

食品饮料/必需消费

洋河股份 (002304)

全国化阶段目标初步实现

——洋河股份 2011 年三季度报点评

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
编号 S0880511010015

本报告导读:

高端化和全国化驱动公司收入持续高增长,公司机制更加灵活,优秀的创新能力和高效的团队执行力将保证公司逐点逐片精耕细作开发市场持续获得成功。

投资要点:

- 洋河股份 1-9 月收入 97 亿、净利润 29 亿,增 75%、90%, Eps3.24 元。其中,三季度收入 35 亿、净利润 11 亿,增 71%、135%,单季 Eps1.22 元。已披露预增: 11/10/15 公告上调 1-9 月业绩预增范围至 70%-90%。
- **收入增长提速:** 公司前三季度收入增速分别为 88%、63%、71%,剔除 2010 年 Q1 双沟收入尚未并表的影响,今年一季度收入增长也有 50%左右。按照收入口径可比计算,公司前三季度增长在加速。
- **报表数据解读:** 1) 毛利率 56%,较中期略降 0.87 个百分点,同比提升 1 个百分点,收购双沟并表部分影响了公司因产品结构升级带来的盈利提升效果。2) 1-9 月销售费用 8.5 亿,费用率同比降 2.4 个百分点,公司今年以来加大了在电视、户外、网络等媒体的广告投放,品牌知名度进一步提升;管理费用率同比略降 0.55 个百分点。3) 收入大幅提升后规模效应显现,期间费用率 13%,同比下降 3.3 个百分点。
- **县级市场全覆盖,全国化第一阶段目标初步实现:** 今年以来全国化“扫盲”的目标初步实现,未来将看公司深度全国化的推进进程。
- **强大的渠道管控与深度挖潜能力:** 1) 终端价格管控到位是开发团购不断取得成功的必要条件,公司前三季度营业外收入 3300 万元(较中期增加 1000 万元),其中相当部分为收取经销商的违约金,对经销商严厉管控可见一斑。2) 公司今年在省内(销售占比 2/3 左右)推行“天网工程”,力争做到全面、深度覆盖,省内销售增长对洋河的贡献功不可没,洋河依靠自身机制、营销的强大优势,背靠江苏省深度挖潜,也为我们展示出单省、单一品牌白酒消费增长的巨大潜力。
- **盈利预测与投资建议:** 公司管理团队优秀,体制领先机制灵活,无论是未来进一步推进产业整合还是营销手段和方式都较同业更加灵活。上调 Eps 预测至 11-12 年 4.40、6.67 元,增持,12 个月目标价 200 元。

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,002	7,619	12,639	17,666	22,124
(+/-)%	49%	90%	66%	40%	25%
经营利润(EBIT)	1,647	3,025	5,392	7,930	10,400
(+/-)%	68%	84%	78%	47%	31%
净利润	1,254	2,205	3,957	6,001	7,880
(+/-)%	69%	76%	79%	52%	31%
每股净收益(元)	1.39	2.45	4.40	6.67	8.76
每股股利(元)	0.40	0.50	1.00	1.50	2.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	41.1%	39.7%	42.7%	44.9%	47.0%
净资产收益率(%)	24.7%	31.9%	39.7%	41.0%	38.1%
投入资本回报率(%)	24.3%	30.3%	37.9%	38.8%	36.4%
EV/EBITDA	35.9	18.5	21.5	14.0	10.1
市盈率	103.4	58.8	32.8	21.6	16.4
股息率(%)	0.3%	0.3%	0.7%	1.0%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **200.00**

上次预测: 170.00

当前价格: 144.01

2011.10.26

交易数据

52 周内股价区间(元)	102.58-283.
总市值(百万元)	129,609
总股本/流通 A 股(百万股)	900/409
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	45%
日均成交量(百万股)	1
日均成交值(百万元)	174

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	8,786
每股净资产	9.76
市净率	14.8
净负债率	0%

EPS(元)	2010A	2011E
Q1	0.80	1.30
Q2	0.38	0.72
Q3	0.52	1.22
Q4	0.74	1.16
全年	2.45	4.40

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	5%	38%
相对指数	11%	24%	65%

相关报告

《续写高增长传奇》	2011.08.23
《高端化和全国化双轮驱动业绩高速增长》	2011.04.25
《体制优势助力洋河明年全国化扩张》	2010.12.15
《业绩延续高速增长 销售投入力度大》	2010.10.27
《业绩高速增长有望继续保持》	2010.04.20

模型更新时间: 2011.10.26

股票研究

必需消费

食品饮料

洋河股份 (002304)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 200.00

上次预测: 170.00

当前价格: 144.01

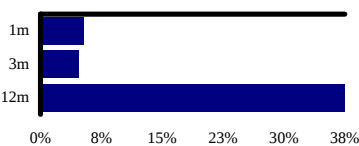
公司网址

www.chinayanghe.com

公司简介

公司是国有大型酿酒企业,公司主导产品洋河大曲已有 500 多年的历史,早在明清时代就享有盛名。洋河大曲属浓香型大曲酒,以优质高粱为原料,以小麦、大麦、豌豆制成的高温火曲为发酵剂,辅以闻名遐迩的美人泉水精工酿制而成,形成了“甜、绵、软、净、香”的独特风格,被专家和广大消费者誉为浓香型大曲酒的正宗代表。“洋河”商标被国家工商总局评定为“中国驰名商标”,产品获“江苏省重点名牌产品”。全力打造的“绵柔型”白酒经典之作洋河蓝色经典,面市以来销售增长迅猛,“蓝色经典”系列白酒“蓝色经典”

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

102.58-283.80

市值 (百万)

129,609

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	4,002	7,619	12,639	17,666	22,124
营业成本	1,662	3,329	5,326	7,104	8,494
税金及附加	42	87	152	212	265
销售费用	405	737	1,137	1,555	1,903
管理费用	246	441	632	866	1,062
EBIT	1,647	3,025	5,392	7,930	10,400
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	1	1
财务费用	-21	-52	-68	-100	-145
营业利润	1,666	3,080	5,460	8,031	10,546
所得税	420	778	1,380	2,030	2,666
少数股东损益	0	94	123	0	0
净利润	1,254	2,205	3,957	6,001	7,880
货币资金、交易性金融资产	4,676	6,884	10,029	15,037	21,261
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	7	14	14	14	14
固定资产合计	550	1,258	2,146	3,091	4,105
无形及其他资产	136	992	1,043	1,091	1,136
资产合计	6,491	11,480	16,478	23,423	31,210
流动负债	1,261	3,762	5,587	7,882	9,588
非流动负债	151	331	323	323	323
股东权益	5,079	6,919	9,977	14,627	20,708
投入资本(IC)	5,072	7,461	10,634	15,284	21,365
NOPLAT	1,234	2,260	4,029	5,925	7,771
折旧与摊销	30	112	161	227	305
流动资金增量	163	1,361	120	901	752
资本支出	-214	-773	-1,100	-1,220	-1,364
自由现金流	1,213	2,961	3,210	5,833	7,464
经营现金流	1,428	3,840	4,301	7,127	8,937
投资现金流	-219	-1,164	-1,099	-1,219	-1,363
融资现金流	2,435	-468	-57	-900	-1,350
现金流净增加额	3,644	2,208	3,145	5,008	6,224
收入增长率	49.2%	90.4%	65.9%	39.8%	25.2%
EBIT 增长率	67.8%	83.7%	78.2%	47.1%	31.2%
净利润增长率	68.7%	75.9%	79.5%	51.6%	31.3%
利润率					
毛利率	58.5%	56.3%	57.9%	59.8%	61.6%
EBIT 率	41.1%	39.7%	42.7%	44.9%	47.0%
净利润率	31.3%	28.9%	31.3%	34.0%	35.6%
净资产收益率(ROE)	24.7%	31.9%	39.7%	41.0%	38.1%
总资产收益率(ROA)	19.3%	19.2%	24.0%	25.6%	25.2%
投入资本回报率(ROIC)	24.3%	30.3%	37.9%	38.8%	36.4%
存货周转天数	166	153	150	150	150
应收账款周转天数	1	1	2	2	2
总资产周转天数	396	430	404	412	451
净利润现金含量	1.14	1.74	1.09	1.19	1.13
资本支出/收入	5%	10%	9%	7%	6%
资产负债率	21.8%	35.7%	35.9%	35.0%	31.8%
净负债率	-92.1%	-99.5%	-100.5%	-102.8%	-102.7%
PE	103.4	58.8	32.8	21.6	16.4
PB	12.8	9.4	13.0	8.9	6.3
EV/EBITDA	35.9	18.5	21.5	14.0	10.1
P/S	16.2	8.5	10.3	7.3	5.9
股息率	0.3%	0.3%	0.7%	1.0%	1.4%

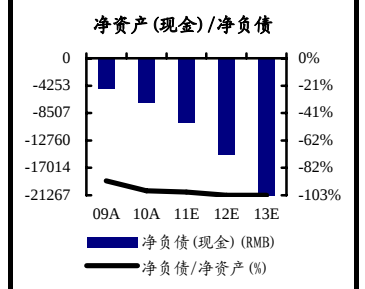
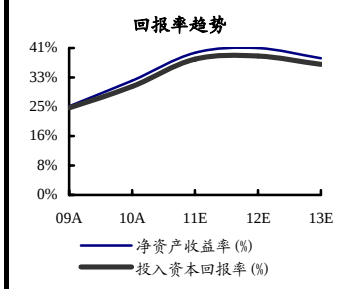
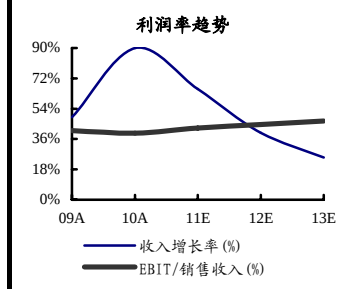
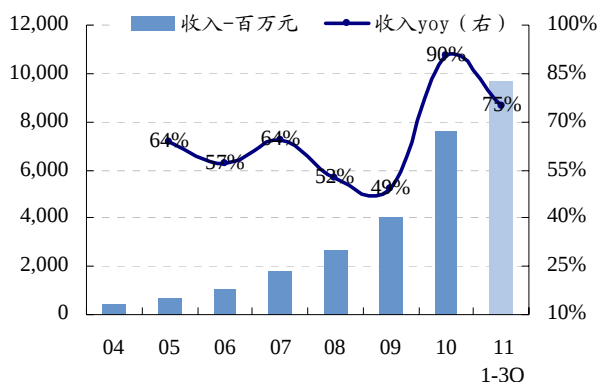
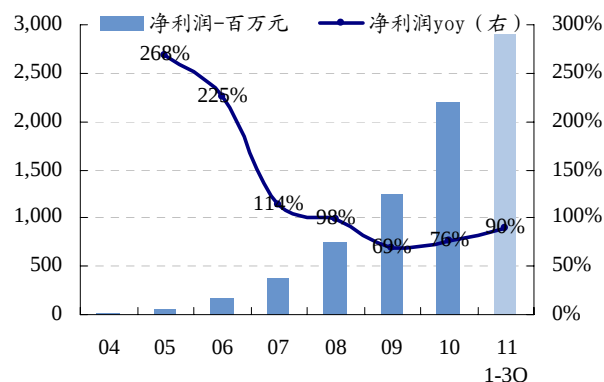


图 1: 营业收入及增速 (年度)



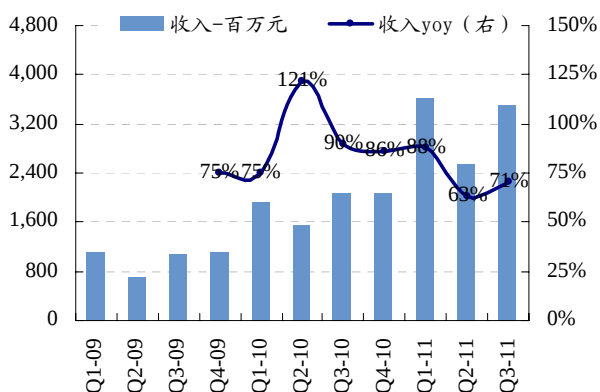
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 2: 归属母公司股东净利润及增速 (年度)



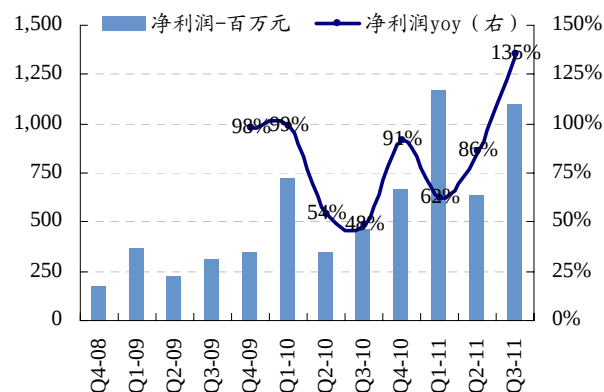
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 3: 营业收入及增速 (季度)



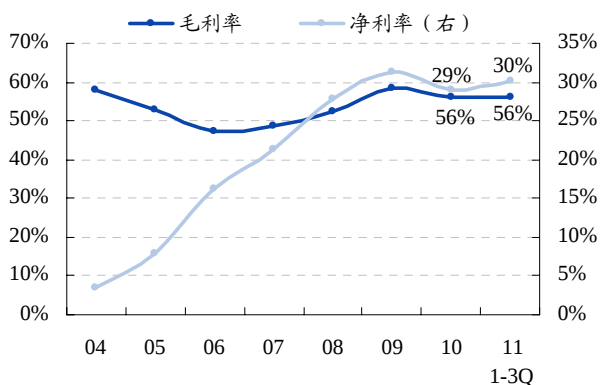
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 4: 归属母公司股东净利润及增速 (季度)



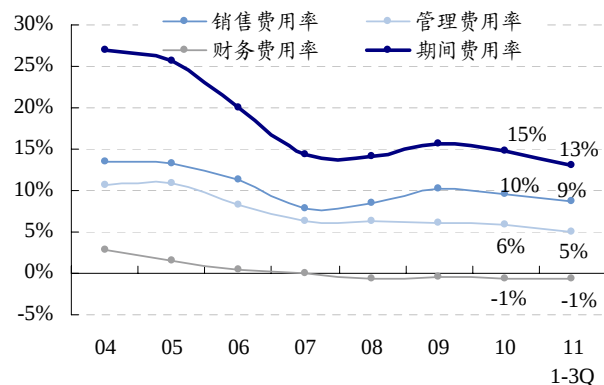
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 5: 1-9 月毛利率、净利率同比升 1%、2.4%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 6: 期间费用率同比下降 3.27 个百分点



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

张楷湔（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		