

食品饮料行业

报告原因：年报及季报点评

2012年4月23日

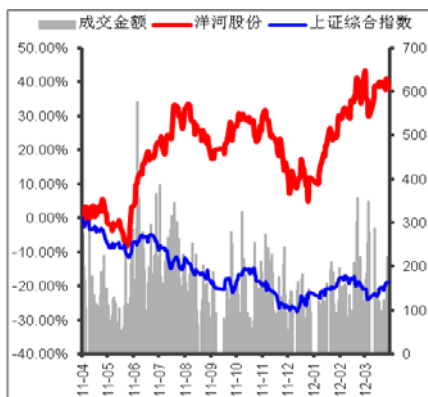
市场数据：2012年4月22日

收盘价(元)	159.80
一年内最高/最低(元)	239.0/102.6
市净率	11.9
市盈率	35.7
流通A股市值(百万元)	65,602

基础数据：2012年3月31日

每股收益(元)	2.46
营业收入(百万元)	5,961.71
净利润(百万元)	2,212.05
总股本/流通A股(百万)	900/410

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

洋河股份 (002304)

市场突破、产品突破,持续高增长可期

买入

上调评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	12,741	67.2	4,021	82.4	4.47	32.5	41.7	35.7
2012E	19,010	49.2	6,506	61.8	7.23	35.2	40.3	22.1
2013E	27,634	45.4	9,947	52.9	11.05	37.0	38.1	14.5
2014E	38,950	40.9	14,621	47.0	16.25	38.6	35.9	9.8

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩再超预期。**2011年公司实现营业总收入1,274,092.17万元,同比增长67.22%;归属上市公司股东的净利润402,099.21万元,同比增长82.39%;每股收益4.47元。2012年一季度公司共实现营业收入596,170.55万元,同比增长64.06%;实现净利润221,204.82万元,同比增长88.82%;每股收益2.46元。业绩再超预期。分红方案:每10股转增2股并派发现金红利15元(含税)。

● **省内省外持续突破,深度全国化提供发展动力。**2011年公司市场全国化进程再进一步,在全国34个省级市场中,已有22个省级市场全年销售超亿元,亿元县级市场从2010年的4个增加到33个。省外市场持续突破,全年销售收入同比增长84.56%,销售占比比上年提升3.5个百分点,亿元地级市场由2010年的1个增加到2011年的7个,河南省更成为首个销售突破10亿元的省外市场。省内市场也在高基数基础上保持了高速增长,所有地级市场销售全部突破亿元。未来,洋河全国化步伐将进一步加快,目标在所有省份实现销售收入3-5亿元,重点省份10亿元,并打造出3-5个新江苏,深度全国化发展将为洋河高速增长提供持续动力。

● **高端化策略再显成效,绵柔苏酒销售近亿。**公司高端化策略再显成效,中高端产品增长迅速,梦之蓝2011年销售收入同比增长187.87%,天之蓝同比增长107.08%;珍宝坊销售收入同比增长62.65%,苏酒同比增长84.23%。公司的产品结构进一步升级和优化,中高端销售占比升至九成份额,推动盈利能力持续提升,至2012年一季度公司综合毛利率已达61.96%,比2010年又上升5.65个百分点。此外,2011年8月推出的新品绵柔苏酒,上市后取得了较好的市场反映,不到半年时间即已实现近亿元的销售收入,有望推动公司产品结构进一步提升,成为新一业绩增长点。

● **生产规模稳步扩张,奠定长期发展基础。**2011年公司的70跨酿酒厂房

已成功投产，同时 2 号包装厂房、2 号智能化立体仓库等一批工程也相继建成并投入使用，公司的整体生产规模得到进一步扩张。2011 年 9 月审议通过启动的 3 万吨名优酒酿造技改工程等项目均已开工，其中包装物流中心（二期）项目开工率已达约 40%。稳步增加的基酒产能与包装能力将为公司销售持续高增长奠定起坚实基础。

● **提价与利润回流促一季度业绩高增长。**2012 年一季度公司利润增速高达 88.82%，显著高于收入增长水平，除中高端产品销量快速增长因素外，公司去年 9 月的产品提价及 3 月双沟剩余股权收购带来的利润回流也是重要原因。

● **投资建议：**目前洋河的销售平台已经覆盖至国内所有的省份，333 个地级市，2862 个县区，渠道优势显著，全国化速度加快，省外市场有望实现持续突破，高增长极为可期，我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 7.23、11.05、16.25 元，对应动态 PE 分别为 22.1、14.5、9.8 倍，上调至“买入”评级。

表 1：洋河股份单季利润表

单位：百万元	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	同比变化
一、营业总收入	1,554	2,067	2,065	3,634	2,538	3,526	3,044	5,962	64.06
营业收入	1,554	2,067	2,065	3,634	2,538	3,526	3,044	5,962	64.06
二、营业总成本	1,081	1,398	1,089	1,911	1,681	2,063	1,572	3,033	58.68
营业成本	703	1,012	842	1,488	1,159	1,597	1,085	2,268	52.40
营业税金及附加	14	30	22	54	39	61	26	111	104.83
销售费用	252	245	119	229	355	261	365	457	99.88
管理费用	128	116	135	148	143	191	179	231	56.06
财务费用	-14	-5	-29	-10	-15	-45	-86	-37	259.01
资产减值损失	-3	0	0	3	0	-1	4	3	
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	1	11	22	
投资净收益	0	0	0	0	0	1	11	22	
四、营业利润	473	669	975	1,723	857	1,463	1,482	2,951	71.32
加：营业外收入	6	10	14	8	15	10	4	3	(64.43)
减：营业外支出	11	3	21	13	3	3	12	2	(87.10)
五、利润总额	468	677	969	1,717	869	1,470	1,474	2,952	71.90
减：所得税	121	170	246	433	224	368	369	740	70.70
六、净利润	347	507	723	1,284	645	1,102	1,105	2,212	72.30
减：少数股东损益	1	38	54	112	3	0	0	0	
归属于母公司所有者净利润	346	468	669	1,172	642	1,102	1,105	2,212	88.82
七、每股收益：	0.77	1.04	1.49	2.60	0.71	1.22	1.23	2.46	(5.59)
收入增长率(%)	121.23	90.06	86.05	87.95	63.35	70.55	47.40	64.06	(23.88)
毛利率(%)	54.77	51.04	59.21	59.05	54.34	54.71	64.34	61.96	2.91
营业利润率(%)	30.45	32.38	47.24	47.40	33.76	41.50	48.70	49.50	2.10
净利率(%)	22.34	24.51	35.03	35.33	25.42	31.27	36.31	37.11	1.77
销售费用率(%)	16.25	11.84	5.77	6.29	14.00	7.40	11.98	7.67	1.37
管理费用率(%)	8.26	5.61	6.52	4.07	5.64	5.41	5.89	3.87	(0.20)
归属于母公司净利润增长率(%)	53.51	48.50	91.25	62.39	85.76	135.27	65.18	88.82	26.43

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	12,740.92	19,009.99	27,633.87	38,949.55
营业收入	12,740.92	19,009.99	27,633.87	38,949.55
二、营业总成本	7,228.32	10,090.79	13,989.37	18,885.96
营业成本	5,329.37	7,410.38	10,203.53	13,705.67
营业税金及附加	179.17	285.15	414.51	584.24
销售费用	1,209.43	1,748.92	2,487.05	3,427.56
管理费用	660.98	893.47	1,243.52	1,674.83
财务费用	-156.54	-247.13	-359.24	-506.34
资产减值损失	5.92	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	12.00	12.00	12.00	12.00
投资净收益	12.00	12.00	12.00	12.00
四、营业利润	5,524.60	8,931.20	13,656.50	20,075.59
加：营业外收入	37.10	35.00	35.00	35.00
减：营业外支出	30.98	30.00	30.00	30.00
五、利润总额	5,530.72	8,936.20	13,661.50	20,080.59
减：所得税	1,394.11	2,242.99	3,429.04	5,040.23
六、净利润	4,136.61	6,693.21	10,232.46	15,040.36
减：少数股东损益	115.62	186.74	285.49	419.63
归属于母公司所有者的净利润	4,020.99	6,506.47	9,946.97	14,620.74
七、每股收益：	4.47	7.23	11.05	16.25
净利润增长率(%)	82.39	61.81	52.88	46.99

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。