

2011年10月26日

洋河股份

上调盈利预测

A
买入

002304.SZ - 人民币 143.73

目标价格:人民币 160.00(▲158.00)

刘都*

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	29	5	5	42
相对新华富时A50指数(%)	42	5	16	65

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	450
流通股(%)	45.54
流通股市值(人民币 百万)	29,512
3个月日均交易额(人民币 百万)	175
净负债率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
洋河集团	34.05

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏斌为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

1-9 月份, 洋河股份实现营业收入 96.97 亿元, 同比增长 74.59%; 实现营业利润 40.42 亿元, 同比增长 92.09%; 实现利润总额 40.56 亿元, 同比增长 92.48%; 实现归属上市公司股东净利润 29.16 亿元, 同比增长 89.88%。每股收益 3.24 元。公司成功打造“全国化”和“高端化”两个增长极, 充分受益于白酒消费结构调整升级, 收入增长显著快于行业整体水平。9 月洋河提价对第四季度以及 2012 年的业绩有相当正面的贡献, 另外五粮液售价超千元, 利好次高端领先企业, 公司将受益明显。我们上调 2011-12 年每股收益至 4.33 元和 6.18 元, 以 2012 年 25.9 倍市盈率估值, 上调目标价至 160.00 元, 仍维持买入评级。

支撑评级的要点

- 收入保持高速增长, 大幅优于行业平均水平。
- 综合毛利率基本保持高位稳定, 期间费用率同比降幅较 1-6 月份继续提高。
- 少数股东损益对利润的影响几近完全消除。
- 公司预计 2011 年全年净利润增长幅度 70%-90%, 即每股收益区间为 4.16 元-4.65 元。

评级面临的 风险

- 高端化遭遇升级瓶颈的风险。
- 全国化进程进入下半段导致收入增速下滑。

估值

- 市盈率估值法, 以 2012 年 25.9 倍市盈率估值, 我们将目标价由 158.00 元上调至 160.00 元, 仍维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,002	7,619	12,865	17,896	23,254
变动(%)	49.2	90.4	68.9	39.7	29.9
净利润(人民币 百万)	1,261	2,201	3,901	5,565	7,236
全面摊薄每股收益(人民币)	1.39	2.45	4.33	6.18	8.04
变动(%)	68.7	75.9	76.9	42.7	30.0
先前预测每股收益(人民币)	1.39	2.45	3.96	5.63	7.58
调整幅度(%)	-	-	9.45	9.84	6.08
市盈率(倍)	103.2	58.7	33.2	23.2	17.9
每股现金流量(人民币)	3.17	8.53	6.47	9.10	10.71
价格/每股现金流量(倍)	45.3	16.8	22.2	15.8	13.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.8	18.4	22.1	15.1	11.0
每股股息(人民币)	0.80	1.00	0.89	1.24	1.61
股息率(%)	0.56	0.70	0.62	0.86	1.12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

三季度综述

1-9 月份，洋河股份实现营业收入 96.97 亿元，同比增长 74.59%；实现营业利润 40.42 亿元，同比增长 92.09%；实现利润总额 40.56 亿元，同比增长 92.48%；实现归属上市公司股东净利润 29.16 亿元，同比增长 89.88%。每股收益 3.24 元。

公司充分受益于白酒消费结构的调整和升级，收入增长显著快于行业平均水平。结构换档的“高端化”和市场扩张的“全国化”战略对公司保持高速增长具有十分重要的意义，公司“两化”战略推进效果卓越，而支撑企业顺利推进“两化”的，是“三力”的共同作用，“品牌力”解决消费者想买的问题，“渠道力”解决销售问题，“产品力”解决重复购买问题。

品牌力方面，首先，洋河是老八大名酒，洋河收购的双沟是老十八大名酒，这是基本的品质背书，蓝色经典是在老名酒基础上的创新，注入新的文化和内涵解释；其次，洋河以“男人的情怀”为诉求，打造了贴近中产阶级和富裕阶层新需求的新品牌，品牌力进一步拉升；再次，随着洋河全国市场铺货率的提升，在资本市场等各个方面曝光率的提升，洋河品牌影响力有跨越式的提高。

渠道力方面，公司营销体系设计、全环节执行力、市场队伍规模在行业内都处领先水平，确保和经销商联合开发市场、深度分销和掌控终端。

产品力方面，公司创新绵柔新口味，从消费者体验着手，开发符合健康时尚“低醉化”趋势的产品以培育、引导和黏住消费者。此外，洋河品质的稳定性也会随着 3 万吨名优酒酿造技改等工程的完成得到一定程度的解决。

总体上，我们认为洋河股份还处在全国化的半程当中。从行业发展趋势看，3-4 年内，行业仍能保持较快的增速，洋河具有较强的继续成长能力。

单季毛利率环比略有提升

1-9 月份，综合毛利率 56.2%，较 1-6 月份下降 0.9 个百分点，同比增加 1.0 个百分点。

其中 7-9 月份综合毛利率 54.7%，季度环比提高 0.4 个百分点。9 月出厂价提高有一定影响。

期间费用率下降 3.3 个百分点

1-9 月期间费用率 13.0%，同比下降 3.3 个百分点，销售费用率和管理费用率均同比下降。

1-9 月，销售费用 8.45 亿元，同比增长 36.71%，同比增速较 1-6 月份下降 19.8 个百分点，销售费用率同比下降 2.4 个百分点至 8.7%；销售费用增长主要因为报告期内公司加大在中央电视台和地方电视台等媒体的广告投放力度，广告费支出大幅度增加；此外，销售直接相关的运输、装卸费、差旅费也有相应增加。

管理费用 4.82 亿元，同比增长 57.23%，管理费用率同比下降 0.5 个百分点至 5.0%。管理费用增加原因：随着产销量的大幅度增加，公司员工工资以及其他管理费用相应增加，另外，也同收购江苏双沟酒业股份有限公司股权导致财务报表合并范围变动有关。

公司经营现金流状况良好，账面现金 67.82 亿元，较 6 月末 60.54 亿元继续增加，期间公司尝试购买了银行理财产品以及进行了约 3 亿元左右的长期股权投资。

几近完全消除少数股东损益对净利润率影响

7-9 月份，少数股东损益仅 20 万元，对净利润影响已经微乎其微。

对双沟进行并表后，由于双沟盈利情况不错，导致少数股东损益同比激增。1-3 月份，少数股东损益 1.12 亿元（上年同期几乎为 0），占净利润比重 8.76%，影响净利润率 3.1 个百分点。2011 年 3 月 18 日，公司与宿迁产业发展集团签订股权转让协议，收购其持有的双沟酒业 26.92% 股份，截至 3 月 20 日，公司已协议受让双沟酒业剩余 32.48% 股份。由于公司对双沟已经实现完全控股，二季度少数股东损益仅增加 291 万。

盈利预测及目标价

我们上调摊薄后 2011-2013 年每股收益至 4.33 元、6.18 元和 8.04 元。自我们 4 月中旬深度推荐白酒板块，建议一二线组合投资以来，公司股价累计涨幅居食品饮料板块前列。上调除权后目标价至 160.00 元，相当于 2012 年 25.9 倍市盈率，维持买入评级。

图表 2. 公司 2011 年 1-9 月利润表分析

(人民币, 百万)	2010 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	同比变动(%)
营业总收入	5,554.30	9,697.32	74.59
营业收入	5,554.30	9,697.32	74.59
营业总成本	3,449.84	5,655.84	63.95
营业成本	2,486.30	4,243.87	70.69
营业税金及附加	65.50	153.60	134.50
销售费用	617.88	844.73	36.71
管理费用	306.44	481.81	57.23
财务费用	(23.00)	(70.19)	205.22
资产减值损失	(3.28)	2.02	(161.37)
其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00		
投资净收益	0.00	0.89	
汇兑净收益	0.00		
营业利润	2,104.46	4,042.37	92.09
加: 营业外收入	18.02	33.25	84.48
减: 营业外支出	15.16	19.40	27.95
利润总额	2,107.33	4,056.22	92.48
减: 所得税	531.99	1,024.74	92.63
加: 未确认的投资损失			
净利润	1,575.34	3,031.48	92.43
减: 少数股东损益	39.66	115.53	191.27
归属于母公司股东的净利润	1,535.68	2,915.95	89.88
每股收益(元)	1.71	3.24	
盈利能力(%)			
毛利率	55.2	56.2	
经营利润率	37.9	41.7	
税前利润率	37.9	41.8	
净利率	27.6	30.1	

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,002	7,619	12,865	17,896	23,254
销售成本	(1,662)	(3,329)	(5,610)	(7,833)	(10,251)
经营费用	(695)	(1,262)	(1,948)	(2,694)	(3,455)
息税折旧前利润	1,675	3,140	5,409	7,516	9,738
折旧及摊销	(30)	(112)	(101)	(147)	(190)
经营利润(息税前利润)	1,645	3,028	5,308	7,369	9,549
净利息收入(费用)	21	52	62	102	161
其他收益/(损失)	8	(4)	0	0	0
税前利润	1,681	3,073	5,370	7,471	9,710
所得税	(420)	(778)	(1,353)	(1,883)	(2,447)
少数股东权益	0	(94)	(116)	(23)	(27)
净利润	1,261	2,201	3,901	5,565	7,236
核心净利润	1,254	2,205	3,901	5,565	7,236
每股收益(人民币)	1.39	2.45	4.33	6.18	8.04
核心每股收益(人民币)	1.39	2.45	4.33	6.18	8.04
每股股息(人民币)	0.80	1.00	0.89	1.24	1.61
收入增长(%)	49.21	90.38	68.86	39.10	29.94
息税前利润增长(%)	67.62	84.08	75.29	38.84	29.57
息税折旧前利润增长(%)	66.96	87.44	72.25	38.95	29.56
每股收益增长(%)	68.71	75.86	76.94	42.67	30.03
核心每股收益增长(%)	68.71	75.86	76.94	42.67	30.03

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	4,676	6,884	10,045	15,691	22,800
应收帐款	31	158	437	626	814
库存	914	1,871	3,366	3,916	5,125
其他流动资产	156	156	1,045	1,313	1,644
流动资产总计	5,778	9,069	14,894	21,547	30,383
固定资产	493	880	1,944	2,537	3,416
无形资产	136	715	691	668	644
其他长期资产	83	816	982	1,861	2,111
长期资产总计	713	2,411	3,617	5,065	6,170
总资产	6,491	11,480	18,511	26,612	36,553
应付帐款	168	433	561	783	1,025
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,093	3,328	6,969	10,302	14,131
流动负债总计	1,261	3,762	7,530	11,085	15,156
长期借款	0	0	50	125	185
其他长期负债	150	331	331	331	331
股本	450	450	900	900	900
储备	4,625	6,469	9,117	13,565	19,349
股东权益	5,075	6,919	10,017	14,465	20,249
少数股东权益	4	468	583	606	633
总负债及权益	6,491	11,480	18,511	26,612	36,553
每股帐面价值(人民币)	11.28	15.38	11.13	16.07	22.50
每股有形资产(人民币)	10.97	13.17	10.06	15.02	21.48
每股净负债/(现金)(人民币)	(10.39)	(15.30)	(11.84)	(18.03)	(25.86)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,681	3,073	5,370	7,471	9,710
折旧与摊销	30	112	101	147	190
净利息费用	(21)	(52)	(62)	(102)	(161)
运营资本变动	116	1,376	951	2,128	1,843
税金	(420)	(778)	(1,353)	(1,883)	(2,447)
其他经营现金流	41	108	815	425	506
经营活动产生的现金流	1,428	3,840	5,823	8,187	9,640
购买固定资产净值	(215)	(776)	(1,000)	(1,500)	(1,200)
投资减少/增加	(4)	(3)	(310)	(100)	(100)
其他投资现金流	0	(385)	(660)	0	0
投资活动产生的现金流	(219)	(1,164)	(1,970)	(1,600)	(1,300)
净增资产	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	50	75	60
支付股息	(360)	(450)	(803)	(1,118)	(1,453)
其他融资现金流	2,795	(18)	62	102	161
融资活动产生的现金流	2,435	(468)	(691)	(941)	(1,231)
现金变动	3,644	2,208	3,162	5,646	7,109
期初现金	1,032	4,676	6,884	10,045	15,691
公司自由现金流	1,210	2,675	3,853	6,587	8,340
权益自由现金流	1,189	2,624	3,841	6,560	8,238

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	41.87	41.22	42.05	42.00	41.88
息税前利润率(%)	41.10	39.74	41.26	41.18	41.06
税前利润率(%)	42.00	40.33	41.74	41.75	41.76
净利率(%)	31.51	28.89	30.32	31.10	31.12
流动性					
流动比率(倍)	4.58	2.41	1.98	1.94	2.00
利息覆盖率(倍)	(79.6)	(58.5)	(85.7)	(72.4)	(59.1)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.86	1.91	1.53	1.59	1.67
估值					
市盈率(倍)	103.19	58.67	33.16	23.24	17.88
核心业务市盈率(倍)	103.19	58.67	33.16	23.24	17.88
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	114.87	65.32	36.91	25.87	19.90
市净率(倍)	12.73	8.76	12.20	8.58	6.19
价格/现金流(倍)	45.28	16.84	22.22	15.80	13.42
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	35.81	18.40	22.07	15.14	10.96
周转率					
存货周转天数	83.36	89.61	95.49	79.87	80.45
应收帐款周转天数	2.43	1.52	1.46	1.83	1.83
应付帐款周转天数	36.99	47.53	36.50	36.50	36.50
回报率					
股息支付率(%)	28.72	20.41	20.59	20.08	20.07
净资产收益率(%)	24.68	29.84	36.80	36.93	34.65
资产收益率(%)	19.31	19.20	21.07	20.91	19.80
已运用资本收益率(%)	24.29	30.74	37.38	36.37	33.99

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371