

## 洋河股份(002304.SZ)

### 深度全国化开始发力

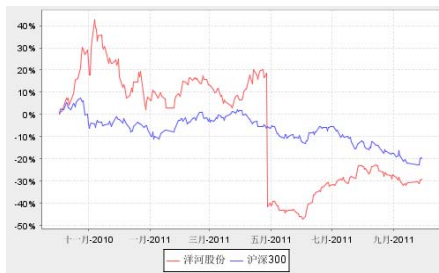
**评级: 买入**      前次: 买入  
**目标价(元): 170.4-174.7**  
 联系人: 邢庭志  
 食品饮料小组  
 021-20315162  
 xingtz@r.qlzq.com.cn  
 2011年10月16日

分析师: 谢刚  
 S0740510120005  
 021-20315178  
 xiegang@r.qlzq.com.cn  
 2011年10月16日

#### 基状况

总股本(百万股)	900.00
流通股本(百万股)	438.77
市价(元)	138.83
市值(百万元)	124947.00
流通市值(百万元)	60915.00

#### 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)	4,002.05	7,619.09	12,298.0	18,433.5	26,230.4
营业收入增速	49.21%	90.38%	61.41%	49.89%	42.30%
净利润增长率	68.71%	75.86%	73.74%	61.85%	52.61%
摊薄每股收益(元)	2.79	4.90	4.26	6.89	10.51
前次预测每股收益(元)	2.79	4.90	4.26	6.89	10.51
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	40.92	45.72	33.64	20.79	13.62
PEG	0.60	0.60	0.46	0.34	0.26
每股净资产(元)	11.28	15.38	10.94	16.83	26.34
每股现金流量	3.17	8.53	4.55	7.47	11.27
净资产收益率	24.70%	31.86%	38.89%	40.92%	39.90%
市净率	10.11	14.57	13.08	8.51	5.43
总股本(百万股)	450.00	450.00	900.00	900.00	900.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 洋河股份 2011 年 10 月 15 日发布公告, 预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 70%-90%, 预计 EPS 达到 2.90-3.24 元之间, 大幅超出预期;
- 公告提示超预期的核心在于销售的产品结构和品牌结构进一步优化, 省外市场拓展迅速;
- 2011 年作为洋河推动深度全国化的关键一年, 预计全年收入增速在 70%左右, 表明了公司在全国化的深度运营方面已经取得实质性进展, 并且带动了公司规模优势形成, 公司的深度全国化第一目标是在一个区域做强做大, 防止规模过小丧失竞争优势; 第二目标是不仅仅在省外放量, 而是在全国主体市场实现高端价位和全价位的运营, 把握行业扩容的方向, 实现增长的高质量和安全稳健性;
- 第一个目标已经取得实质性进展, 公司在上海、浙江、安徽、山东、河南、北京、天津等市场的销售额已经超过任何一个非地产名酒, 且增速基本在 90%以上, 在这些地区基本完成布点, 下一步深度增长的模式和组织资源配置基本到位, 未来 3 年的高成长较为确定;
- 第二个目标就是高端市场占有, 预计前三季度梦之蓝增速 200%以上, 天之蓝 150%以上; 公司在全国化的过程中实现了产品结构高端化, 虽然在安徽和北京销售额不及地产龙头, 但是从增速和结构来看, 好于任何一个地产酒, 适应高端和次高端扩容, 超越地产龙头实现高份额占有也较为确定;
- 洋河股份的全国化正在深入推进, 省内增量贡献预计 2011 年下降到 42%左右, 公司的发展更为稳健;
- 我们将根据三季报进行盈利上调, 初步估算 2011EPS 在 4.4 元以上, 暂不调整目标价位, 给予 2011 年目标价 170.4-174.7 元, 维持“买入”评级, 强烈建议广大投资者战略性买入。

附件一：2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

**图表 1: 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	《山西汾酒一回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒一主力提价 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》
12	2011 年 5 月 12 日	《张裕 A: 舞台更高更大, 价值更优更远》
13	2011 年 5 月 15 日	《山西汾酒-再造品牌运营架构, 加速高端化全国化》
14	2011 年 5 月 21 日	《山西汾酒的未来在哪里》
15	2011 年 6 月 2 日	《酒鬼酒-三大高端品牌全面启动, 迎接 2012 年盈利拐点》
16	2011 年 6 月 20 日	《酒鬼酒-生产扩大, 营销缺钱, 现金流入正当时》
17	2011 年 6 月 29 日	《把握白酒结构升级和整合内涵, 精准选股实现长期超额汇报》
18	2011 年 7 月 6 日	洋河股份《增长战略清晰, 增长质量全面提升》
19	2011 年 7 月 6 日	五粮液《高端白酒扩容的最大受益者》
20	2011 年 7 月 9 日	山西汾酒《业绩延续高增长, 搏击一片蓝海》
21	2011 年 7 月 31 日	《酒鬼酒-走在复兴的路上》
22	2011 年 8 月 9 日	《张裕 A-高端聚焦带动全面发展》2011 中报点评
23	2011 年 8 月 12 日	《青岛啤酒-最后的大佬》
24	2011 年 8 月 16 日	《战略性看好五粮液》
25	2011 年 8 月 16 日	《山西汾酒-加速全国化, 持续高成长》
26	2011 年 8 月 17 日	《酒鬼酒-拐点清晰, 战略增持》
27	2011 年 8 月 22 日	《洋河股份-一片蓝海中持续高成长》
28	2011 年 8 月 24 日	《五粮液-量价乘积最大, 增长动力多极》

来源：齐鲁证券研究所

附件二：洋河股份财务报表预测

**图表 2：洋河股份损益表**
**损益表（人民币百万元）**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业总收入</b>	<b>2,682</b>	<b>4,002</b>	<b>7,619</b>	<b>12,298</b>	<b>18,434</b>	<b>26,230</b>
增长率	52.22%	49.2%	90.4%	61.4%	49.9%	42.3%
<b>营业成本</b>	<b>-1,278</b>	<b>-1,662</b>	<b>-3,329</b>	<b>-5,074</b>	<b>-7,279</b>	<b>-9,739</b>
% 销售收入	47.7%	41.5%	43.7%	41.3%	39.5%	37.1%
<b>毛利</b>	<b>1,404</b>	<b>2,340</b>	<b>4,290</b>	<b>7,224</b>	<b>11,154</b>	<b>16,491</b>
% 销售收入	52.3%	58.5%	56.3%	58.7%	60.5%	62.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-27</b>	<b>-42</b>	<b>-87</b>	<b>-129</b>	<b>-194</b>	<b>-275</b>
% 销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>营业费用</b>	<b>-227</b>	<b>-405</b>	<b>-737</b>	<b>-1,181</b>	<b>-1,751</b>	<b>-2,361</b>
% 销售收入	8.4%	10.1%	9.7%	9.6%	9.5%	9.0%
<b>管理费用</b>	<b>-170</b>	<b>-246</b>	<b>-441</b>	<b>-639</b>	<b>-922</b>	<b>-1,207</b>
% 销售收入	6.3%	6.1%	5.8%	5.2%	5.0%	4.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>981</b>	<b>1,647</b>	<b>3,025</b>	<b>5,275</b>	<b>8,288</b>	<b>12,648</b>
% 销售收入	36.6%	41.1%	39.7%	42.9%	45.0%	48.2%
<b>财务费用</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>52</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 销售收入	-0.6%	-0.5%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>998</b>	<b>1,666</b>	<b>3,080</b>	<b>5,275</b>	<b>8,288</b>	<b>12,648</b>
营业利润率	37.2%	41.6%	40.4%	42.9%	45.0%	48.2%
<b>营业外收支</b>	<b>-6</b>	<b>8</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>993</b>	<b>1,673</b>	<b>3,076</b>	<b>5,275</b>	<b>8,288</b>	<b>12,648</b>
利润率	37.0%	41.8%	40.4%	42.9%	45.0%	48.2%
<b>所得税</b>	<b>-250</b>	<b>-420</b>	<b>-778</b>	<b>-1,329</b>	<b>-2,089</b>	<b>-3,187</b>
所得税率	25.2%	25.1%	25.3%	25.2%	25.2%	25.2%
<b>净利润</b>	<b>743</b>	<b>1,254</b>	<b>2,299</b>	<b>3,946</b>	<b>6,199</b>	<b>9,461</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>94</b>	<b>115</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>743</b>	<b>1,254</b>	<b>2,205</b>	<b>3,830</b>	<b>6,199</b>	<b>9,461</b>
净利率	27.7%	31.3%	28.9%	31.1%	33.6%	36.1%

来源：齐鲁证券研究所

**图表 3: 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	10,336	15,959	25,000
应收款项	15	47	214	117	165	220
存货	595	914	1,871	1,946	2,593	3,202
其他流动资产	33	140	100	142	182	234
<b>流动资产</b>	<b>1,675</b>	<b>5,778</b>	<b>9,069</b>	<b>12,541</b>	<b>18,898</b>	<b>28,656</b>
%总资产	76.7%	89.0%	79.0%	84.5%	88.7%	92.0%
长期投资	8	7	14	20	20	20
固定资产	349	550	1,258	1,167	1,261	1,336
%总资产	16.0%	8.5%	11.0%	7.9%	5.9%	4.3%
无形资产	136	136	992	974	974	974
非流动资产	508	713	2,411	2,308	2,402	2,478
%总资产	23.3%	11.0%	21.0%	15.5%	11.3%	8.0%
<b>资产总计</b>	<b>2,183</b>	<b>6,491</b>	<b>11,480</b>	<b>14,849</b>	<b>21,300</b>	<b>31,133</b>
短期借款	7	0	0	0	0	0
应付款项	407	912	2,781	2,457	2,980	3,452
其他流动负债	234	349	981	2,231	2,860	3,659
流动负债	647	1,261	3,762	4,688	5,840	7,112
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	152	150	331	331	331	331
<b>负债</b>	<b>800</b>	<b>1,412</b>	<b>4,093</b>	<b>5,019</b>	<b>6,171</b>	<b>7,443</b>
普通股股东权益	1,383	5,075	6,919	9,850	15,149	23,710
少数股东权益	0	4	468	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,183</b>	<b>6,491</b>	<b>11,480</b>	<b>14,869</b>	<b>21,320</b>	<b>31,153</b>

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 4: 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	41	58	79	133	233	379
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	37	40	-3	0	0	0
非经营收益	3	3	-8	-33	-26	-26
营运资金变动	-59	-101	33	161	96	-33
<b>经营活动现金净流</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>261</b>	<b>303</b>	<b>321</b>
资本开支	5	16	56	-20	-20	-20
投资	0	75	95	0	0	0
其他	-9	-28	0	13	6	6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-14</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>33</b>	<b>26</b>	<b>26</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-57	-37	4	-190	0	0
其他	-11	-6	-9	0	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-68</b>	<b>-43</b>	<b>-5</b>	<b>-190</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-60</b>	<b>-13</b>	<b>135</b>	<b>104</b>	<b>329</b>	<b>347</b>

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 5: 洋河股份综合比率分析**

比率分析	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.136	0.193	0.262	0.440	0.768	1.252
每股净资产(元)	2.040	2.233	2.495	2.935	3.703	4.955
每股经营现金净流(元)	0.073	0.000	0.332	0.861	0.999	1.058
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.66%	8.64%	10.50%	14.99%	20.75%	25.26%
总资产收益率	3.54%	4.78%	6.15%	9.48%	12.43%	16.40%
投入资本收益率	3.49%	5.39%	6.03%	20.45%	50.62%	79.63%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	54.49%	11.76%	53.60%	52.36%	56.03%	49.95%
EBIT增长率	-40.52%	73.74%	25.69%	170.78%	101.03%	69.70%
净利润增长率	-34.09%	42.07%	35.79%	67.82%	74.70%	62.93%
总资产增长率	-11.80%	5.27%	5.55%	8.97%	33.18%	23.56%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	20.7	13.6	3.8	2.0	1.8	1.5
存货周转天数	1,786.2	2,231.9	1,276.4	600.0	500.0	380.0
应付账款周转天数	101.1	105.4	100.2	95.0	90.0	75.0
固定资产周转天数	366.7	310.8	204.1	138.9	89.0	59.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	4.50%	10.69%	-1.00%	-33.89%	-56.16%	-65.06%
EBIT利息保障倍数	17.8	5.8	4.9	—	—	—
资产负债率	46.77%	44.50%	41.41%	36.75%	40.07%	35.10%

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:阴红星  
电话:0531-68889520  
手机:13969199716  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308