齐鲁证券 QILU SECURITIES

饮料制造 | 公司深度研究

洋河股份(002304.SZ)

还能持续高成长吗?

评级: 买入　前次: 买入

目标价(元): 215.0-226.0

联系人 邢庭志
食品饮料小组
021-20315162
xingtz@r.qlzq.com.cn

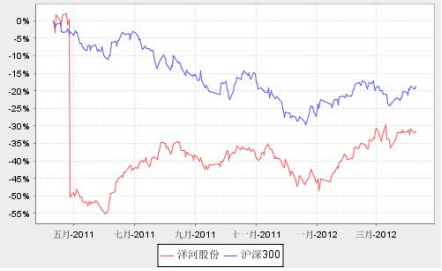
分析师 谢刚
S0740510120005
021-20315178
xiegang@r.qlzq.com.cn

2012 年 4 月 26 日　2012 年 4 月 26 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)	157.53
市值(百万元)	141777.00
流通市值(百万元)	69120.07

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	7,619.09	12,740.9	19,117.0	26,415.3	36,152.3
营业收入增速	90.38%	67.22%	50.04%	38.18%	36.86%
净利润增长率	75.86%	82.39%	64.72%	46.13%	42.64%
摊薄每股收益（元）	4.90	4.47	7.36	10.75	15.34
前次预测每股收益（元）	4.90	4.54	6.91	10.24	14.88
市场预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
偏差率（本次-市场/市场）	—	—	—	—	—
市盈率（倍）	45.72	28.87	21.71	13.72	9.62
PEG	0.60	0.35	0.34	0.30	0.23
每股净资产（元）	15.38	10.99	16.57	23.83	34.17
每股现金流量	8.53	6.17	8.45	11.82	17.33
净资产收益率	31.86%	40.65%	44.41%	45.14%	44.90%
市净率	14.57	11.74	9.64	6.19	4.32
总股本（百万股）	450.00	900.00	900.00	900.00	900.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **洋河股份持续成长来源于全面领先的商业模式和差异化的品牌品质，公司的竞争优势正在从次高端向高端、中高端市场扩展，高成长的两大弹性因子逐步提升。**洋河股份持续、高成长较为确定，空间广阔，公司现实的基础、趋势空间和体制优势将成就一个本土中高端消费品巨头:
- **在持续性方面，保守估计到 2015 年:**
- **第一、在 1000 亿元高端市场的商业模式领先于竞争对手**，实现利润存留终端和团购经销商的高效扁平模式，通过梦之蓝、苏酒等品牌的差异化和绵柔品质赢取越来越多的高端消费者，蚕食高端份额;
- **第二、到 2015 年在 2000 亿元的次高端市场，洋河股份在规模、品牌和渠道管理上将继续保持绝对领先**，最大化享受结构性扩容，到 2015 年达到 292 亿营收情况下，市场占有率只有 14.6%，持续性确定;
- **第三、在 5000 亿中高端市场，通过自由洋河股份+双沟品牌+并购推动公司在大众市场的精细化布局。**
- **在高成长的业绩驱动方面:**
- **弹性因子一、次高端占比由 2011 年 45%持续提高到 2015 年的 64%**，高成长业务对业绩贡献持续提升;
- **弹性因子二、省外市场占比由 2011 年 36%提高到 2015 年的 57%**，江苏江苏、河南每个县市营收为 12789 万和 917 万，**而其他省市的平均水平只有 117 万，和江苏差距 110 倍，正处于全面的低基数高成长期。**
- **公司的资本、管理输出和体制优势将保证其享受白酒行业并购蛋糕上的奶油，2012 年逐步成熟。**
- **提高公司 2012 年目标价至 220 元，13/14 年 20/14 倍 PE，维持“买入”评级，战略性看好洋河股份。**

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

内容目录

持续成长来源于商业模式和品牌品质的核心竞争力 - 4 -
领先商业模式正在改写一线高端白酒市场格局 - 4 -
洋河过去 7 年的高成长核心是运营能力和效率的持续提升 - 5 -
次高端细分市场快速发展+洋河规模优势推动其强势增长 - 6 -
北京市场持续高成长的案例分析 - 8 -
洋河高成长的两大弹性因子在稳健提升 - 9 -
弹性因子一：次高端高成长业务占比持续提升 - 9 -
弹性因子二：省外低基数高成长市场占比逐步提高 - 10 -
洋河外延并购和多元化增长具有不确定中的确定性 - 12 -
行业并购受行业竞争加剧而加速 - 12 -
洋河具有并购的综合优势和实际经验，2012 年准备较为充分 - 12 -
洋河股份的核心资产在于全国化的品牌和渠道运营架构 - 12 -
洋河增长面临的三大挑战与战略升级 - 14 -
三大挑战：团购模式被复制、市场继续细分、大众市场竞争加剧 - 14 -
洋河的发展与对挑战的回应分析 - 15 -
对洋河战略升级的三大预期 - 16 -
公司盈利再分析与估值 - 18 -
品牌产品营收预测 - 18 -
估值分析 - 19 -

图表目录

图表 1: 洋河股份领先模式核心在于团购经销商的直接扁平 - 4 -
图表 2: 洋河股份与一线名酒渠道利润模式比较（2012 年 4 月 元／瓶） - 4 -
图表 3: 超高端白酒的容量测算（亿元） - 4 -
图表 4: 洋河与一线名酒年度同比增速比较（%） - 5 -
图表 5: 洋河股份盈利质量在稳健提升（%） - 5 -
图表 6: 洋河股份现金盈余质量（% 倍） - 6 -
图表 7: 次高端白酒容量与行业占比（亿元） - 6 -
图表 8: 主要上市公司的优势细分市场对比（元/瓶） - 7 -
图表 9: 洋河天之蓝梦之蓝收入占次高端市场容量比（亿元） - 7 -
图表 10: 名酒 300-800 元价位营收对比（亿元） - 8 -
图表 11: 天+梦次高端品牌占公司营收比重 - 9 -
图表 12: 洋河中高端市场（海之蓝+双沟中高端）与行业比重（百万元） - 9 -
图表 13: 洋河股份省内外营收占比分析与预测（%） - 10 -

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

图表 14: 洋河股份省内外营收增量贡献占比（%）..... - 10 -
图表 15: 2011 年洋河省内外营收和县市均值（万元）..... - 11 -
图表 16: 2011 年度期末主要上市公司货币资金及市值的对比..... - 12 -
图表 17: DIAGEO 并购标的以名酒为主..... - 13 -
图表 18: 中国白酒上市公司与非上市公司规模比较（亿元）..... - 13 -
图表 19: Diageo 的营收品类分布（百万元）..... - 14 -
图表 20: Diageo 主要品牌营收（百万元）..... - 14 -
图表 21: 洋河股份与竞争对手在次高端市场三个竞争阶段的比较分析..... - 15 -
图表 22: 保乐利加的销量明显分布于多品类多品牌（吨）..... - 16 -
图表 23: 宝洁的多元品类业务..... - 17 -
图表 24: 雀巢公司营收品类分布..... - 17 -
图表 25: 洋河营收的前提假设..... - 18 -
图表 26: 洋河股份盈利预测假设前提..... - 18 -
图表 27: 天之蓝+梦之蓝营收预测..... - 19 -
图表 28: 主要消费品申万行业估值水平（2012 年 4 月 25 日）..... - 19 -
图表 29: 白酒行业估值水平比较（2012 年 4 月 25 日）..... - 20 -
图表 30: 洋河股份相关研究报告..... - 21 -
图表 31: 洋河股份财务报表预测..... - 22 -

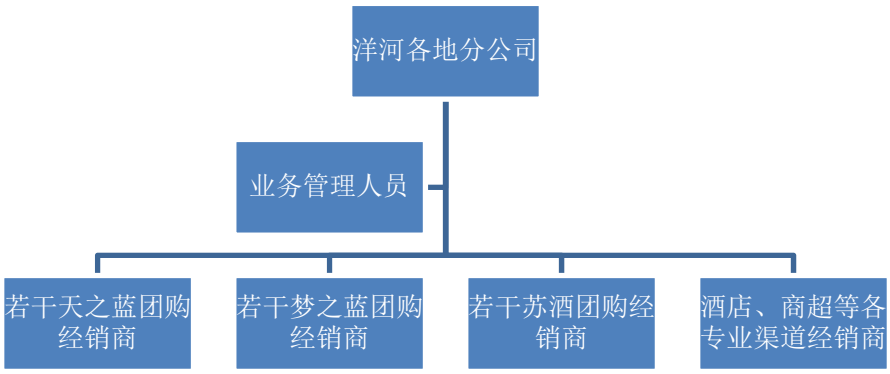
此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

持续成长来源于商业模式和品牌品质的核心竞争力

领先商业模式正在改写一线高端白酒市场格局

- 洋河商业模式力量**首先在于渠道商的充分扁平，主动蚕食高端客户**，最大化灵活整合社会团购资源和终端资源，给予经销商深度服务，以消费者为导向；

图表 1：洋河股份领先模式核心在于团购经销商的直接扁平



来源：齐鲁证券研究所

- 洋河的商业模式的第二大核心在**赋予终端和团购商更大的、稳定的利润空间**，在高端市场进入平稳增长时代，洋河的渠道利润分配模式正在撕裂一线酒传统价位品牌优势基础；洋河控价分配模式具有确定的持续性；

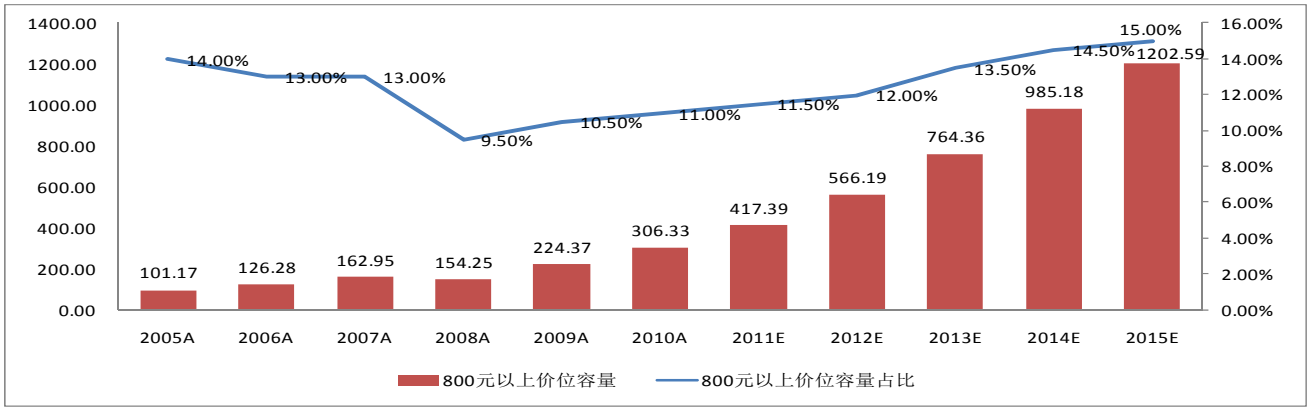
图表 2：洋河股份与一线名酒渠道利润模式比较（2012 年 4 月　元／瓶）

经销商及毛利	梦之蓝		茅台		五粮液		国窖	
总经销商（含返利）	30%	176	142%	878	22%	192	6.8%	61
团购经销商(含返利)	40%	235					11%	100
终端商利润	30%	180	6.6%	100	8.2%	80	8.4%	80

来源：经销商调研　齐鲁证券研究所

- **绵柔的口感定位符合高端消费品行业多元化的发展趋势**，洋河梦之蓝、苏酒以及未来其更多高端品牌系列将充分满足高端市场细分需求；

图表 3：超高端白酒的容量测算（亿元）

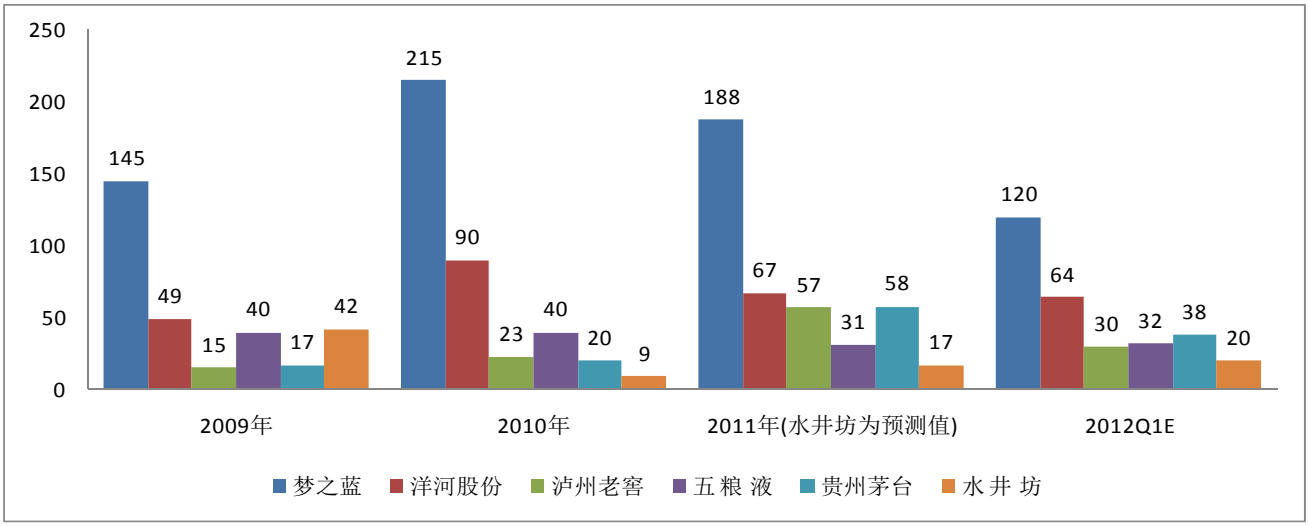


来源：齐鲁证券研究所 注：茅台、五粮液、国窖三者持续列入统计范围

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

■ 梦之蓝及洋河股份与一线名酒主导品牌近三年的营收比较可以清晰看出洋河及其梦之蓝品牌的增长能力和持续的份额提升空间。

图表 4：洋河与一线名酒年度同比增速比较（%）



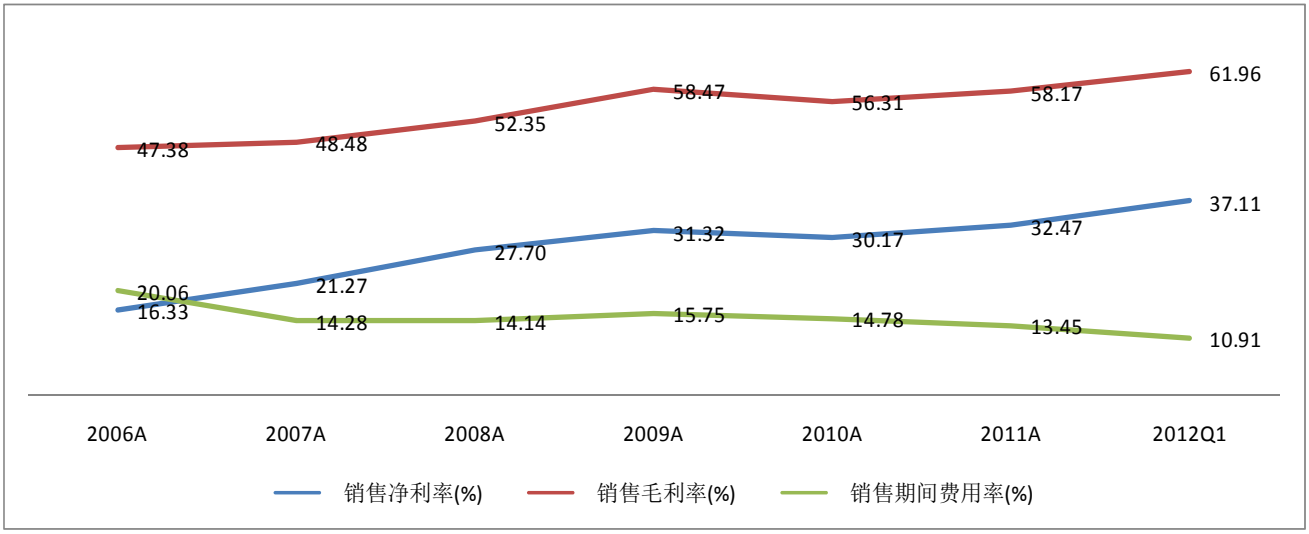
来源：上市公司报告 齐鲁证券研究所

■ 公司对经销商除了正常的利润外，对经销商的市场投入支持仍然较大，在其他应付款占比在 50%左右的**经销商折扣折让**持续强化经销商特别是终端经销商的利润，2012Q1 期末达到 48.33 亿元，预计有 30 亿元属于经销商折扣折让。

洋河过去 7 年的高成长核心是运营能力和效率的持续提升

■ 公司的毛利率和净利率持续稳健提升，表明了公司产品结构的稳健提升，既不是一哄而上的高端化机会性增长，更不是依赖简易复制的规模增长；**公司在 09-10 年期间并购体量较大的双沟酒业，盈利水平继续稳步提升，表明了公司增长的模式和架构具备独特竞争力。**

图表 5：洋河股份盈利质量在稳健提升（%）

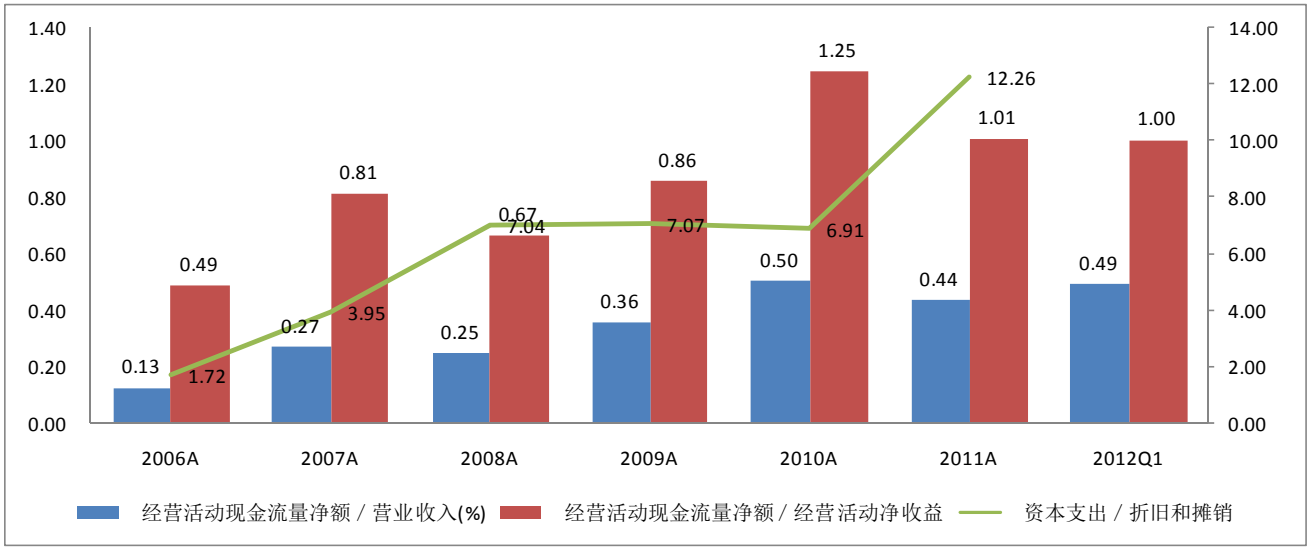


来源：上市公司报告 齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

■ 公司的盈利增长的持续性更为稳健，盈利的质量也极高。特别是公司的现金盈余较好地反映了公司优秀的业绩。

图表 6：洋河股份现金盈余质量（% 倍）

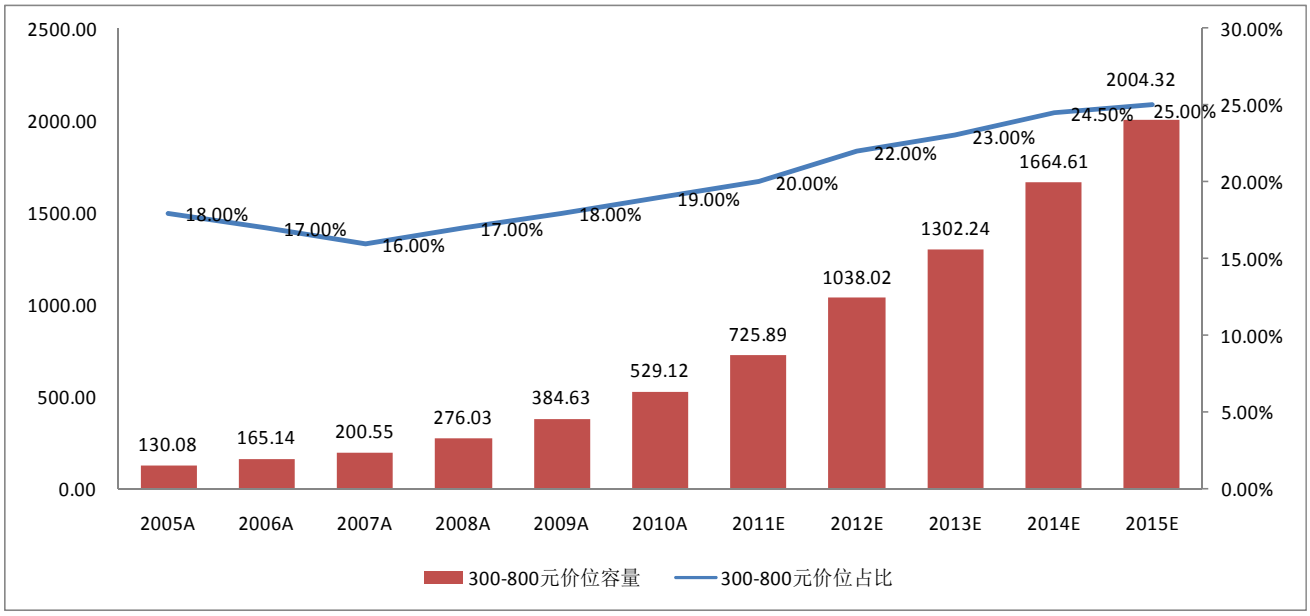


来源：齐鲁证券研究所

次高端细分市场快速发展+洋河规模优势推动其强势增长

■ **洋河优先发力的细分次高端市场具有容量快速提升的优势，但品牌和品质壁垒高有利于洋河股份的竞争力保持。**次高端市场是中国酒类行业发展最为迅猛的细分市场，满足了消费者身份档次、品质品牌和性价比的综合需求，价位和容量同步扩大；

图表 7：次高端白酒容量与行业占比（亿元）



来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

■ 洋河天之蓝+梦之蓝两大品牌准确定位次高端市场，避免了短期发展进程中与古井贡、金种子、泸州老窖等公司既有优势大众价位的过度竞争；

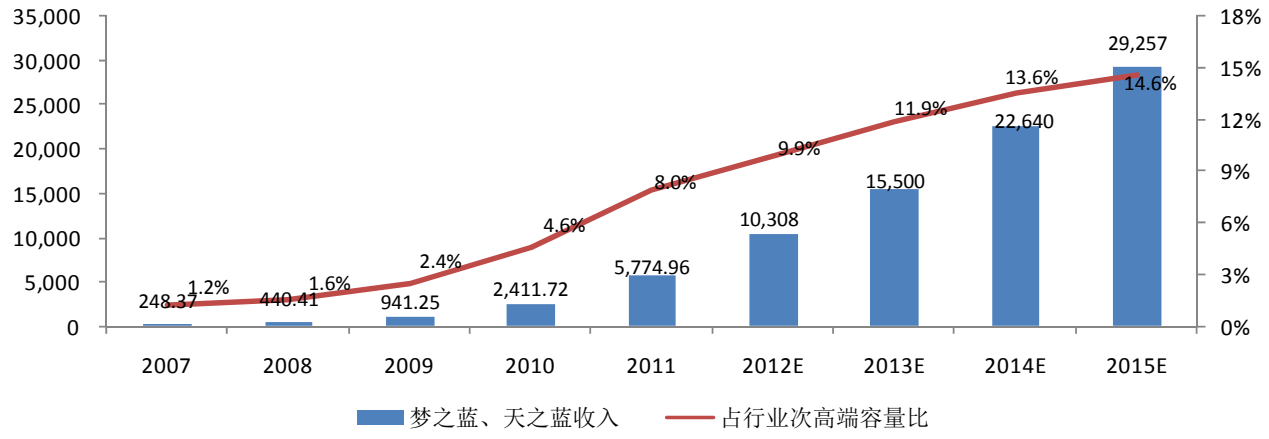
图表 8：主要上市公司的优势细分市场对比（元/瓶）

上市公司	优势价位
茅台、五粮液	1000 以上
泸州老窖	1000 元以上、200 元左右
水井坊	800 元以上
古井贡	100-200 元
金种子酒	50-200 元
酒鬼酒	300-500 元 规模偏小
洋河股份	**100-200 元 300-800 元**

来源：齐鲁证券研究所

■ **洋河持续成长不因竞争而受限，追随者和洋河共同做大这一细分市场。**在 300-800 元的次高端市场，虽然有郎酒、天之蓝、梦之蓝、汾酒等品牌，但是强者较少，主要参与者为区域名酒的高端品牌，增长模式为本地区域机会性增长，洋河的规模优势带来的广告、产品研发、组织精细化、渠道扁平等核心竞争力竞争对手无法企及。

图表 9：洋河天之蓝梦之蓝收入占次高端市场容量比（亿元）

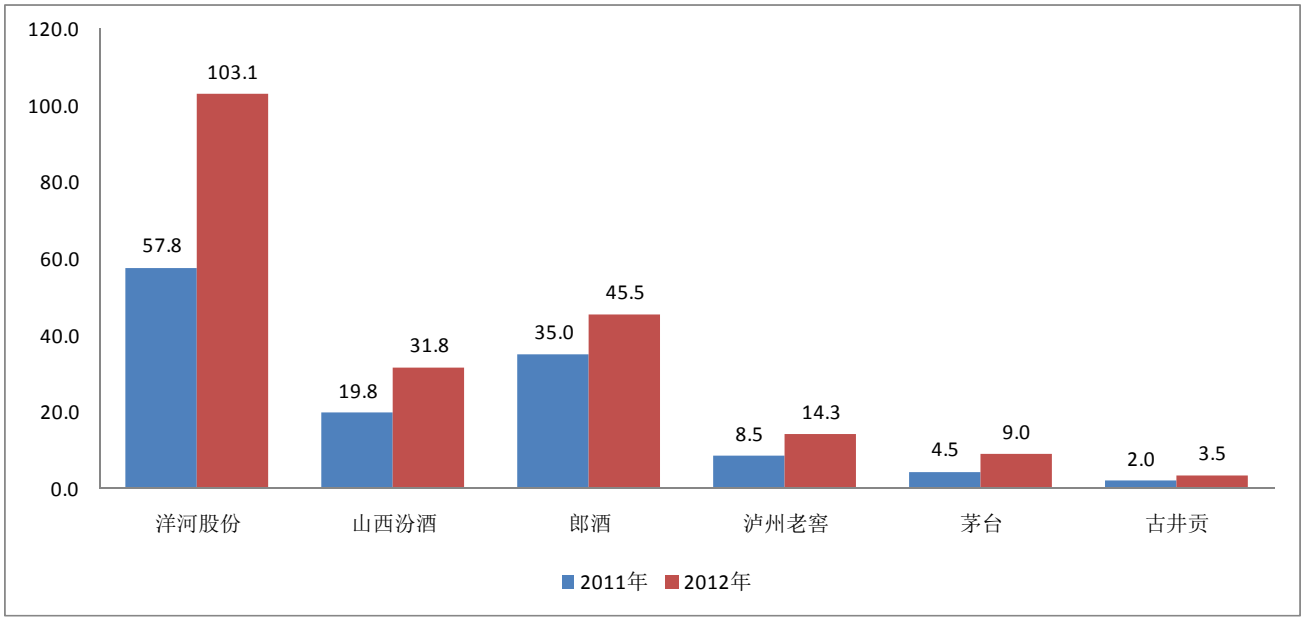


来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

- **在次高端市场，洋河的规模优势突出**，按照洋河天之蓝和梦之蓝持续降低的增速保守测算，洋河股份、山西汾酒、郎酒三大领导型的市场格局基本成型，**洋河规模优势和天之蓝梦之蓝两大独立品牌优势明晰**;

图表 10：名酒 300-800 元价位营收对比（亿元）



来源：经销商调研　齐鲁证券研究所

北京市场持续高成长的案例分析

- **洋河在竞争最激烈并远离本土的北京市场**的提升是一种综合管理优势的体现，在渠道模式、市场定位和投入上均具有较强的持续性。公司 2011 年营收约 2 亿元，2012 年预计在 4 亿元，公司目标到 2015 年 20 亿元，我们重点分析目标达成的模式；预计 2010 年市场占有率为 2%，预计到 2015 年达到 15%左右。
- 在品牌方面，我们预计北京的广告投放维持在年度 2000 万元左右；
- 在渠道方面，公司管理约 100 家团购经销商，预计贡献营收的 60%，预计 2012 年单体团购商收入达到 240 万，进一步持续高成长的空间来自于团购商的增加和单一团购商销售额的提升；
- 公司除团购渠道外，基本控制北京最优质的 1500 家高档酒店，约 2000 家核心烟酒行，并进入全市所有的大卖场，逐步进入所有连锁超市；
- 洋河的团购商借力洋河的精细化客户模式，不断争取蚕食高端份额；
- 洋河的持续高成长依赖天之蓝和梦之蓝的高成长。这一渠道平台可以包容更多的品牌导入。

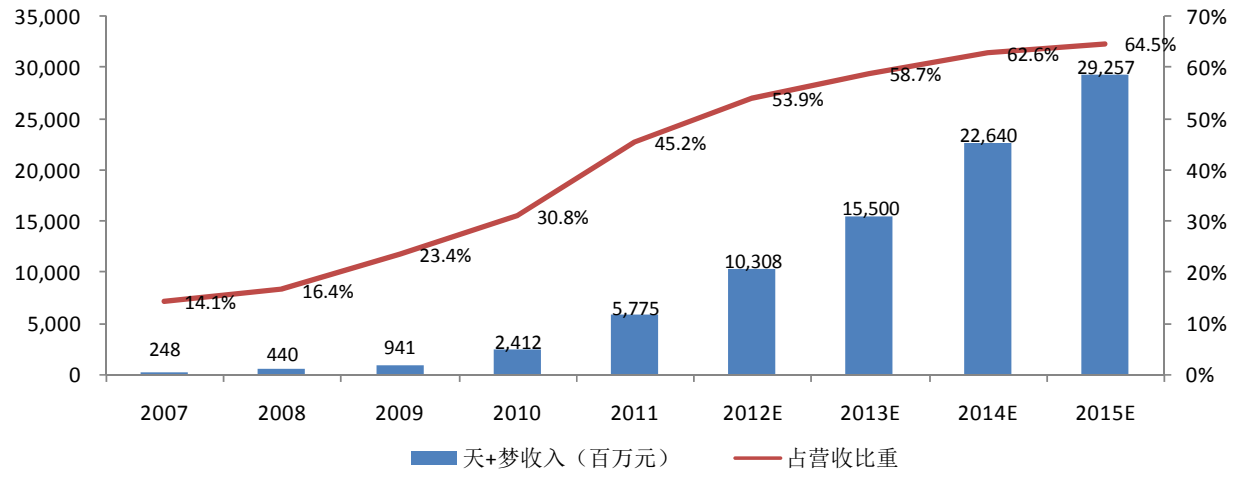
此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

洋河高成长的两大弹性因子在稳健提升

弹性因子一：次高端高成长业务占比持续提升

- 天+梦的占比逐步提升，两大品牌在次高端这一蓝海市场的规模和品牌地位为绝对龙头，其占比的提高，将持续提升公司增长的弹性，可以对抗增长基数增大的背景下增速的自然下降；这一比例已从 20007 年的 14.1%提升至 2011 年的 45.2%，预计 2015 年达到 64.5%。

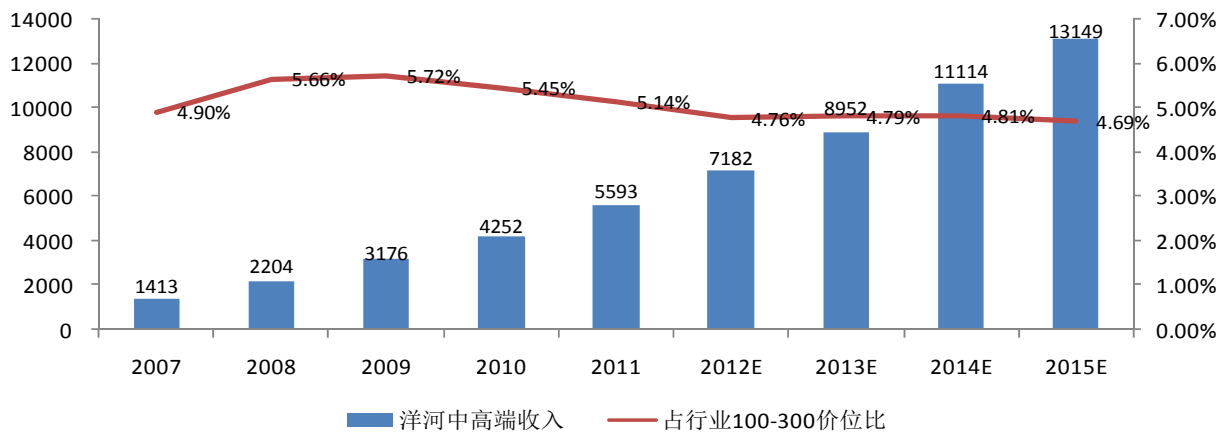
图表 11：天+梦次高端品牌占公司营收比重



来源：上市公司报告　齐鲁证券研究所

- 海之蓝+双沟两大品牌全国化正在发力，定位 150-200 和 100-150 元，占据大众价位的两个偏高端价位，发挥洋河高端化运营的优势，并避免与上千家规模企业的直接竞争。中高端市场更为巨大，更需要整合外部区域名酒推动全国化，预计 2011 年占比只有 5.14%，超预期改善空间较大。

图表 12：洋河中高端市场（海之蓝+双沟中高端）与行业比重（百万元）



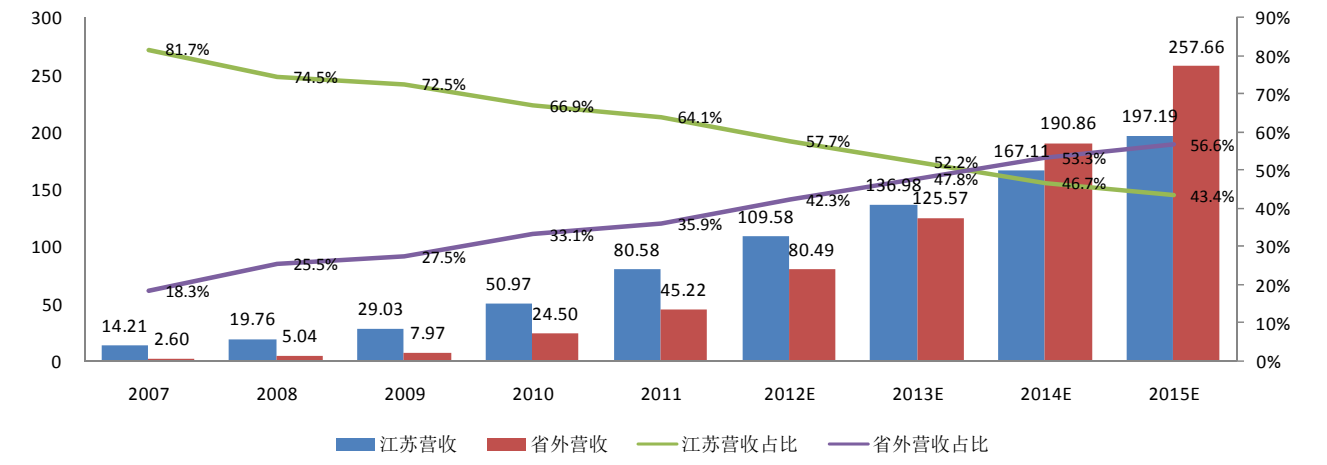
来源：国家统计局（行业数据）　齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

弹性因子二：省外低基数高成长市场占比逐步提高

- 省外基本布局完毕，正在进入深度增长期，从竞争激烈的河南市场来看，洋河达到 10 亿规模，洋河深度全国化有模板有案例，只是时间的问题；

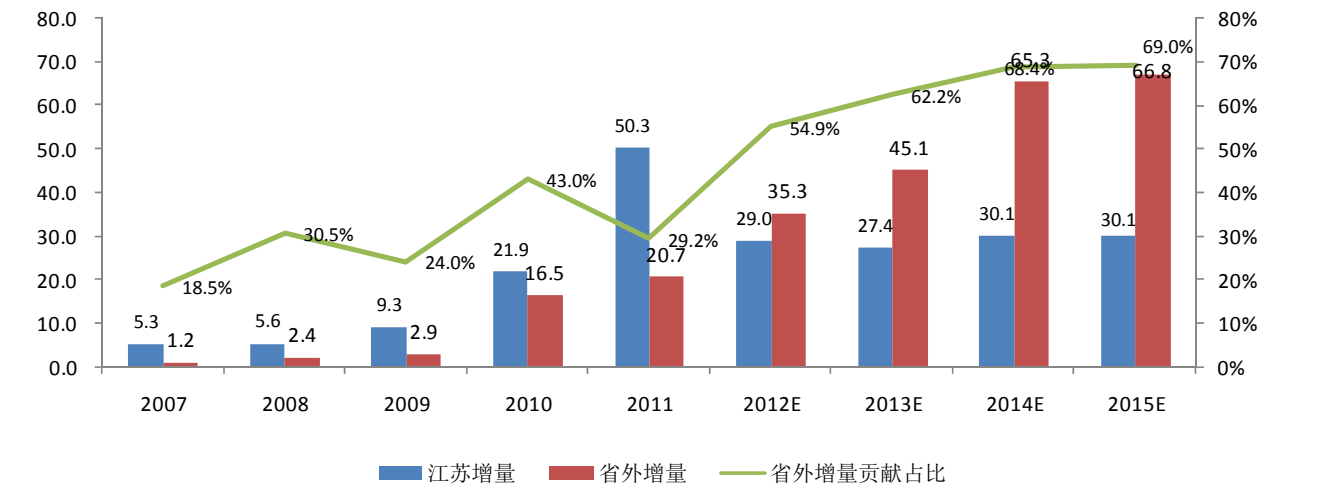
图表 13：洋河股份省内外营收占比分析与预测（%）



来源：齐鲁证券研究所

- 从公司增量贡献来看，省外的营收增量 2012 年预计达到 55%，并持续提升，预计 2015 年达到 69%，增长弹性持续提升；

图表 14：洋河股份省内外营收增量贡献占比（%）



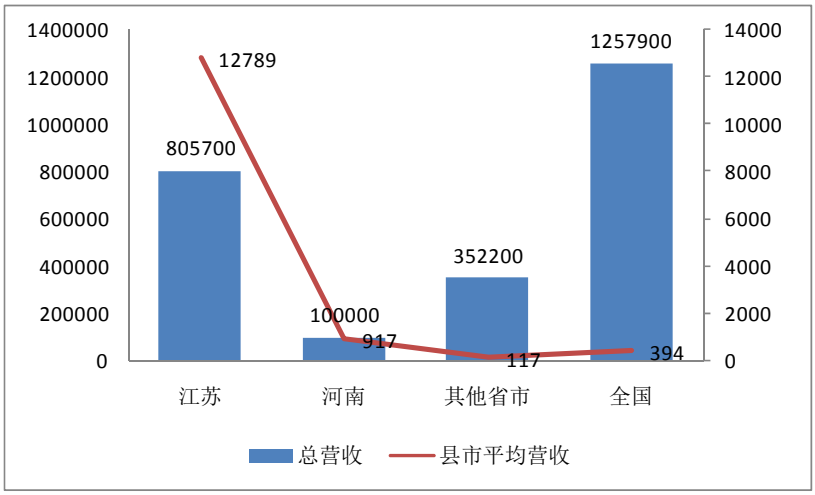
来源：经销商调研　齐鲁证券研究所

- 公司亿元市场达到 33 个，主要集中在江苏境内，河南市场假定按照 10 亿元计算，按照 109 个县市计算，平均每个县市营收只有 925 万，进一步成长的空间仍然较大；

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

■ 除江苏、河南每个县市的营收为 12789 万和 917 万，而其他省市的平均水平只有 117 万，所以洋河的深度全国化空间极大，主要考验洋河自身的品牌、品质和渠道管理能力。

图表 15：2011 年洋河省内外营收和县市均值（万元）



来源：上市公司年报　齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

洋河外延并购和多元化增长具有不确定中的确定性

行业并购受行业竞争加剧而加速

- 行业的并购正在加速，大量区域名酒的增速在明显放缓，收购优势企业主要为区域龙头的精细化运营公司，且需要上市公司作为融资平台；
- 行业中非上市公司的利润份额在持续缩减，2012 年第一季度上市公司增速预计达到 41%，而非上市公司预计在 30-35%之间，开始分化；
- 行业越来越多的公司寻求被并购，竞争压力使然。

洋河具有并购的综合优势和实际经验，2012 年准备较为充分

- 洋河作为运营 100-1000 元偏高端的酒业运营平台，**具备融资和运营模式输出的两大核心并购筹码**，且具有双沟这一成功并购案例，将在未来的大公司并购业务中具有核心优势，**将享受并购这块蛋糕上的奶油**；
- 洋河股份 2011 年度报告披露“初步估算，2012 年投入基建工程、产业整合及市场开拓等方面的资金不低于 90 亿元。目前公司资金充足、银行信贷信誉良好，可以保证公司发展的资金需求。”预计**2012 年基建工程（按月平均分摊）、市场开拓耗资约为 33.2 亿和 17.7 亿，预计将有约 39.1 亿元用于并购事宜；**
- 上市公司的货币资金分析来看，洋河处于行业第三，但是从并购的模式上看，洋河未来并购大规模酒类公司的货币资金和增发募集资金的优势明显，具体见报告《金种子酒-向大众酒类巨头迈进》第三部分并购分析。

图表 16：2011 年度期末主要上市公司货币资金及市值的对比

代码	名称	总市值（人民币）[单位] 百万元	货币资金 [单位] 百万元	营业收入同比增长 [单位] %	市盈率（PE）[单位] 倍
000858	五 粮 液	130467.4	21550.9	31.0	21.2
600519	贵州茅台	219595.8	18254.7	58.2	25.1
002304	**洋河股份**	**141579.0**	**7097.8**	**67.2**	**35.2**
000568	泸州老窖	59199.4	3148.9	56.9	20.4
000596	古井贡酒	21911.6	2082.0	76.0	38.7
600809	山西汾酒	30066.6	2020.4	48.8	38.5
000799	酒 鬼 酒	9910.3	932.9	71.6	51.5
600702	沱牌舍得	9670.4	284.1	41.9	49.5

来源：聚源数据　齐鲁证券研究所

洋河股份的核心资产在于全国化的品牌和渠道运营架构

- 洋河的烟酒店、酒店和团购网络适宜补充多种中高端消费品类；
- 当前洋河在全国已经拥有超过 5000 家团购经销商和上万人的营销队伍。
- 世界酒类巨头企业整合基本是同等档次之间的品牌，推动渠道品牌丰富；例如 DIAGIO 就是通过 Johnnie Walker、Crown Royal、J&B、Windsor and Bushmills whiskies、Smirnoff、Captain Morgan、Jose Cuervo、

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

Tanqueray and Guinness、水井坊等世界知名品牌整合而成的巨头；

图表 17：DIAGEO 并购标的以名酒为主

日期	并购标的	品类	所在地	
2012/1/10	Meta Abo Brewery Share Co SC	葡萄酒、烈酒	埃塞俄比亚	100%
2011/8/24	Hanoi Liquor JSC	Liquor	越南	18.67%
2011/7/14	成都全兴酒厂	白酒	中国	4%
2011/6/16	Zacapa Rum	Rum	危地马拉	100%
2010/6/29	London Group LLC	多元化生产经营	美国	
2010/3/2	水井坊	白酒	中国	60.29%
2009/6/16	Stirrings LLC	葡萄酒、烈酒	美国	80%
2009/2/26	Global diatribution rights for Windhoek	葡萄酒、烈酒	纳米比亚	100%
2008/12/19	D Distribution	葡萄酒、烈酒	俄罗斯	100%
2008/6/30	Distillery and bottling facility	葡萄酒、烈酒	加拿大	100%
2008/2/29	Rosenblum Cellars	葡萄酒、烈酒	美国	
2006/12/12	成都全兴酒厂	白酒	中国	43%
2005/10/19	Allied Domecq's Montana wine business	葡萄酒、烈酒	新西兰	100%
2005/8/25	Old Bushmills Distillery Co Ltd	葡萄酒、烈酒	发过	100%
2005/2/25	Ursus Vodka Holding NV	葡萄酒、烈酒	荷兰	100%
2005/2/9	Chalone Wine Group Ltd/The	葡萄酒、烈酒	美国	100%
2003/1/20	Dorval plant	葡萄酒、烈酒	加拿大	100%
2001/12/20	Seagram liquor business	liquor	法国	
2001/11/26	Lehigh Valley plant	葡萄酒、烈酒	美国	100%
2001/7/16	295 Regent Street ppty	葡萄酒、烈酒	英国	100%
2000/12/6	Bundaberg Rum	Rum	英国	50%
2000/2/16	US/Canada bakery business	葡萄酒、烈酒	英国	100%

来源：Bloomberg 齐鲁证券研究所

- 除上市公司和剑南春、西凤、稻花香等企业，营收规模均较小，未来进一步被并购的标的较为丰富，由于非上市营收均值在 2.4 亿元，10 亿元以下的公司较为丰富，安徽、山东、四川、河南较为集中；

图表 18：中国白酒上市公司与非上市公司规模比较（亿元）

	上市公司收入（亿元）	白酒行业收入（亿元）	非上市企业数量	非上市企业平均收入(百万)
2000 末期	84.22	513.25	1274	33.68
2001 末期	84.22	499.41	1219	34.06
2002 末期	84.22	495.88	1132	36.37
2003 末期	84.22	545.32	1024	45.03
2004 末期	84.22	613.00	974	54.29
2005 末期	84.22	722.65	928	68.80
2006 末期	225.12	971.39	1013	73.67
2007 末期	266.86	1,253.44	1104	89.36
2008 末期	301.60	1,623.69	1215	108.81
2009 末期	383.50	2,136.82	1421	123.39
2010 末期	520.29	2,784.86	1594	142.07
2011 末期	**700.54**	**3,746.67**	**1220**	**249.68**

来源：Wind 资讯　齐鲁证券研究所

- **我们分析认为洋河需要的主要是规模相对较大而品牌知名度均较好的区域优势品牌，10 亿元营收规模的企业保守估计在 30-40 家，洋河的并购空间较大，随着行业竞争加剧，更多的优质并购标的会浮出水面。**

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

洋河增长面临的三大挑战与战略升级

三大挑战：团购模式被复制、市场继续细分、大众市场竞争加剧

- **挑战一、社会资源在整合的过程中，竞争必将加剧**；在洋河模式成功的过程中，经验壁垒在逐步降低，这是较为必然的过程；
- 挑战二、随着行业发展，过于单一的产品系列和次高端的产品限制，将较为明显地受到行业新产品和高投入品牌的影响；世界主要大市值酒类和大众消费品巨头基本属于多品类多品牌公司，单一产品规模限制明显；

图表 19：Diageo 的营收品类分布（百万元）

帝亚吉欧（GBP）	2011	2010	2009
品类	13,232.00	12,958.00	12,283.00
Spirits	8,742.00	8,475.00	7,968.00
Beer	2,829.00	2,752.00	2,654.00
Ready to Drink	940	917.00	871.00
Wine	561	642.00	615.00
Other	160	172.00	175.00

来源：公司年报　齐鲁证券研究所

- Diageo 的品类多元化较为明显，特别是相关品类的多元化成为公司做大规模的基础，同时多品类更加有利于公司的渠道效率和全球化竞争力。

图表 20：Diageo 主要品牌营收（百万元）

汇率：10.1455	2009	2010	2011
Crown Royal whisky	9009	9902	9222
Captain Morgan	7386	8127	7569
Johnnie Walker whisky	6341	6341	6341
Smirnoff vodka	5063	5580	5194
Windsor Premier whisky	4200	4819	5134
Cacique rum	1836	1755	1928
Bell's whisky	1816	1816	1816
Bushmill's whiskey	1461	1461	1461
Seafram's 7 Crown whiskey	1370	1512	1410
Gordon's gin	1207	1207	1207
Seagram's VO whisky	1167	1288	1197
Old Parr whisky	964	1106	1126
Bundaberg rum	670	771	913
Tanqueray gin	730	801	751

来源：Bloomberg　齐鲁证券研究所

- **挑战三、300 元以下大众市场的区域名酒逐步崛起，如古井贡酒、泸州老窖、金种子酒以及河南杜康、仰韶、赊店、口子窖等品牌全面崛起。**

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

洋河的发展与对挑战的回应分析

- **洋河已经从团购的渠道竞争优势层面领先的同时，正在走向天之蓝+梦之蓝的大品牌竞争阶段。**当前次高端市场除洋河股份、山西汾酒、红花郎大品牌清晰定位以外，其他品牌主要为区域品牌的机会性增长和产品补充性竞争，而洋河具备更成熟的模式，例如在客户管理、费用监管、客户开发等领域；

图表 21：洋河股份与竞争对手在次高端市场三个竞争阶段的比较分析

公司	第一阶段：模式探索和完善 2008-2012 年	第二阶段：规模优势和产品数量 2013-2015 年	第三阶段：品牌、品质和管理的综合竞争力 2015 年-2020 年
洋河股份	**率先探索，持续完善**	**规模优势突出 形成上百亿的规模和全国化的网络**	**品牌优势明显，形成次高端的茅台、五粮液，并可复制打造新品牌，并收购品牌加以激活**
山西汾酒、郎酒	学习洋河，发挥自身的品牌优势	形成一定的规模优势，定位逐步准确 逐步全国化	形成较为明显的全国化差异品牌，逐步精细，满足多元化需要
其他追随企业	品牌力缺乏 开始研发产品 本地公关	局部竞争、产品竞争 全国招商式的机会性增长	缺乏竞争力 随着竞争加剧市场份额难以快速提升

来源：齐鲁证券研究所

- 公司在次高端的产品目前主要有天之蓝+梦之蓝 M3，两款产品在价位逐步细分的过程中综合系列化优势并不明显，目前洋河股份这两款产品的增长在优势区域将会逐步成熟，上市公司需要思考多元品牌来提升多品牌或多品类挤占次高端市场；

- 公司在区域名酒竞争上，主要依赖自身渠道更加精细化的管理。例如天网工程等去逐步推进，公司会逐步成熟去推进，但是随着区域名酒在大众价位的集中，公司仅仅依赖渠道的效率优势去竞争，费用率和增长效果会面临较大压力。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

对洋河战略升级的三大预期

- 第一、公司在高端推动苏酒品牌的全国化，用模式的全面领先，弥补品牌的短期不足，并在次高端打造更多元化的品牌，为成就中国酒类的绝对巨头做好准备;
- 第二、在次高端更多地整合资源推动形成品牌群，发挥自身资本的力量以对抗区域名酒数量众多但管理零散的竞争;巩固自身的综合竞争优势;

图表 22：保乐利加的销量明显分布于多品类多品牌（吨）

top 14 strategic brands	2010/6/30	2011/6/30
ABSOLUT	93600	99000
Chivas Regal	37800	41400
Ballantine's	53100	56700
Ricard	48600	48600
Jameson	26100	30600
Malibu	29700	31500
Beefeater	20700	21600
Kahlua	16200	15300
Havana Club	31500	34200
Martell	14400	16200
The Glenlivet	5400	6300
Royal Salute	900	1800
Mumm	5400	5400
Perrier-Jouet	1800	1800
Priority Premium Wines		
Jacob's Creek	61200	63900
Brancott Estate	11700	11700
Campo Viejo	14400	13500
Graffigna	2700	2700

来源：Bloomberg 齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

- **第三、逐步构建相关多元化的业务，特别是在中高端以上消费品行业推动资源整合，例如葡萄酒、海参、饮料、其他优质农产品和食品等本土特色领域。**全球优质消费品公司构建多元化业务的初期基本是在优势行业甚至在优势产品的基础上去构建的，例如雀巢以奶粉和咖啡作为基础，宝洁从早期的肥皂、洗衣粉和婴儿用品开始逐步向美容品和其他个人护理品类扩张和并购。

图表 23：宝洁的多元品类业务

宝洁（USD）	FY 2007	%	FY 2008	%	FY 2009	%	FY 2010	%	FY 2011	%
收入	76,476.00	100	81,748.00	100	76,694.00	100	78,938.00	100	82,559.00	100
Household Care	34,195.00	44.16	37,612.00	45.23	37,289.00	47.79	38,541.00	48	40,443.00	48.25
Fabric Care & Home Care	21,469.00	27.72	23,714.00	28.52	23,186.00	29.72	23,805.00	29.65	24,837.00	29.63
Baby Care & Family Care	12,726.00	16.43	13,898.00	16.71	14,103.00	18.08	14,736.00	18.35	15,606.00	18.62
Beauty and Grooming	25,326.00	32.7	27,769.00	33.39	26,332.00	33.75	27,122.00	33.78	28,182.00	33.62
Beauty	17,889.00	23.1	19,515.00	23.47	18,924.00	24.25	19,491.00	24.28	20,157.00	24.05
Blades & Razors	7,437.00	9.6	8,254.00	9.93	7,408.00	9.49	7,631.00	9.5	8,025.00	9.57
Health and Well-Being	17,918.00	23.14	17,782.00	21.38	14,402.00	18.46	14,628.00	18.22	15,189.00	18.12
Health Care	13,381.00	17.28	14,578.00	17.53	11,288.00	14.47	11,493.00	14.31	12,033.00	14.36
Snacks and Pet Care			3,204.00	3.85	3,114.00	3.99	3,135.00	3.9	3,156.00	3.77

来源：宝洁公司年报整理 齐鲁证券研究所

- 雀巢公司同样实现了多品类驱动业务持续稳健成长的业务模式。

图表 24：雀巢公司营收品类分布

雀巢（chf）mln	FY 2005	%	FY 2006	%	FY 2007	%	FY 2008	%	FY 2009	%	FY 2010	%
收入	91,115.00	100	98,458.00	100	107,552.00	100	103,086.00	100	100,579.00	100	104,613.00	100
Beverages	23,842.00	26.17	25,882.00	26.29	28,245.00	26.26	18,879.00	18.31	19,271.00	19.16	20,612.00	19.7
Milk Products and Ice Cream	23,275.00	25.54	25,435.00	25.83	29,106.00	27.06	20,556.00	19.94	19,557.00	19.44	20,360.00	19.46
Prepared Dishes and Cooking Ai	16,673.00	18.3	17,635.00	17.91	18,504.00	17.2	18,117.00	17.57	17,205.00	17.11	18,093.00	17.3
PetCare	10,569.00	11.6	11,420.00	11.6	12,130.00	11.28	12,467.00	12.09	12,938.00	12.86	13,091.00	12.51
Chocolate, Confectionery and Bi	10,794.00	11.85	11,399.00	11.58	12,248.00	11.39	12,370.00	12	11,796.00	11.73	12,097.00	11.56
Nutrition							10,380.00	10.07	9,965.00	9.91	10,368.00	9.91
Water							9,595.00	9.31	9,066.00	9.01	9,101.00	8.7
Pharmaceutical Products	5,962.00	6.54	6,687.00	6.79	7,319.00	6.81	722	0.7	781	0.78	891	0.85

来源：雀巢公司年报整理 齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

公司盈利再分析与估值

品牌产品营收预测

■ 营收及其前提假设;

图表 25：洋河营收的前提假设

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
销售收入小计	1762.02	2682.21	4020.33	7839.59	12766.28	19117.00	26415.36	36152.30	45355.52
销售成本小计	907.82	1278.08	1665.37	3371.30	5321.21	7301.13	9545.34	12486.50	15190.62
毛利	854.20	1404.13	2354.96	4468.29	7445.07	11815.87	16870.02	23665.80	30164.90
平均毛利率	48.48%	52.35%	58.58%	57.00%	58.32%	61.81%	63.86%	65.46%	66.51%
销售收入增长率	64.73%	52.22%	49.89%	95.00%	62.84%	49.75%	38.18%	36.86%	25.46%
销售吨数	58404	71246	83195	155601	178240	201940	226460	252750	278553
销售吨数增长		21.99%	16.77%	87.03%	14.55%	13.30%	12.14%	11.61%	10.21%
蓝色经典吨数	7225.00	10725.12	15325.00	22014.20	32190.00	43500.00	55500.00	70000.00	83500.00
吨酒价格(万元)	3.02	3.76	4.83	5.04	7.16	9.47	11.66	14.30	16.28
吨酒价格增长		24.79%	28.36%	4.26%	42.16%	32.17%	23.22%	22.63%	13.84%

来源：齐鲁证券研究所

■ 盈利假设核心前提;

图表 26：洋河股份盈利预测假设前提

年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
毛利	2,340	4,290	7,412	11,816	16,870	23,666
%销售收入	*58.5%*	*56.3%*	*58.2%*	*61.8%*	*63.9%*	*65.5%*
营业税金及附加	-42	-87	-179	-306	-423	-578
%销售收入	*1.0%*	*1.1%*	*1.4%*	*1.6%*	*1.6%*	*1.6%*
营业费用	-405	-737	-1,209	-1,768	-2,443	-3,326
%销售收入	*10.1%*	*9.7%*	*9.5%*	*9.3%*	*9.3%*	*9.2%*
管理费用	-246	-441	-661	-994	-1,347	-1,735
%销售收入	*6.1%*	*5.8%*	*5.2%*	*5.2%*	*5.1%*	*4.8%*
所得税率	*25.1%*	*25.3%*	*25.2%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	1,254	2,299	4,137	6,683	9,679	13,806
少数股东损益	0	94	116	60	0	0
归属于母公司的净利润	**1,254**	**2,205**	**4,021**	**6,623**	**9,679**	**13,806**
净利率	*31.3%*	*28.9%*	*31.6%*	*34.6%*	*36.6%*	*38.2%*

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

■ 重点品牌天之蓝+梦之蓝营收预测;

图表 27：天之蓝+梦之蓝营收预测

梦之蓝	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
平均售价（万元/吨）	75.00	80.00	85.00	90.00	95.45	101.00	106.00	110.00	115.00
增长率（YOY）	—	*6.67%*	*6.25%*	*5.88%*	*6.06%*	*5.81%*	*4.95%*	*3.77%*	*4.55%*
销售数量（吨）	85.00	150.00	345.00	1,025.00	2,790.00	5,000.00	7,000.00	9,500.00	12,000.00
增长率（YOY）	—	*76.47%*	*130.00%*	*197.10%*	*172.20%*	*79.21%*	*40.00%*	*35.71%*	*26.32%*
销售收入	63.75	120.00	293.25	922.50	2,663.06	5,050.00	7,420.00	10,450.00	13,800.00
增长率（YOY）	—	*88.24%*	*144.38%*	*214.58%*	*188.68%*	*89.63%*	*46.93%*	*40.84%*	*32.06%*
毛利率	81.00%	82.55%	83.00%	81.00%	77.80%	77.80%	77.00%	76.00%	76.00%
销售成本	12.11	20.94	49.85	175.28	591.20	1,121.10	1,706.60	2,508.00	3,312.00
增长率（YOY）	—	*72.88%*	*138.07%*	*251.59%*	*237.30%*	*89.63%*	*52.23%*	*46.96%*	*32.06%*
毛利	51.64	99.06	243.40	747.23	2,071.86	3,928.90	5,713.40	7,942.00	10,488.00
增长率（YOY）	—	*91.84%*	*145.71%*	*207.00%*	*177.27%*	*89.63%*	*45.42%*	*39.01%*	*32.06%*
占总销售额比重	3.62%	4.47%	7.29%	11.77%	20.86%	26.42%	28.09%	28.91%	30.43%
占主营业务利润比重	6.05%	7.05%	10.34%	16.72%	27.83%	33.25%	33.87%	33.56%	34.77%

天之蓝	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
平均售价（万元/吨）	34.19	37.61	40.00	42.43	45.10	47.80	50.50	53.00	53.30
增长率（YOY）	—	*10.00%*	*6.36%*	*6.08%*	*6.29%*	*5.99%*	*5.65%*	*4.95%*	*0.57%*
销售数量（吨）	540.00	852.00	1,620.00	3,509.82	6,900.00	11,000.00	16,000.00	23,000.00	29,000.00
增长率（YOY）	—	*57.78%*	*90.14%*	*116.66%*	*96.59%*	*59.42%*	*45.45%*	*43.75%*	*26.09%*
销售收入	184.62	320.41	648.00	1,489.22	3,111.90	5,258.00	8,080.00	12,190.00	15,457.00
增长率（YOY）	—	*73.56%*	*102.24%*	*129.82%*	*108.96%*	*68.96%*	*53.67%*	*50.87%*	*26.80%*
毛利率	78.00%	79.50%	81.80%	79.03%	76.40%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
销售成本	40.62	65.68	117.94	312.29	734.41	1,314.50	2,020.00	3,047.50	3,864.25
增长率（YOY）	—	*61.72%*	*79.55%*	*164.80%*	*135.17%*	*78.99%*	*53.67%*	*50.87%*	*26.80%*
毛利	144.00	254.73	530.06	1,176.93	2,377.49	3,943.50	6,060.00	9,142.50	11,592.75
增长率（YOY）	—	*76.89%*	*108.09%*	*122.04%*	*102.01%*	*65.87%*	*53.67%*	*50.87%*	*26.80%*
占总销售额比重	10.48%	11.95%	16.12%	19.00%	24.38%	27.50%	30.59%	33.72%	34.08%
占主营业务利润比重	16.86%	18.14%	22.51%	26.34%	31.93%	33.37%	35.92%	38.63%	38.43%

来源：齐鲁证券研究所

估值分析

■ 我们认为公司仍然处于较为明显的全国化、高端化和新价位的补充放量期，按照成长性公司 PEG 估值，并参照行业的平均估值水平;

■ 当前白酒行业的估值水平较为合理，除乳制品和逐步成熟的家电外，其估值处于较低水平，2012 年配置白酒的估值风险较小;

图表 28：主要消费品申万行业估值水平（2012 年 4 月 25 日）

板块名称	市盈率（TTM）（整体法）:倍	预测市盈率 2012 年（整体法）:倍
白酒(340301)	**24.56**	**18.44**
葡萄酒(340305)	26.77	22.47
啤酒(340302)	33.27	26.84
白色家电(330100)	14.33	11.46
水产养殖(110202)	38.69	22.85
家纺(350206)	24.14	19.13
中药(370201)	30.03	23.96
餐饮(460401)	39.95	27.42
乳品(340403)	21.97	20.01

来源：聚源数据　齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

■ 白酒行业估值水平比较

图表 29：白酒行业估值水平比较（2012 年4 月25 日）

名称	市盈率（PE,TTM） [交易日期] 最新 [单位] 倍	预测市盈率（PE,预测） [预测日期] 最新 [年度] 2012年 [单位] 倍	预测PEG值 [预测日期] 最新 [年度] 2012年	其中：营业收入 [报告期] 去年年报 [合并调整标志] 合并调整
五粮液	18.36	14.68	0.48	20350.59
泸州老窖	20.42	14.69	0.53	8427.91
贵州茅台	25.22	17.55	0.59	18402.36
金种子酒	33.57	19.08	0.77	
伊力特	39.33	21.55	1.01	
古井贡酒	33.26	21.75	0.5	3307.98
洋河股份	28.01	22.48	0.62	12740.92
山西汾酒	39.07	25.43	0.75	4488.15
水井坊	32.06	27.33	1.58	
酒鬼酒	34.64	27.34	0.58	961.83
沱牌舍得	48.61	28.5	0.67	1269.22
算数平均	32.05	21.85	0.73	8743.62
营收加权平均	24.98	18.31	0.56	14578.56

来源：聚源数据　齐鲁证券研究所

■ 考虑到洋河股份的 PEG 预测值 0.62，略高于 0.56 的加权 PEG 值，明显低于 0.73 的平均水平，我们采用算术平均值给与洋河股份 2012 年 30 倍估值水平，对应 2013 年 20 倍预期平均估值水平；

■ 预计 2012-2014 年洋河股份 EPS 为 7.36、10.75 和 15.34 元，给予 2012 年目标价 220.0 元，价位区间 215.0-226.0 元。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

附件一：洋河股份相关研究报告

图表 30：洋河股份相关研究报告

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 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》**
03	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》
04	**2011 年 6 月 2 日**	**《洋河股份-三大高端品牌全面启动，迎接 2012 年盈利拐点》**
05	2011 年 6 月 20 日	《洋河股份-生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时》
06	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》
07	**2011 年 10 月 16 日**	**《洋河股份-深度全国化开始发力》**
08	**2011 年 11 月 22 日**	**《投资扩张性名酒企业》**
09	2012 年 1 月 16 日	《洋河股份-新一届董事会凸显公司基业常青的抱负》
10	**2012 年 2 月 12 日**	**《洋河股份-2012 年营收结构、成长空间再突破》**
11	**2012 年 2 月 8 日**	**《2012 年超配正在全国化的区域名酒》**

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

附件二：财务报表预测

图表 31：洋河股份财务报表预测

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**4,002**	**7,619**	**12,741**	**19,117**	**26,415**	**36,152**
增长率	*49.21%*	*90.4%*	*67.2%*	*50.0%*	*38.2%*	*36.9%*
营业成本	-1,662	-3,329	-5,329	-7,301	-9,545	-12,486
%销售收入	*41.5%*	*43.7%*	*41.8%*	*38.2%*	*36.1%*	*34.5%*
毛利	2,340	4,290	7,412	11,816	16,870	23,666
%销售收入	*58.5%*	*56.3%*	*58.2%*	*61.8%*	*63.9%*	*65.5%*
营业税金及附加	-42	-87	-179	-306	-423	-578
%销售收入	*1.0%*	*1.1%*	*1.4%*	*1.6%*	*1.6%*	*1.6%*
营业费用	-405	-737	-1,209	-1,768	-2,443	-3,326
%销售收入	*10.1%*	*9.7%*	*9.5%*	*9.3%*	*9.3%*	*9.2%*
管理费用	-246	-441	-661	-994	-1,347	-1,735
%销售收入	*6.1%*	*5.8%*	*5.2%*	*5.2%*	*5.1%*	*4.8%*
息税前利润（EBIT）	1,647	3,025	5,362	8,748	12,657	18,026
%销售收入	*41.1%*	*39.7%*	*42.1%*	*45.8%*	*47.9%*	*49.9%*
财务费用	21	52	157	134	216	347
%销售收入	*-0.5%*	*-0.7%*	*-1.2%*	*-0.7%*	*-0.8%*	*-1.0%*
资产减值损失	-2	3	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	12	22	25	28
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*
营业利润	1,666	3,080	5,525	8,904	12,898	18,401
营业利润率	*41.6%*	*40.4%*	*43.4%*	*46.6%*	*48.8%*	*50.9%*
营业外收支	8	-4	6	7	7	7
税前利润	**1,673**	**3,076**	**5,531**	**8,911**	**12,905**	**18,408**
利润率	*41.8%*	*40.4%*	*43.4%*	*46.6%*	*48.9%*	*50.9%*
所得税	-420	-778	-1,394	-2,228	-3,226	-4,602
所得税率	*25.1%*	*25.3%*	*25.2%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	1,254	2,299	4,137	6,683	9,679	13,806
少数股东损益	0	94	116	60	0	0
归属于母公司的净利润	**1,254**	**2,205**	**4,021**	**6,623**	**9,679**	**13,806**
净利率	*31.3%*	*28.9%*	*31.6%*	*34.6%*	*36.6%*	*38.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,254	2,299	4,137	6,683	9,679	13,806
少数股东损益	0	0	0	60	0	0
非现金支出	33	109	164	232	290	355
非经营收益	0	-121	-395	-29	-32	-35
营运资金变动	142	1,553	1,652	721	704	1,473
经营活动现金净流	**1,428**	**3,840**	**5,557**	**7,668**	**10,641**	**15,599**
资本开支	214	773	1,930	978	1,239	1,193
投资	-6	-392	-2,941	-2,160	0	0
其他	1	0	12	22	25	28
投资活动现金净流	**-219**	**-1,164**	**-4,859**	**-3,116**	**-1,214**	**-1,165**
股权募资	2,609	2	12	0	0	0
债权募资	-7	-109	0	0	0	0
其他	-167	-361	-496	-10	-1,800	-3,150
筹资活动现金净流	**2,435**	**-468**	**-484**	**-10**	**-1,800**	**-3,150**
现金净流量	**3,644**	**2,208**	**214**	**4,542**	**7,627**	**11,284**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	4,676	6,884	7,098	11,579	19,206	30,490
应收款项	47	214	1,470	1,303	1,780	2,407
存货	914	1,871	3,793	3,601	4,446	5,474
其他流动资产	140	100	1,831	1,844	2,024	2,259
流动资产	5,778	9,069	14,192	18,327	27,456	40,630
%总资产	*89.0%*	*79.0%*	*75.2%*	*70.3%*	*76.0%*	*81.0%*
长期投资	7	14	519	2,679	2,679	2,679
固定资产	550	1,258	2,584	3,530	4,534	5,420
%总资产	*8.5%*	*11.0%*	*13.7%*	*13.5%*	*12.5%*	*10.8%*
无形资产	136	992	1,068	998	950	908
非流动资产	713	2,411	4,692	7,727	8,683	9,527
%总资产	*11.0%*	*21.0%*	*24.8%*	*29.7%*	*24.0%*	*19.0%*
资产总计	**6,491**	**11,480**	**18,883**	**26,054**	**36,139**	**50,157**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	912	2,781	7,146	6,854	8,457	10,823
其他流动负债	349	981	1,534	3,990	5,944	8,290
流动负债	1,261	3,762	8,680	10,845	14,401	19,113
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	150	331	294	294	294	294
负债	**1,412**	**4,093**	**8,975**	**11,139**	**14,695**	**19,408**
普通股股东权益	5,075	6,919	9,891	14,915	21,443	30,749
少数股东权益	4	468	18	0	0	0
负债股东权益合计	**6,491**	**11,480**	**18,883**	**26,054**	**36,139**	**50,157**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益(元)	2.786	4.899	4.468	7.359	10.754	15.340
每股净资产(元)	11.277	15.377	10.990	16.572	23.826	34.166
每股经营现金净流(元)	3.174	8.533	6.175	8.453	11.823	17.332
每股股利(元)	0.000	1.000	1.500	2.000	3.500	5.000
回报率						
净资产收益率	24.70%	31.86%	40.65%	44.41%	45.14%	44.90%
总资产收益率	19.31%	19.20%	21.29%	25.42%	26.78%	27.53%
投入资本收益率	311.56%	391.93%	362.61%	-1238.49%	-583.13%	-374.92%
增长率						
营业总收入增长率	49.21%	90.38%	67.22%	50.04%	38.18%	36.86%
EBIT增长率	67.83%	83.69%	77.26%	63.14%	44.69%	42.42%
净利润增长率	68.71%	75.86%	82.39%	64.72%	46.13%	42.64%
总资产增长率	197.37%	76.87%	64.49%	37.97%	38.71%	38.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.4	1.4	1.0	1.4	1.3	1.2
存货周转天数	165.7	152.7	194.0	180.0	170.0	160.0
应付账款周转天数	29.9	33.0	36.4	30.0	29.0	28.0
固定资产周转天数	33.3	32.9	35.0	35.8	34.1	30.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-92.07%	-93.18%	-84.34%	-86.08%	-95.44%	-103.25%
EBIT利息保障倍数	-79.7	-58.4	-34.3	-65.1	-58.5	-52.0
资产负债率	21.75%	35.65%	47.53%	42.75%	40.66%	38.69%

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

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%

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。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读