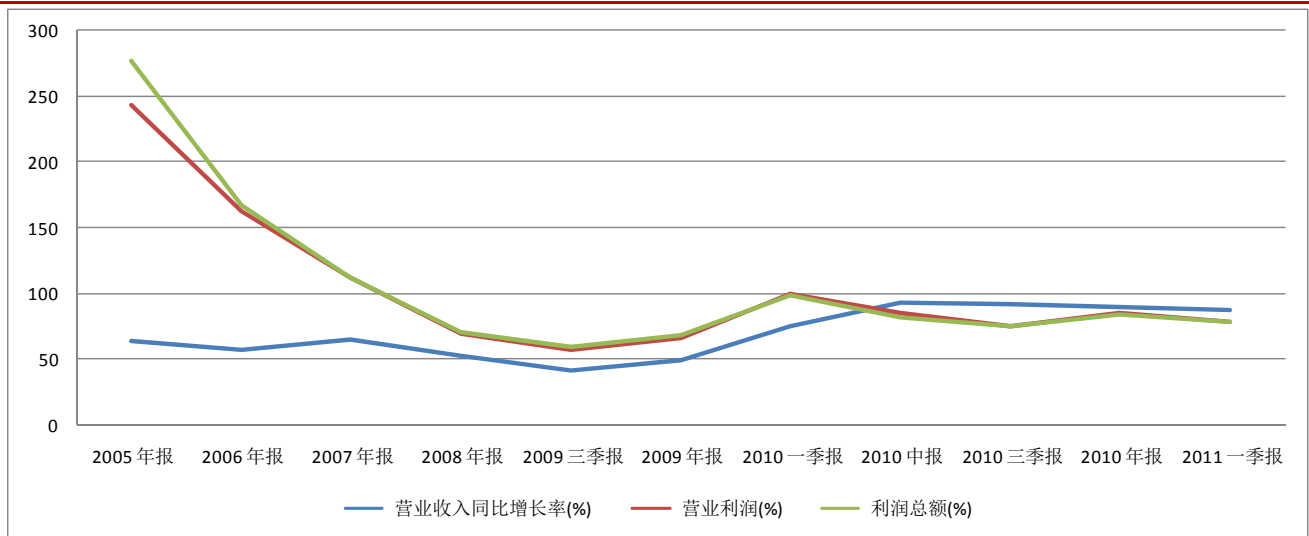
- 2011 年 1-3 月份公司实现营收 36.34 亿元, 同比增长 87.95%; 实现归属于上市公司股东的净利润 11.72 亿元, 同比增长 62.39%; EPS 达 2.6 元, 同比增长 62.5%; 少数股东权益达到 1.1243 亿元, 考虑到公司从今年 2 季度开始少数股东损益不再增加, 2011 年度 Q1 净利润达到 12.84 亿元, EPS 实际达到 2.85 元, 实际增长 78.3%, 高于 2010 年全年 61.2% 的增长速度。
- 公司长期股权投资达到 6643.5 万元, 比年初余额增长 376.74%, 同时公司股东大会批准 3 亿元投资“中金产业整合基金”项目, 公司对外整合和多元化投资符合公司股东更加长远利益; 同时公司继续关注自身基础产能和工艺建设, 在建工程达到 7.046 亿元, 比年初余额增长 86.65%, 基酒的保障能力持续增长, 详见齐鲁证券洋河股份深度研究报告;
- 公司一季报对今年上半年的预测值达到 50-70%, 公司在 2010 年年报中表述“2011 年全年主营业务收入力争不低于 30% 的增长速度”, 对比来看, 公司管理层对 2011 年度全年业绩乐观情绪提升。
- 我们上调 2011 年全年 EPS 至 8.36 元; 预测公司营收 2011-2013 年的增长率为 53.04%、47.43% 和 45.26%; 净利润增长率为 70.61%、60.09% 和 56.81%。
- 估值水平维持 40 倍不变, 给予目标价 317.7-351.1 元, 综合分析给予“买入”评级, 强烈建议机构投资者长期投资洋河股份, 享受时间带来的空间, 行业整合带来的长期收益。
- 同时根据投资者见面会杨廷栋董事长发言的分析判断, 我们认为洋河 2011 年开始的并购整合会加速, 我们期待洋河持续并购整合带来的超额收益。

业绩持续高位增长，高端化全国化势头明晰

2011 年 1-3 月份实际业绩增长 78.3%，维持高速增长态势

- 2011 年 1-3 月份公司实现营收 36.34 亿元，同比增长 87.95%；实现归属于上市公司股东的净利润 11.72 亿元，同比增长 62.39%；EPS 达 2.60 元，同比增长 62.50%；少数股东损益达到 1.1243 亿元，考虑到公司从今年 2 季度开始少数股东损益不再增加，2011 年度 Q1 净利润达到 12.84 亿元，EPS 实际达到 2.85 元，实际增长 78.3%，高于 2010 年全年 61.2% 的增长速度。公司的高端化全国化发展战略在经营业绩上进一步得到体现，合并双沟对整体业绩的带动开始深度体现。

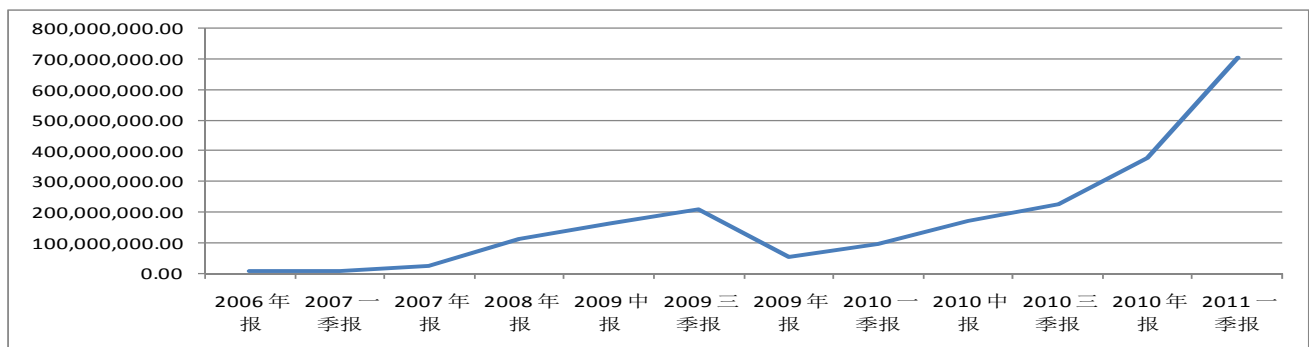
图表 1：洋河的营收和利润增长速度 (%)



来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 公司扩张势头明显，内外两个方向表明公司发展张力。一方面公司长期股权投资达到 6643.5 万元，比年初余额增长 376.74%，同时公司股东大会批准 3 亿元投资“中金产业整合基金”项目，公司对外整合和多元化投资符合公司股东更加长远的利益；同时公司继续关注自身基础产能和工艺建设，在建工程达到 7.046 亿元，比年初余额增长 86.65%，主要系名优酒陈化老熟和名优酒酿造技改二期工程本期投入增加所致。

图表 2：洋河股份在建工程金额变化表 (元)



来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

企业管理层坚定信心，新一轮持续高增长可期

- 公司一季报对今年上半年的预测值达到 50-70%，公司在 2010 年年报中表述“2011 年全年主营业务收入力争不低于 30% 的增长速度”，对比来看，公司管理层对 2011 年度全年业绩更加乐观。
- 公司管理层，特别是杨廷栋董事长和张雨柏总裁分别表达了公司 2011 年增长的来自于高端化、全国化、并购整合三个核心方向，与齐鲁证券《洋河股份：新一轮深度全国化增长拉开帷幕》的分析基本一致。同时张雨柏总裁表达了未来五年公司维持高速增长的信心，这也是张雨柏总裁在可查公开资料中，首次表达这一观点。

调高 2011 年 EPS 至 8.36 元，维持“买入”评级

提升 2011 年 EPS 至 8.36 元，提高 2011 年目标价至 317.7-351.1 元

- 由于一季度实际增长速度达到 78.3%，超过我们在《洋河股份：新一轮深度全国化增长拉开帷幕》中全年 65.85% 的预测值，并考虑到 2010 年第一季度归属于母公司股东净利润增速达到 98.68% 和净利润率达到了 37.31% 的高基数背景，我们上调 2011 年全年 EPS 至 8.36 元。
- 预测公司营收 2011-2013 年的增长率为 53.04%、47.43% 和 45.26%；净利润增长率为 70.61%、60.09% 和 56.81%。估值水平维持 40 倍不变，给予目标价 317.7-351.1 元，综合分析给予“买入”评级，强烈建议广大投资者长期价值投资洋河股份，享受时间带来的空间。

对 2011 年股东大会后“投资者沟通会”的点评

公司管理层对下一轮增长路径清晰，逻辑顺畅

- 增长的动力来源清晰。张雨柏总裁判断未来的高增长主要来自于国民经济发展和居民收入增长带来的行业高端化和洋河自身的高端化能力和基础，同时洋河全国化基础能力较强，但是从量上看还很浅，进一步深度全国化大有作为，在山东、河南、浙江、上海均实现大幅度的增长即为例证，特别是在上海市场实现了突破，代表全国化的能力基本形成。
- 张雨柏总裁对运营模式的高度解析。首先，是公司的品牌品类模式，主打绵柔的新品类，一方面具有广泛的群众基础，同时满足消费者新的品类需求，并提出了行业按照消费者需求重新划分品类的新趋势和主张；其次，形成模式标准化，使得洋河的运营和扩张更加稳健，为企业今后长期稳定增长打下了较好的基础；最后，洋河的增长模式在于对增长点的把握，企业的模式在于充分发挥产品力和品牌力，保持创新和学习的管理文化。

杨廷栋董事长的行业并购思路清晰，各项基础正在成熟

- 首先是洋河积累了并购的经验。洋河通过并购双沟并从最近的企业运营和业绩看，双方的融合速度和效果较好。
- 洋河的组织架构得到调整，适应未来的全国化整合需要。从上市公司总

部组织定位中的决策中心和投资中心出发，增加管控中心和资源要素配置中心两个新功能定位，逐步优化配置；

- 洋河投资参与“中金产业整合基金”，可以通过第三方的力量帮助自身实现行业整合的目的。同时杨董事长通过多家公司和地方政府部门上门需求合作的事例暗示了洋河下一步持续进行行业整合的动作。
- 综合判断：2011 年洋河行业并购整合的超预期收益可能性较大。

附件一：洋河股份财务报表预测

图表 3：洋河股份损益表

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,682	4,002	7,619	11,660	17,190	24,970
增长率	52.22%	49.2%	90.4%	53.0%	47.4%	45.3%
营业成本	-1,278	-1,662	-3,329	-4,576	-6,364	-8,339
% 销售收入	47.7%	41.5%	43.7%	39.2%	37.0%	33.4%
毛利	1,404	2,340	4,290	7,084	10,827	16,631
% 销售收入	52.3%	58.5%	56.3%	60.8%	63.0%	66.6%
营业税金及附加	-27	-42	-87	-133	-180	-262
% 销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-227	-405	-737	-1,108	-1,633	-2,372
% 销售收入	8.4%	10.1%	9.7%	9.5%	9.5%	9.5%
管理费用	-170	-246	-441	-665	-963	-1,373
% 销售收入	6.3%	6.1%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	981	1,647	3,025	5,179	8,050	12,624
% 销售收入	36.6%	41.1%	39.7%	44.4%	46.8%	50.6%
财务费用	17	21	52	0	0	0
% 销售收入	-0.6%	-0.5%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	998	1,666	3,080	5,179	8,050	12,624
营业利润率	37.2%	41.6%	40.4%	44.4%	46.8%	50.6%
营业外收支	-6	8	-4	0	0	0
税前利润	993	1,673	3,076	5,179	8,050	12,624
利润率	37.0%	41.8%	40.4%	44.4%	46.8%	50.6%
所得税	-250	-420	-778	-1,305	-2,029	-3,181
所得税率	25.2%	25.1%	25.3%	25.2%	25.2%	25.2%
净利润	743	1,254	2,299	3,874	6,022	9,443
少数股东损益	0	0	94	112	0	0
归属于母公司的净利润	743	1,254	2,205	3,761	6,022	9,443
净利率	27.7%	31.3%	28.9%	32.3%	35.0%	37.8%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 洋河股份资产负债表

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,032	4,676	6,884	9,696	15,942	25,966
应收款项	15	47	214	139	206	299
存货	595	914	1,871	1,880	2,615	3,427
其他流动资产	33	140	100	389	541	709
流动资产	1,675	5,778	9,069	12,105	19,304	30,400
%总资产	76.7%	89.0%	79.0%	79.1%	85.5%	90.2%
长期投资	8	7	14	20	20	20
固定资产	349	550	1,258	1,453	1,520	1,569
%总资产	16.0%	8.5%	11.0%	9.5%	6.7%	4.7%
无形资产	136	136	992	1,582	1,582	1,582
非流动资产	508	713	2,411	3,203	3,269	3,318
%总资产	23.3%	11.0%	21.0%	20.9%	14.5%	9.8%
资产总计	2,183	6,491	11,480	15,308	22,573	33,719
短期借款	7	0	0	0	0	0
应付款项	407	912	2,781	2,570	3,639	4,935
其他流动负债	234	349	981	1,799	2,424	3,281
流动负债	647	1,261	3,762	4,369	6,062	8,215
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	152	150	331	331	331	331
负债	800	1,412	4,093	4,700	6,393	8,546
普通股股东权益	1,383	5,075	6,919	10,231	15,803	24,795
少数股东权益	0	4	468	0	0	0
负债股东权益合计	2,183	6,491	11,480	14,931	22,196	33,341

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 洋河股份现金流量表

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	743	1,254	2,299	3,874	6,022	9,443
少数股东损益	0	0	0	112	0	0
非现金支出	22	33	109	102	133	151
非经营收益	-4	0	-121	0	0	0
营运资金变动	-96	142	1,553	-11	741	1,080
经营活动现金净流	665	1,428	3,840	4,077	6,896	10,674
资本开支	155	214	773	1,090	200	200
投资	1	-6	-392	-6	0	0
其他	1	1	0	0	0	0
投资活动现金净流	-154	-219	-1,164	-1,096	-200	-200
股权募资	0	2,609	2	0	0	0
债权募资	-7	-7	-109	0	0	0
其他	-82	-167	-361	-57	-450	-450
筹资活动现金净流	-89	2,435	-468	-57	-450	-450
现金净流量	422	3,644	2,208	2,925	6,246	10,024

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6：洋河股份综合比率分析

比率分析	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益(元)	1.835	2.786	4.899	8.359	13.381	20.983
每股净资产(元)	3.414	11.277	15.377	22.735	35.117	55.100
每股经营现金净流(元)	1.642	3.174	8.533	8.811	15.324	23.720
每股股利(元)	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	53.73%	24.70%	31.86%	36.77%	38.11%	38.08%
总资产收益率	34.04%	19.31%	19.20%	25.19%	27.13%	28.32%
投入资本收益率	209.58%	311.56%	391.93%	643.43%	-8359.04%	-855.54%
增长率						
主营业务收入增长率	52.22%	49.21%	90.38%	53.04%	47.43%	45.26%
EBIT增长率	67.26%	67.83%	83.69%	71.20%	55.44%	56.81%
净利润增长率	98.23%	68.71%	75.86%	70.61%	60.09%	56.81%
总资产增长率	48.57%	197.37%	76.87%	33.34%	47.46%	49.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.6	1.4	1.4	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	149.2	165.7	152.7	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	27.6	29.9	33.0	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	29.0	33.3	32.9	33.8	27.9	20.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-74.10%	-92.07%	-93.18%	-94.77%	-100.88%	-104.72%
EBIT利息保障倍数	-59.2	-81.2	-60.6	—	—	—

来源：齐鲁证券研究所

附件二：齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

图表 7：2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 2 月 13 日	《高端白酒专题报告》
02	2011 年 3 月 6 日	《山西汾酒-后发竞争优势带动汾酒加速复兴》
03	2011 年 3 月 11 日	《山西汾酒 2011 年业绩快报点评》
04	2011 年 3 月 23 日	《从 2011 年春季糖酒会看山西汾酒的长期投资价值》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—主力提价 加速高成长》
07	2011 年 4 月 7 日	《几家欢喜几家愁—酒水行业提价风波点评》
08	2011 年 4 月 12 日	《洋河股份—新一轮深度全国化高质量增长拉开帷幕》
09	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评—先施肥后开花再结果》
10	2011 年 4 月 22 日	《山西汾酒 2011 年一季报点评—业绩加速增长 后发优势凸显》
11	2011 年 4 月 24 日	《洋河股份：高端化全国化带动业绩强劲增长,调高 2011 年 EPS 至 8.36 元》

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308