

2011年8月23日

# 洋河股份

## 成功打造两个增长极，保持高增长

**买入**  
 A 002304.SZ - 人民币 143.18  
 目标价格:人民币 158.00(▲127.50)

**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(%)	28	4	20	57
相对新华富时A50指数(%)	38	13	32	68

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	900
流通股(%)	45.49
流通股市值(人民币 百万)	58,578
3个月日均交易额(人民币 百万)	199
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**

1-6 月份, 洋河股份实现营业收入 61.72 亿元, 同比增长 76.99%; 实现营业利润 25.79 亿元, 同比增长 79.73%; 实现利润总额 25.86 亿元, 同比增长 80.76%; 实现归属上市公司股东净利润 18.14 亿元, 同比增长 69.96%。每股收益 2.02 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平均水平, 自推荐以来股价累计涨幅居前。我们上调 2011-12 年每股收益至 3.96 元和 5.63 元, 以 2012 年 28 倍市盈率估值, 上调除权后目标价至 158.00 元, 仍维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 收入保持高速增长, 扣除并表范围增加因素, 同比收入增长仍大幅优于行业平均水平。
- 综合毛利率基本保持高位稳定。
- 少数股东损益影响利润, 随着百分百持股双沟, 二季度少数股东损益较一季度仅微增 291 万元。
- 公司披露 2011 年 1-9 月份净利润增长幅度 50%-70%。

### 评级面临的风险

- 高端化以及全国化效果不及预期的风险。
- 竞争加剧导致盈利能力下降风险。

### 估值

- 市盈率估值法, 以 2012 年 28 倍市盈率估值, 我们将除权后目标价格由 127.50 元上调至 158.00 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	11,628	16,244	21,639
变动(%)	49.2	90.4	52.6	39.7	33.2
净利润(人民币 百万)	1,254	2,205	3,560	5,068	6,821
全面摊薄每股收益(人民币)	1.39	2.45	3.96	5.63	7.58
变动(%)	68.7	75.9	61.5	42.4	34.6
先前预测每股收益(人民币)	1.39	2.45	3.88	5.39	7.35
调整幅度(%)	-	-	1.9	4.5	3.2
市盈率(倍)	102.8	58.4	36.2	25.4	18.9
每股现金流量(人民币)	3.17	8.53	6.31	8.56	11.54
价格/每股现金流量(倍)	45.1	16.8	22.7	16.7	12.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.7	18.3	24.1	16.5	11.4
每股股息(人民币)	0.80	1.00	0.82	1.13	1.52
股息率(%)	0.56	0.70	0.57	0.79	1.06

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 半年报综述

1-6 月份，洋河股份实现营业收入 61.72 亿元，同比增长 76.99%；实现营业利润 25.79 亿元，同比增长 79.73%；实现利润总额 25.86 亿元，同比增长 80.76%；实现归属上市公司股东净利润 18.14 亿元，同比增长 69.96%。每股收益 2.02 元。

公司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平均水平。“高端化”和“全国化”战略对公司保持高速增长具有十分重要的意义，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：1)品牌力，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，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；2) 产品力，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；3) 渠道力，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。

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，3-5 年内，行业仍能保持较快的增速，洋河具有较强的继续成长潜力。

## 毛利率高位基本稳定

公司 2010 年报披露，中高档白酒业务毛利率 64.52%，同比下降 2.34 个百分点，主要是因为双沟中高档系列白酒毛利率比洋河中高档系列白酒毛利率偏低所致。

从 1 季报情况看，综合毛利率 59.0%，同比下降 1.05 个百分点，环比下降 0.16 个百分点，表明中高档白酒尤其天之蓝、梦之蓝系列销售收入的快速增长带动毛利率高位企稳。1-6 月份，洋河综合毛利率 57.1%，同比下降 0.6 个百分点，同比降幅较 1 季度进一步收窄。

## 期间费用率下降 1.9 个百分点

销售费用 5.84 亿元，同比增长 56.50%，低于收入增速，销售费用率同比下降 1.2 个百分点。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；随着销售收入的大幅度增长，运输费、差旅费等销售费用相应增加，另外，2010 年 4 月公司收购江苏双沟酒业股份有限公司股权，财务报表合并范围发生变化也对销售费用同比增加有所影响。

管理费用 2.91 亿元，同比增长 52.81%，主要因为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。管理费用率 4.7%，同比下降 0.7 个百分点

公司经营现金流状况良好，账面现金 60.54 亿元，资金充裕。

## 二季度基本消除少数股东损益对净利润率影响

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 3.96 元、5.63 元和 7.58 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 158.00 元，维持**买入**评级。

图表 2. 公司 2011 年半年度利润表分析

(人民币, 百万)	2010 年 1-6 月	2011 年 1-6 月	同比变动(%)
<b>营业总收入</b>	3,487.10	6,171.74	76.99
营业收入	3,487.10	6,171.74	76.99
<b>营业总成本</b>	2,052.01	3,592.39	75.07
营业成本	1,474.29	2,646.98	79.54
营业税金及附加	35.84	92.74	158.76
销售费用	373.07	583.86	56.50
管理费用	190.54	291.18	52.81
财务费用	(18.30)	(25.02)	36.74
资产减值损失	(3.43)	2.66	(177.62)
<b>其他经营收益</b>			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	
汇兑净收益	0.00	0.00	
<b>营业利润</b>	1,435.09	2,579.35	79.73
加: 营业外收入	7.67	23.02	200.08
减: 营业外支出	11.97	16.11	34.63
<b>利润总额</b>	1,430.79	2,586.26	80.76
减: 所得税	362.22	657.07	81.40
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	
<b>净利润</b>	1,068.58	1,929.19	80.54
减: 少数股东损益	1.34	115.33	8,480.80
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	1,067.23	1,813.86	69.96
<b>每股收益(元)</b>	1.19	2.02	
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	57.5	57.1	
经营利润率	41.2	41.8	
税前利润率	41.0	41.9	
净利率	30.6	31.3	

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	11,628	16,244	21,639
销售成本	(1,662)	(3,329)	(4,938)	(6,947)	(9,227)
经营费用	(695)	(1,262)	(1,859)	(2,615)	(3,461)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>1,675</b>	<b>3,140</b>	<b>4,931</b>	<b>6,804</b>	<b>9,082</b>
折旧及摊销	(30)	(112)	(99)	(122)	(132)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>1,645</b>	<b>3,028</b>	<b>4,832</b>	<b>6,682</b>	<b>8,950</b>
净利息收入(费用)	21	52	69	107	180
其他收益/(损失)	8	(4)	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>1,673</b>	<b>3,076</b>	<b>4,901</b>	<b>6,789</b>	<b>9,130</b>
所得税	(420)	(778)	(1,225)	(1,697)	(2,282)
少数股东权益	0	(94)	(116)	(23)	(27)
<b>净利润</b>	<b>1,254</b>	<b>2,205</b>	<b>3,560</b>	<b>5,068</b>	<b>6,821</b>
<b>核心净利润</b>	<b>1,254</b>	<b>2,205</b>	<b>3,560</b>	<b>5,068</b>	<b>6,821</b>
每股收益(人民币)	1.39	2.45	3.96	5.63	7.58
核心每股收益(人民币)	1.39	2.45	3.96	5.63	7.58
每股股息(人民币)	0.80	1.00	0.82	1.13	1.52
收入增长(%)	49.21	90.38	52.62	39.69	33.21
息税前利润增长(%)	67.62	84.08	59.57	38.28	33.95
息税折旧前利润增长(%)	66.96	87.44	57.03	37.97	33.49
每股收益增长(%)	68.71	75.86	61.47	42.37	34.57
核心每股收益增长(%)	68.71	75.86	61.47	42.37	34.57

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	10,198	16,463	25,186
应收帐款	31	158	395	569	541
库存	914	1,871	2,963	4,168	5,536
其他流动资产	156	156	334	576	890
<b>流动资产总计</b>	<b>5,778</b>	<b>9,069</b>	<b>13,889</b>	<b>21,776</b>	<b>32,153</b>
固定资产	493	880	1,857	1,638	2,058
无形资产	136	715	691	668	644
其他长期资产	83	816	1,488	2,155	2,118
<b>长期资产总计</b>	<b>713</b>	<b>2,411</b>	<b>4,036</b>	<b>4,460</b>	<b>4,820</b>
<b>总资产</b>	<b>6,491</b>	<b>11,480</b>	<b>17,925</b>	<b>26,236</b>	<b>36,974</b>
应付帐款	168	433	494	695	923
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,093	3,328	6,745	10,755	15,761
<b>流动负债总计</b>	<b>1,261</b>	<b>3,762</b>	<b>7,239</b>	<b>11,449</b>	<b>16,684</b>
长期借款	0	0	28	55	80
其他长期负债	150	331	331	331	331
股本	450	450	900	900	900
储备	4,625	6,469	8,844	12,894	18,346
<b>股东权益</b>	<b>5,075</b>	<b>6,919</b>	<b>9,744</b>	<b>13,794</b>	<b>19,246</b>
少数股东权益	4	468	583	606	633
<b>总负债及权益</b>	<b>6,491</b>	<b>11,480</b>	<b>17,925</b>	<b>26,236</b>	<b>36,974</b>
每股帐面价值(人民币)	11.28	15.38	10.83	15.33	21.38
每股有形资产(人民币)	10.97	13.17	9.75	14.28	20.36
每股净负债/(现金)(人民币)	(10.39)	(15.30)	(11.30)	(18.23)	(27.90)

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	1,673	3,076	4,901	6,789	9,130
折旧与摊销	30	112	99	122	132
净利息费用	1	1	(69)	(107)	(180)
运营资本变动	4,103	3,291	4,820	7,887	10,378
税金	(420)	(778)	(1,225)	(1,697)	(2,282)
其他经营现金流	(3,959)	(1,864)	(2,848)	(5,294)	(6,794)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>1,428</b>	<b>3,840</b>	<b>5,679</b>	<b>7,700</b>	<b>10,383</b>
购买固定资产净值	(215)	(776)	(550)	(550)	(495)
投资减少/增加	(4)	(3)	(1,176)	0	0
其他投资现金流	0	(385)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(219)</b>	<b>(1,164)</b>	<b>(1,726)</b>	<b>(550)</b>	<b>(495)</b>
净增资产	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	28	28	25
支付股息	(360)	(450)	(735)	(1,018)	(1,369)
其他融资现金流	2,795	(18)	69	107	180
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>2,435</b>	<b>(468)</b>	<b>(639)</b>	<b>(884)</b>	<b>(1,165)</b>
现金变动	3,644	2,208	3,314	6,266	8,723
期初现金	1,032	4,676	6,884	10,198	16,463
公司自由现金流	1,210	2,675	3,953	7,150	9,888
权益自由现金流	1,230	2,727	4,049	7,284	10,092

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	41.87	41.22	42.41	41.89	41.97
息税前利润率(%)	41.10	39.74	41.55	41.14	41.36
税前利润率(%)	41.81	40.38	42.15	41.79	42.19
净利率(%)	31.32	28.94	30.61	31.20	31.52
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.58	2.41	1.92	1.90	1.93
利息覆盖率(倍)	(79.6)	(58.5)	(70.3)	(62.6)	(49.9)
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	1.51	1.54	1.60
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	102.79	58.45	36.20	25.42	18.89
核心业务市盈率(倍)	102.79	58.45	36.20	25.42	18.89
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	113.43	64.50	39.94	28.06	20.85
市净率(倍)	12.69	8.72	12.48	8.95	6.48
价格/现金流(倍)	45.11	16.78	22.69	16.74	12.41
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	35.66	18.32	24.07	16.53	11.42
<b>周转率</b>					
存货周转天数	83.36	89.61	92.99	93.66	93.39
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
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	28.72	20.41	20.65	20.09	20.08
净资产收益率(%)	24.68	29.84	34.47	35.20	34.31
资产收益率(%)	19.31	19.20	19.86	19.32	18.45
已运用资本收益率(%)	24.29	30.74	35.00	34.67	33.63

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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

英国伦敦嘉嘉街 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