

## 洋河股份 (002304.SZ)

## 白酒行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

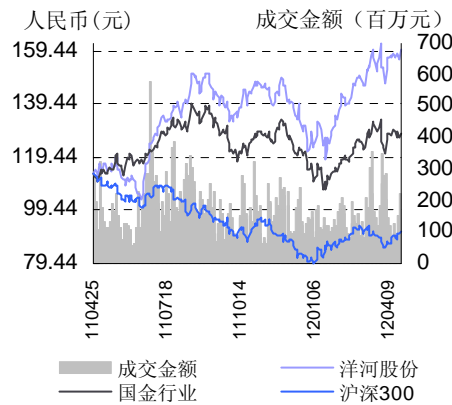
市价(人民币): 159.80元

## 洋河龙年腾飞, 剑指双百

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	410.53
总市值(百万元)	143,820.00
年内股价最高最低(元)	162.39/103.80
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 相关报告

1. 《洋河股东大会反馈: 新任管理团队的二次创业》, 2012.2.13
2. 《洋河的深蓝时代》, 2011.10.25
3. 《洋河, 白酒创新之标杆》, 2011.4.25

**肖喆** 联系人  
(8621)61038276  
xiaozhe@gjzq.com.cn

**陈钢** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031  
(8621)61038215  
cheng@gjzq.com.cn

**赵晓媛** 联系人  
(8621)61038227  
zhaoxy@gjzq.com.cn

**钟凯锋** 联系人  
(8621)60870959  
zhongkf@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	4.899	4.468	7.004	10.027	13.782
每股净资产(元)	15.38	10.99	17.99	28.02	41.80
每股经营性现金流(元)	8.53	6.17	10.15	12.58	16.43
市盈率(倍)	45.72	28.87	22.82	15.94	11.60
行业优化市盈率(倍)	76.43	87.71	87.71	87.71	87.71
净利润增长率(%)	75.86%	82.39%	56.76%	43.17%	37.45%
净资产收益率(%)	31.86%	40.65%	38.92%	35.78%	32.97%
总股本(百万股)	450.00	900.00	900.00	900.00	900.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 洋河股份公布 11 年年报及 12 年 1 季报: 11 年营业收入同比增长 67.22%, 为 127.41 亿; 归属于母公司股东的净利润同比增长 82.39%, 为 40.21 亿, 对应 EPS 为 4.47 元。12 年 1 季度收入同比增长 64.06%, 为 59.62 亿; 归属于母公司股东的净利润同比增长 72.30%, 为 22.12 亿, 对应 EPS 为 2.46。
- 公司同时宣布每 10 股派 2 股并派发现金红利 15 元(含税)。

## 经营分析: 龙年腾飞, 剑指双百

- 市场全国化和产品高端化成为公司增长两极
  - 全国化进展顺利: 1) 全国三十四个省、自治区、直辖市中, 有 22 个省、自治区、直辖市全年销售超亿元, 亿元县级市场从 2010 年的 4 个增加到 33 个。2) 同时, 省内市场在高基数基础上, 全年实现销售同比增长 58.07%, 所有地级市场销售全部突破亿元。3) 省外市场全年实现销售同比增长 84.56%, 亿元地级市场由 2010 年的 1 个增加到 2011 年的 7 个。河南省成为首个销售突破 10 亿元的省外市场。
  - 产品结构持续提升: 2011 年, 公司坚持品牌高端化战略, 中高端品牌呈现爆发式增长, 梦之蓝全年实现销售同比增长 187.87%, 天之蓝同比增长 107.08%, 珍宝坊全年实现销售同比增长 62.65%, 苏酒同比增长 84.23%。绵柔苏酒一经上市, 不到半年时间, 实现销售近亿元, 成为公司又一大增长极。
- 2012 年, 继续实现弯道超车
  - 全力推进“五大体系”建设工程, 分别是: 导向工程体系、核能竞争体系、保障配套体系、集团管控体系和企业文化体系。
  - 2011 年, 公司强化推进市场全国化工程, 通过打造大样板和打造亿元区, 实现一线城市拐点放量, 拐点就是企业发展上升通道的一个转折点, 一旦打通转折点、走过转折点, 前面就是一个平坦大道。目前, 公司许多一线城市出现拐点放量, 企业的增长势能正在逐步释放。

## 中期发展: 深度全国化+平台多元化

- 深度全国化, 任重道远: 中期目标实现一般省份 3-5 亿、重点省份突破 10 亿、打造 3-5 个新江苏。公司深度全国化目标非常宏伟, 这有赖公司多品牌多酒种全价位全渠道的运营。以 5 个新江苏(20 亿)、10 个重点省份(10 亿)、18 个一般省份(5 亿)计算, 则总目标为 290 亿, 意味着 11-15 年省外市场复合增速为 55%。

■平台多元化，值得期待。苏酒实业以品牌集成商和服务商的面目出现，不断集合和打造优质品牌群落，届时苏酒不仅将改造白酒业态，更可能会改造整个烈性酒的生态。

### 长期市值的看法

■假设 2015 年，江苏省内实现 200 亿销售（复合增速 27%），省外实现 300 亿销售（复合增速 57%），则 2015 年实现 500 亿销售收入（复合增长 43%），以 33%净利率计算，对应 166 亿净利润（复合增长 43%）。以 DIAGEO 当年 15 倍的 PE 来估算，2015 年洋河的市值为 2500 亿，相对目前 1250 亿市值，增长 100%，市值年复合增长为 19%。

■投资洋河在于看重洋河管理团队能够洞悉每一次重大的市场发展机遇，同时通过强大的学习能力和执行能力克服困难把握每一次重大机遇。公司已经为 500 亿的收入做好规划，这包括原酒包装产能、营销渠道下沉、品牌群落建设等，但 500 亿目标的实现是否会超出公司新一届管理团队的能力圈仍有待进一步跟踪。

### 盈利调整及投资建议

■一季度利润增速应是全年高点（主要是 10Q1 有少数股东权益分流部分利润）。

■预计公司 12-14 年分别实现净利润 63.03、90.24 和 12.40 亿。对应 12-14 年 EPS 分别为 7.004、10.027 和 13.782 元。同比增长 56.76%、43.17%、37.45%。

■投资建议：洋河不仅是白酒创新领军企业，也是白酒投资之标杆和参照系。洋河估值中枢将在未来一段时间内介于古井汾酒与茅台五粮液老窖之间。

■风险点：我们认为公司最大的风险来自竞争对手的快速模仿和学习。然而从创新能力和学习能力两点来看，洋河目前真正的对手并不多。

图表1：季报数据对比

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
<b>利润表（百万元）</b>													
营业收入	1102.27	702.29	1087.68	1109.81	1933.43	1553.67	2067.20	2064.79	3633.80	2537.94	3525.58	3043.60	5961.71
营业成本	510.84	280.52	529.73	341.16	771.55	702.73	1012.01	842.30	1488.21	1158.77	1596.89	1085.50	2268.10
毛利	591.43	421.77	557.95	768.65	1161.88	850.93	1055.19	1222.49	2145.60	1379.17	1928.68	1958.11	3693.61
营业税金及附加	13.31	7.94	9.69	10.92	21.65	14.19	29.66	21.83	54.18	38.57	60.86	25.57	110.97
销售费用	56.96	79.56	52.35	216.30	120.57	252.50	244.81	119.12	228.64	355.22	260.87	364.70	457.00
管理费用	43.62	42.48	73.08	86.80	62.24	128.31	115.90	134.73	148.00	143.17	190.64	179.17	230.97
财务费用	(3.12)	(3.73)	(4.27)	(9.53)	(4.04)	(14.26)	(4.70)	(28.77)	(10.39)	(14.63)	(45.17)	(86.35)	(37.31)
营业利润	480.33	295.65	426.40	463.30	961.95	473.14	669.37	975.41	1722.54	856.81	1463.02	1482.23	2951.07
利润总额	484.19	300.38	421.09	467.65	962.97	467.82	676.53	968.89	1717.44	868.82	1469.96	1474.50	2952.25
净利润	363.11	225.25	315.46	349.79	721.41	347.16	506.76	723.35	1283.96	645.23	1102.29	1105.13	2212.31
归属母公司股东的净利润	363.11	225.25	315.46	349.80	721.45	345.79	468.44	668.99	1171.54	642.32	1102.09	1105.04	2212.05
基本每股收益(元)	0.40	0.25	0.35	0.39	0.80	0.38	0.52	0.74	1.30	0.71	1.22	1.23	2.46
<b>主要财务指标（%）</b>													
毛利率	53.66%	60.06%	51.30%	69.26%	60.09%	54.77%	51.04%	59.21%	59.05%	54.34%	54.71%	64.34%	61.96%
营业税金率	1.21%	1.13%	0.89%	0.98%	1.12%	0.91%	1.43%	1.06%	1.49%	1.52%	1.73%	0.84%	1.86%
销售费用率	5.17%	11.33%	4.81%	19.49%	6.24%	16.25%	11.84%	5.77%	6.29%	14.00%	7.40%	11.98%	7.67%
管理费用率	3.96%	6.05%	6.72%	7.82%	3.22%	8.26%	5.61%	6.52%	4.07%	5.64%	5.41%	5.89%	3.87%
财务费用率	-0.28%	-0.53%	-0.39%	-0.86%	-0.21%	-0.92%	-0.23%	-1.39%	-0.29%	-0.58%	-1.28%	-2.84%	-0.63%
三项费用率	8.84%	16.85%	11.14%	26.45%	9.25%	23.59%	17.22%	10.90%	10.08%	19.06%	11.53%	15.03%	10.91%
营业利润率	43.58%	42.10%	39.20%	41.75%	49.75%	30.45%	32.38%	47.24%	47.40%	33.76%	41.50%	48.70%	49.50%
税前利润率	43.93%	42.77%	38.71%	42.14%	49.81%	30.11%	32.73%	46.92%	47.26%	34.23%	41.69%	48.45%	49.52%
所得税率	25.01%	25.01%	25.09%	25.20%	25.08%	25.79%	25.09%	25.34%	25.24%	25.74%	25.01%	25.05%	100.00%
销售净利率	32.94%	32.07%	29.00%	31.52%	37.31%	22.26%	22.66%	32.40%	32.24%	25.31%	31.26%	36.31%	37.10%

来源：国金证券研究所

图表2: 一季报数据对比

单位: 百万元	11Q1	12Q1	同比变化	11累计	12累计	同比变化
<b>资产负债表关键指标</b>						
存货	1,699.43	3,357.87	97.59%	1,699.43	3,357.87	97.59%
预收账款	183.54	840.58	357.97%	183.54	840.58	357.97%
<b>利润表关键指标</b>						
营业收入	3,633.80	5,961.71	64.06%	3,633.80	5,961.71	64.06%
营业成本	1,488.21	2,268.10	52.40%	1,488.21	2,268.10	52.40%
毛利	2,145.60	3,693.61	72.15%	2,145.60	3,693.61	72.15%
营业税金及附加	54.18	110.97	104.83%	54.18	110.97	104.83%
销售费用	228.64	457.00	99.88%	228.64	457.00	99.88%
管理费用	148.00	230.97	56.06%	148.00	230.97	56.06%
财务费用	-10.39	-37.31	-259.01%	-10.39	-37.31	-259.01%
营业利润	1,722.54	2,951.07	71.32%	1,722.54	2,951.07	71.32%
利润总额	1,717.44	2,952.25	71.90%	1,717.44	2,952.25	71.90%
净利润	1,283.96	2,212.31	72.30%	1,283.96	2,212.31	72.30%
归属母公司股东的净利润	1,171.54	2,212.05	88.82%	1,171.54	2,212.05	88.82%
基本每股收益(元)	1.30	2.46	88.98%	1.30	2.46	88.98%
<b>现金流量表关键指标</b>						
经营活动现金流量净额	1,054.60	2,940.19	178.80%	1,054.60	2,940.19	178.80%
<b>主要财务指标(%)</b>						
毛利率	59.05%	61.96%	2.91%	59.05%	61.96%	2.91%
营业税金率	1.49%	1.86%	0.37%	1.49%	1.86%	0.37%
销售费用率	6.29%	7.67%	1.37%	6.29%	7.67%	1.37%
管理费用率	4.07%	3.87%	-0.20%	4.07%	3.87%	-0.20%
财务费用率	-0.29%	-0.63%	-0.34%	-0.29%	-0.63%	-0.34%
三项费用率	10.08%	10.91%	0.84%	10.08%	10.91%	0.84%
营业利润率	47.40%	49.50%	2.10%	47.40%	49.50%	2.10%
税前利润率	47.26%	49.52%	2.26%	47.26%	49.52%	2.26%
所得税率	25.24%	100.00%	74.76%	25.24%	100.00%	74.76%
销售净利率	32.24%	37.10%	4.86%	32.24%	37.10%	4.86%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	10	14	31
买入	0	1	2	4	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.25	1.19	1.21	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-15	买入	76.79	N/A
2 2010-08-23	买入	90.89	N/A
3 2010-10-27	买入	104.58	N/A
4 2011-01-04	买入	111.52	N/A
5 2011-03-30	买入	102.35	N/A
6 2011-04-25	买入	113.40	N/A
7 2011-10-25	买入	143.73	N/A
8 2012-02-13	买入	143.20	N/A

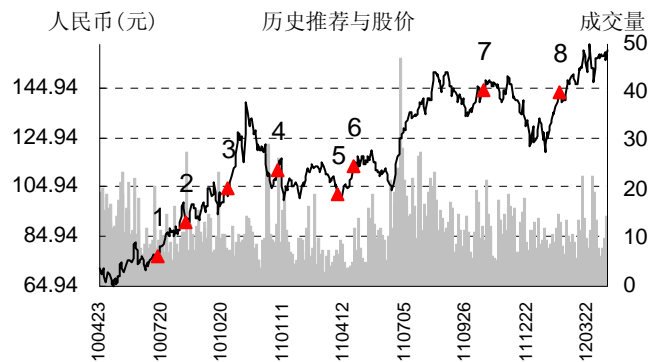
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B