

## 食品饮料行业

报告原因：中报点评

2011 年 8 月 23 日

市场数据：2011 年 8 月 22 日

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元）        | 143.18      |
| 一年内最高/最低（元）   | 283.8/102.6 |
| 市净率           | 16.8        |
| 市盈率           | 34.1        |
| 流通 A 股市值（百万元） | 58,683      |

基础数据：2011 年 6 月 30 日

|                |          |
|----------------|----------|
| 每股收益（元）        | 2.02     |
| 营业收入（百万元）      | 6,171.74 |
| 净利润（百万元）       | 1,813.86 |
| 总股本/流通 A 股（百万） | 900/409  |

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: 010-82190301

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)

省内扎实省外加速，基酒建设奠定基础

买入

上调评级

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   | 58.4 |
| 2011E | 12,181 | 59.9 | 3,782 | 71.6 | 4.20 | 32.4  | 34.8   | 34.1 |
| 2012E | 17,669 | 45.1 | 5,911 | 56.3 | 6.57 | 34.9  | 35.2   | 21.8 |
| 2013E | 24,862 | 40.7 | 8,758 | 48.2 | 9.73 | 36.7  | 34.3   | 14.7 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩略超预期。**2011 年上半年公司共实现营业收入 617,174.39 万元，同比增长 76.99%；实现净利润 181,385.67 万元，同比增长 69.96%；每股收益 2.02 元，业绩略超预期。

● **省内升级巩固基础，省外扩张加速推进。**作为源于江苏的区域性白酒企业，公司省内销售基础扎实，通过深耕细作、产品升级，省内市场保持了 70%以上的快速增长，仅半年即已实现营业收入 40 亿元，市场地位得到进一步巩固。在此基础上，公司全国化战略扩张亦现持续加速态势，在“天之蓝”系列迅速增长的强力助推下，区域销售结构得到进一步优化，省外销售份额比上年同期上升 1.07 个百分点。

● **加强基酒建设，奠定发展基础。**既上市之后，公司持续加强基酒建设，先后开展了名优酒酿造技改二期工程及十万吨名优酒陈化老熟技术改造项目等工程，使得公司的生产条件、生产规模、研发能力得到明显改善和提升。近期，公司还将进一步启动 3 万吨名优酒酿造技改工程、双沟酒业园区包装物流项目、名优酒酿造技术改造工程（三期）及包装物流中心（二期）项目，整体生产能力有望得到进一步增强，强大的基酒生产基础将对公司市场销售的持续增长形成良好支撑。

● **双沟并购完善产品，利润回流助推业绩。**公司收购双沟酒业后，拥有了“洋河”、“双沟”两大名酒品牌，行业地位、核心能力、品牌形象均得到进一步巩固和增强，双沟珍宝坊系列与洋河蓝色经典可形成良好互补，促使公司产品线分布得到完善和细化，覆盖起更广泛的消费群体。下半年，由于双沟剩余股权收购带来利润回流，公司业绩有望进一步提升。

● **投资建议：**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 4.2、6.57、9.73 元，对应动态 PE 分别为 34.1、21.8、14.7 倍，考虑到当前估值水平较低，上调至“买入”评级。

表 1：洋河股份单季利润表

| 单位：百万元          | 09Q3  | 09Q4  | 10Q1  | 10Q2   | 10Q3  | 10Q4  | 11Q1  | 11Q2  | 同比变化    |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 一、营业总收入         | 1,088 | 1,110 | 1,933 | 1,554  | 2,067 | 2,065 | 3,634 | 2,538 | 63.35   |
| 营业收入            | 1,088 | 1,110 | 1,933 | 1,554  | 2,067 | 2,065 | 3,634 | 2,538 | 63.35   |
| 二、营业总成本         | 661   | 647   | 971   | 1,081  | 1,398 | 1,089 | 1,911 | 1,681 | 55.58   |
| 营业成本            | 530   | 341   | 772   | 703    | 1,012 | 842   | 1,488 | 1,159 | 64.90   |
| 营业税金及附加         | 10    | 11    | 22    | 14     | 30    | 22    | 54    | 39    | 171.83  |
| 销售费用            | 52    | 216   | 121   | 252    | 245   | 119   | 229   | 355   | 40.68   |
| 管理费用            | 73    | 87    | 62    | 128    | 116   | 135   | 148   | 143   | 11.59   |
| 财务费用            | -4    | -10   | -4    | -14    | -5    | -29   | -10   | -15   | 2.62    |
| 资产减值损失          | 1     | 1     | -0    | -3     | 0     | 0     | 3     | 0     |         |
| 三、其他经营收益        | 0     | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |         |
| 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |         |
| 四、营业利润          | 426   | 463   | 962   | 473    | 669   | 975   | 1,723 | 857   | 81.09   |
| 加：营业外收入         | 1     | 9     | 2     | 6      | 10    | 14    | 8     | 15    | 144.62  |
| 减：营业外支出         | 6     | 5     | 1     | 11     | 3     | 21    | 13    | 3     | (74.57) |
| 五、利润总额          | 421   | 468   | 963   | 468    | 677   | 969   | 1,717 | 869   | 85.72   |
| 减：所得税           | 106   | 118   | 242   | 121    | 170   | 246   | 433   | 224   | 85.31   |
| 六、净利润           | 315   | 350   | 721   | 347    | 507   | 723   | 1,284 | 645   | 85.86   |
| 减：少数股东损益        | 0     | -0    | -0    | 1      | 38    | 54    | 112   | 3     |         |
| 归属于母公司所有者净利润    | 315   | 350   | 721   | 346    | 468   | 669   | 1,172 | 642   | 85.76   |
| 七、每股收益：         | 0.78  | 0.78  | 1.60  | 0.77   | 1.04  | 1.49  | 2.60  | 0.71  | 85.76   |
| 收入增长率(%)        | 53.34 | 75.10 | 75.40 | 121.23 | 90.06 | 86.05 | 87.95 | 63.35 | (57.88) |
| 毛利率(%)          | 51.30 | 69.26 | 60.09 | 54.77  | 51.04 | 59.21 | 59.05 | 54.34 | (0.43)  |
| 营业利润率(%)        | 39.20 | 41.75 | 49.75 | 30.45  | 32.38 | 47.24 | 47.40 | 33.76 | 3.31    |
| 净利率(%)          | 29.00 | 31.52 | 37.31 | 22.34  | 24.51 | 35.03 | 35.33 | 25.42 | 3.08    |
| 销售费用率(%)        | 4.81  | 19.49 | 6.24  | 16.25  | 11.84 | 5.77  | 6.29  | 14.00 | (2.26)  |
| 管理费用率(%)        | 6.72  | 7.82  | 3.22  | 8.26   | 5.61  | 6.52  | 4.07  | 5.64  | (2.62)  |
| 归属于母公司净利润增长率(%) | 62.35 | 98.19 | 98.68 | 53.51  | 48.50 | 91.25 | 62.39 | 85.76 | 32.25   |

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            |
|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>一、营业总收入</b>  | <b>7,619.09</b> | <b>12,180.62</b> | <b>17,668.64</b> | <b>24,861.65</b> |
| 营业收入            | 7,619.09        | 12,180.62        | 17,668.64        | 24,861.65        |
| <b>二、营业总成本</b>  | <b>4,539.22</b> | <b>6,906.42</b>  | <b>9,448.54</b>  | <b>12,684.17</b> |
| 营业成本            | 3,328.59        | 4,994.06         | 6,798.25         | 9,128.95         |
| 营业税金及附加         | 87.33           | 182.71           | 265.03           | 372.92           |
| 销售费用            | 737.00          | 1,120.62         | 1,519.50         | 2,013.79         |
| 管理费用            | 441.17          | 682.11           | 954.11           | 1,292.81         |
| 财务费用            | -51.76          | -73.08           | -88.34           | -124.31          |
| 资产减值损失          | -3.10           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>三、其他经营收益</b> | <b>0.00</b>     | <b>0.00</b>      | <b>0.00</b>      | <b>0.00</b>      |
| 投资净收益           | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>四、营业利润</b>   | <b>3,079.87</b> | <b>5,274.20</b>  | <b>8,220.09</b>  | <b>12,177.48</b> |
| 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             |
| <b>五、利润总额</b>   | <b>3,076.22</b> | <b>5,272.20</b>  | <b>8,218.09</b>  | <b>12,175.48</b> |
| 减：所得税           | 777.53          | 1,328.59         | 2,054.52         | 3,043.87         |
| <b>六、净利润</b>    | <b>2,298.69</b> | <b>3,943.61</b>  | <b>6,163.57</b>  | <b>9,131.61</b>  |
| 减：少数股东损益        | 94.02           | 161.29           | 252.09           | 373.48           |
| 归属于母公司所有者的净利润   | <b>2,204.67</b> | <b>3,782.31</b>  | <b>5,911.48</b>  | <b>8,758.13</b>  |
| <b>七、每股收益：</b>  | <b>4.90</b>     | <b>4.20</b>      | <b>6.57</b>      | <b>9.73</b>      |
| 净利润增长率(%)       | <b>75.86</b>    | <b>71.56</b>     | <b>56.29</b>     | <b>48.15</b>     |

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。