

23 August 2011 | 4 pages

洋河股份 (002304)

持续高速增长无忧

—— 洋河股份半年报点评

程艳华

执业证书编号: S1230210030002



本报告导读:

➤ 核心竞争力保障洋河高速增长

投资要点:

■ 净利润同比增长 69.92%，继续保持高速增长态势

上半年公司销售收入 61.72 亿元，营业利润 25.79 亿元，归属于上市公司股东的净利润 18.14 亿元，分别同比增长 76.99%，79.73%，69.96%，实现 EPS2.02 元，每股经营现金流 2.18 元，公司在高基数的基础上仍然保持着高速增长态势。

■ 全国化、高端化进展顺利，预计全年销售收入有望超过 130 亿元

公司白酒收入增长 76.57%，其中省内增长 73.01%，省外增长 84.08%，省外增速高出 7.51 个百分点说明省外市场拓展顺利，公司已经成为全国性白酒企业，预计今年亿元省级市场将超过 20 个（去年 13 个），2012 年所有省份过亿元。产品结构上，中高档白酒收入 54.72 亿元，同比增长 80.41%，普通白酒收入 6.41 亿元，同比增长 49.42%，产品高端化进程继续推进，省内由天之蓝向梦之蓝推进，省外由海之蓝向天之蓝推进。从上半年的收入规模和历史上下半年的占比来看，公司全年销售收入有望超过 130 亿元。

■ 中高档酒毛利率略降，期间费用率小幅回落

上半年公司高档酒毛利率同比降低 2.14 个百分点，销售费率、管理费率同比下降 1.24 个和 0.74 个百分点，净利润率同比回升 0.61 个百分点，从而可见双沟产品毛利率较洋河低，但经过一年多调整，内部整合已初见成效，特别在渠道管控上减少摩擦，资源共享，日后双沟发展值得期待。

■ 投资建议：买入

公司核心竞争力在于各种促动因素组成了一个完整的体系，如深度激励的股权结构、具有企业家精神的优秀管理团队，前瞻性、创新性的管理思路、可复制的盈利模式，超强的执行力等等，竞争对手在模仿的过程中，每个环节丢失一点点，综合起来就相差较远了。我们相信在白酒行业政策管控还未见收紧之前，洋河会抓紧机遇大步向前，持续高速增长无需担忧，洋河未来目标也不会仅仅是单一白酒的高端化、全国化。给予 11-13 年 EPS4.35、6.42 和 9.03 元，买入评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4002.0	7619.1	13048.2	18498.7	25476.7
收入增长率%	49.21%	90.38%	71.26%	41.77%	37.72%
EBITDA(百万元)	1677.2	3137.4	5254.9	7696.6	10702.0
净利润(百万元)	1253.6	2204.7	3915.8	5781.4	8127.1
摊薄 EPS(元)	2.79	4.90	4.35	6.42	9.03
PE	51.4	29.2	32.9	22.3	15.9
PB	12.70	9.31	11.89	8.14	5.65

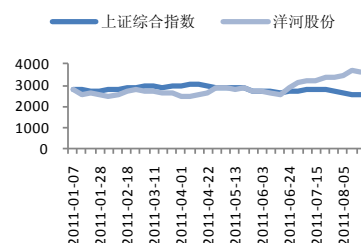
评级： 买入

上次评级： 买入

当前价格： 143.10

单季度业绩	元/股
2Q/2011	0.72
1Q/2011	2.60
4Q/2010	1.49
3Q/2010	1.04

今年以来公司股价走势



相关报告

《苏酒洋河，奔腾不息》

报告撰写人：程艳华

数据支持人：葛越





附录：三大报表预测值

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
货币资金	4676.4	6884.0	11743.4	16854.2	25817.3	营业收入	4002.0	7619.1	13048.2	18498.7	25476.7
应收票据	4.7	126.1	107.2	152.0	209.4	营业成本	1662.2	3328.6	5775.5	7939.4	10846.1
应收账款	26.7	31.8	71.5	101.4	139.6	营业税金及附加	41.9	87.3	137.0	194.2	267.5
预付款项	140.2	100.4	100.4	894.3	1978.9	销售费用	405.2	737.0	1304.8	1849.9	2547.7
其他应收款	15.8	55.9	65.2	92.5	127.4	管理费用	246.0	441.2	717.7	971.2	1273.8
存货	914.0	1870.6	3164.6	4132.8	5348.8	财务费用	-20.7	-51.8	-91.0	-157.4	-287.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.5	-3.1	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	6.8	13.9	13.9	13.9	13.9	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	493.4	880.4	1099.1	1262.5	1345.9	投资收益	0.7	0.0	6.8	7.1	7.5
在建工程	57.0	377.5	288.8	244.4	172.2	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	1665.7	3079.9	5211.0	7708.5	10836.1
无形资产	136.5	715.2	643.7	572.2	500.6	营业外收支净额	7.6	-3.7	10.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.7	0.6	0.6	0.5	税前利润	1673.3	3076.2	5221.0	7708.5	10836.1
资产总计	6490.7	11480.1	17722.0	24744.2	36078.0	减：所得税	419.7	777.5	1305.3	1927.1	2709.0
短期借款	0.0	0.0	1153.9	0.0	0.0	净利润	1253.6	2298.7	3915.8	5781.4	8127.1
应付票据	145.2	203.5	348.1	478.5	653.7	归属于母公司的净利润	1253.6	2204.7	3915.8	5781.4	8127.1
应付账款	168.5	433.5	727.9	1000.6	1366.9	少数股东损益	0.0	94.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	167.6	1026.3	2983.5	5758.3	9579.8	基本每股收益	2.79	4.90	4.35	6.42	9.03
应付职工薪酬	64.9	94.3	25.0	25.0	25.0	稀释每股收益	2.79	4.90	4.35	6.42	9.03
应交税费	284.3	829.7	829.7	829.7	829.7	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
其他应付款	430.6	1118.1	20.0	20.0	20.0	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	49.2%	90.4%	71.3%	41.8%	37.7%
长期借款	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	EBIT 增长率	67.8%	83.7%	69.0%	47.5%	39.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	68.7%	75.9%	77.6%	47.6%	40.6%
负债合计	1411.9	4092.9	6419.1	8443.1	12806.1	盈利性					
股东权益合计	5078.8	7387.2	11302.9	16301.2	23271.9	销售毛利率	58.5%	56.3%	55.7%	57.1%	57.4%
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	销售净利率	31.3%	28.9%	30.0%	31.3%	31.9%
净利润	1253.6	2298.7	3915.8	5781.4	8127.1	ROE	24.7%	31.9%	36.1%	36.5%	35.6%
折旧与摊销	30.4	112.4	141.6	152.6	160.4	ROIC	24.3%	30.2%	30.6%	34.5%	33.8%
经营活动现金流	1428.4	3839.7	3807.7	7083.4	9925.0	估值倍数					
投资活动现金流	-218.7	-1164.3	-193.2	-192.9	-92.5	PE	51.4	29.2	32.9	22.3	15.9
融资活动现金流	2434.7	-467.9	1245.0	-1779.7	-869.2	P/S	16.1	8.5	9.9	7.0	5.1
现金净变动	3644.3	2207.6	4859.4	5110.8	8963.2	P/B	12.7	9.3	11.9	8.1	5.7
期初现金余额	1032.1	4676.4	6884.0	11743.4	16854.2	股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.6%	0.9%
期末现金余额	4676.4	6884.0	11743.4	16854.2	25817.3	EV/EBITDA	35.6	18.5	22.6	14.6	9.7

资料来源：浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投

资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。





本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

