

洋河股份(002304.SZ)

一片蓝海中持续高成长

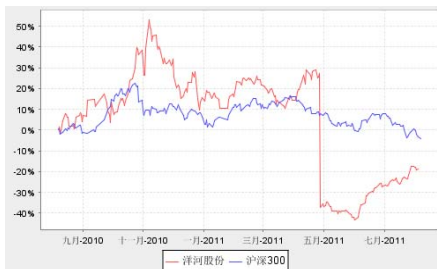
评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 170.4-174.7
 联系人: 邢庭志
 食品饮料小组
 021-20315162
 xingtz@qlzq.com.cn
 2011年8月22日

分析师: 谢刚
 S0740510120005
 021-20315178
 xiegang@qlzq.com.cn
 2011年8月22日

基本状况

总股本(百万股)	900.00
流通股本(百万股)	438.77
市价(元)	148.00
市值(百万元)	133200.00
流通市值(百万元)	64938.56

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	4.18	6.69	10.49
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

- 2011年1-6月, 公司实现营业收入61.72亿元, 同比增长76.99%; 实现利润总额25.86亿元, 同比增长80.76%; 归属上市公司股东的净利润18.13亿元, 同比增长69.96%; 公司略超预期;**
- 公司三项费用率持续降低, 销售费用率由10.70%下降到9.45%, 管理费用率由5.46%下降到4.71%, 而公司的品牌费用投入达到4.26亿, 增长达107.2%, 表明了公司的运营质量快速提升, 品牌拉动式增长模式正在加强, 公司的市场抗风险能力持续提升;**
- 公司省外收入占比达到34.5%, 比2010年提升2.03个百分点; 公司省外营收从调研来看主要由洋河品牌贡献, 进一步高速增长空间巨大, 上半年省外营收增速达84.08%, 表明了公司省外扩张的强劲势头;**
- 公司一季报对今年上半年的预测值达到50-70%, 公司管理层对2011年度全年业绩持乐观态度, 更表明了公司对未来的增长信心;**
- 公司在建工程达到历史最高水平10.06亿, 表明了公司的基础产能建设正在全力推进, 为下一步大幅度高端增量打下坚实基础;**
- 我们上调2011年全年EPS至4.26元; 预测公司营收2011-2013年的增长率为61.41%、49.89%和42.30%; 净利润增长率为73.74%、61.85%和52.61%; EPS分别达到4.26、6.89和10.51元;**
- PE估值水平维持40倍不变, 给予2011年目标价170.4-174.7元, 综合分析给予“买入”评级, 强烈建议机构投资者长期投资洋河股份, 分享洋河股份强大的品牌运营能力带来的持续高成长和行业结构升级机遇。**

2012 年洋河股份如何进一步高速增长

持续增长的逻辑

- 省外为主导式高速增长+江苏稳健增长，洋河股份进一步加速全国化；在更多的省份实现高端化增长和 100-1000 元多价位多品牌增长；
- 省内的空间主要体现在产品结构的进一步升级，当前江苏省内主流消费价位为 100-200 元，洋河的零售价位中位数在 200 元左右，进一步升级空间巨大，省外同样适用；
- 行业次高端的扩容和超高端扩容，洋河充分通过苏酒、梦之蓝、天之蓝、海之蓝、双沟珍宝坊等多品牌快速推进全国化布局，分享高端扩容，还远没有到达挤占竞争对手实现增长的地步。

增长的产品结构方面

- 产品结构不断提升，当前洋河价位越高的品牌和产品，增长速度也越快，表明了洋河升级强劲，品牌的接受度强，未来的增长更加稳健；
- 省内，天之蓝和梦之蓝将继续作为消费升级方向，带动整体稳健增长；
- 省外四个高端品牌同步高增长，梦之蓝和天之蓝的基数更小，进一步高成长较为确定。

增长的区域结构方面

- 省外大部分市场均已过亿，正在向 10 亿目标进发，洋河在当地的占比均较低，我们在系列报告中已经分析，洋河在占有率较高的安徽市场也只有 4%左右的份额，进一步提升空间巨大；
- 2011 年开发完成的县市新市场会成为未来 3-5 年洋河高速增长的动力；
- 随着省内占比的逐步降低，洋河的全国化带动作用会愈发明显。

洋河股份的未来

洋河是老名酒复兴中的典范和最大受益者

- 洋河股份、古井贡酒、山西汾酒、郎酒、剑南春都在快速复兴，而洋河只是其中一员，但是确是最成功的企业之一；
- 洋河股份的体制、根据地市场、品类优势、先发规模优势和现代营销经验壁垒会推动其在中高档、高端白酒这一广阔市场上持续高成长；

洋河所创造的绵柔品类和现代品牌形象-站在白酒行业传统的对立面

- 洋河股份的绵柔品类和现代品牌形象是和烈辣的传统白酒明显区别的，洋河不但创造了一个品类，并且是这个品类中档次、规模和运营能力最强的企业，所以洋河面对的是一片蓝海市场，未来的消费需求会越来越偏向洋河这一面；

- 公司的现代品牌形象，诉求的价值观和传统的历史性诉求差异化，更加符合现代消费者和未来的年轻群体的需求；

行业结构化巨变扩容为洋河的发展带来最强劲的动力

- 超高端市场的快速扩容为洋河梦之蓝、苏酒的全国化大发展提供广阔市场，高端市场的多元化需求持续推动洋河的高端化发展；
- 次高端 300-800 元这一市场预计到 2015 年达到 2100 亿的出厂价容量，洋河股份、郎酒、山西汾酒将会成为最大的受益者，这其中洋河的运营能力、根据地市场、绵柔品类会保证其获取最大的份额，空间难以想象；
- 我看好张雨柏总裁及其优秀高管团队的战略思考和执行能力，他们重视市场的基础建设和品牌创新及打造；未来的洋河会在全价位快速扩张，并成为行业持续整合得领导者。

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	《几家欢喜几家愁一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》

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
营业总收入	2,682	4,002	7,619	12,298	18,434	26,230
增长率	52.22%	49.2%	90.4%	61.4%	49.9%	42.3%
营业成本	-1,278	-1,662	-3,329	-5,074	-7,279	-9,739
% 销售收入	47.7%	41.5%	43.7%	41.3%	39.5%	37.1%
毛利	1,404	2,340	4,290	7,224	11,154	16,491
% 销售收入	52.3%	58.5%	56.3%	58.7%	60.5%	62.9%
营业税金及附加	-27	-42	-87	-129	-194	-275
% 销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-227	-405	-737	-1,181	-1,751	-2,361
% 销售收入	8.4%	10.1%	9.7%	9.6%	9.5%	9.0%
管理费用	-170	-246	-441	-639	-922	-1,207
% 销售收入	6.3%	6.1%	5.8%	5.2%	5.0%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	981	1,647	3,025	5,275	8,288	12,648
% 销售收入	36.6%	41.1%	39.7%	42.9%	45.0%	48.2%
财务费用	17	21	52	0	0	0
% 销售收入	-0.6%	-0.5%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-2	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	998	1,666	3,080	5,275	8,288	12,648
营业利润率	37.2%	41.6%	40.4%	42.9%	45.0%	48.2%
营业外收支	-6	8	-4	0	0	0
税前利润	993	1,673	3,076	5,275	8,288	12,648
利润率	37.0%	41.8%	40.4%	42.9%	45.0%	48.2%
所得税	-250	-420	-778	-1,329	-2,089	-3,187
所得税率	25.2%	25.1%	25.3%	25.2%	25.2%	25.2%
净利润	743	1,254	2,299	3,946	6,199	9,461
少数股东损益	0	0	94	115	0	0
归属于母公司的净利润	743	1,254	2,205	3,830	6,199	9,461
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
流动资产	1,675	5,778	9,069	12,541	18,898	28,656
%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%
资产总计	2,183	6,491	11,480	14,849	21,300	31,133
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
负债	800	1,412	4,093	5,019	6,171	7,443
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
负债股东权益合计	2,183	6,491	11,480	14,869	21,320	31,153

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
经营活动现金净流	22	0	100	261	303	321
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
投资活动现金净流	-14	30	39	33	26	26
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
筹资活动现金净流	-68	-43	-5	-190	0	0
现金净流量	-60	-13	135	104	329	347

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
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308