

食品饮料行业

报告原因：公司调研

2012年5月24日

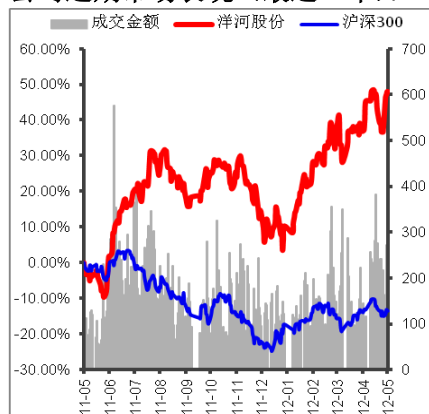
市场数据：2012年5月23日

收盘价(元)	170.0
一年内最高/最低(元)	172.8/102.6
市净率	12.6
市盈率	22.4
流通A股市值(百万元)	69,789

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)

增持

市场突破、产品突破供发展动力, 平台化谋新增长极 下调评级

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	38.0
2012E	19,139	50.2	6,820	69.6	7.58	35.6	40.8	22.4
2013E	27,982	46.2	10,461	53.4	11.62	37.4	38.5	14.6
2014E	39,647	41.7	15,433	47.5	17.15	38.9	36.2	9.9

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **深度全国化提供发展持续动力。**近几年公司省外拓展成效显著, 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, 河南省销售更破10亿元, 省外市场持续发展为洋河高速增长提供持续动力。未来, 公司全国化步伐将进一步加大, 全国化网络建立将逐步进入收获期, 2015年有望实现深度全国化, 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。

● **商务定位、产品升级提供增长前提。**洋河定位于商务消费, 并不以公务消费为重点, 受“三公消费”严控影响较低。且其产品线较长, 推行产品品牌化、品牌系列化的产品规划, 海之蓝、天之蓝、梦之蓝等蓝色经典系列既可作为产品, 亦可作为品牌, 在品牌推广上具有后发优势。未来, 公司将由主打中高端产品, 转向推进产品全面升级, 整体上提高产品线水平, 盈利能力有望进一步提升。

● **生产规模化奠定长期发展基础。**2011年下半年公司启动了3万吨名优酒酿造技改工程等产能建设项目, 着力构建白酒生产园区, 预计相关生产升级工程将于2013年全面完成, 其建设生产能力将可满足5年后的销售能力, 为公司销售持续高增长奠定起坚实基础, 项目建成后洋河或将成为全国最大的白酒生产企业。

● **品类平台化, 生成新的增长极。**洋河渠道优势显著, 营销网络覆盖至全国34个省、333个地级市、2860个区县, 拥有经销商7000余家, 集团营销人员约5000名。为充分发挥营销渠道优势, 公司提出品类平台化的发展战略, 通过盈利产品重组、盈利环节重组、盈利模式重组, 将具有趋同性、盈利性、战略性的产品纳入营销平台, 发展类雀巢模式, 以持续挖掘新的业绩增长点。平台化将成为公司长期发展方向, 但相关平台化成效将视平台化产品品类等因素而定。



- **投资建议:** 4 月份受到公司配额政策影响, 销售有所波动, 但整体来看终端销售状况依然良好, 在深度全国化背景下, 省外市场有望实现持续突破, 高增长仍可期待, 我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 7.58、11.62、17.15 元, 对应动态 PE 分别为 22.7、14.6、9.9 倍, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速放缓。

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
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,554</b>	<b>2,067</b>	<b>2,065</b>	<b>3,634</b>	<b>2,538</b>	<b>3,526</b>	<b>3,044</b>	<b>5,962</b>	<b>64.06</b>
营业收入	1,554	2,067	2,065	3,634	2,538	3,526	3,044	5,962	64.06
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,081</b>	<b>1,398</b>	<b>1,089</b>	<b>1,911</b>	<b>1,681</b>	<b>2,063</b>	<b>1,572</b>	<b>3,033</b>	<b>58.68</b>
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	
<b>三、其他经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>11</b>	<b>22</b>	
投资净收益	0	0	0	0	0	1	11	22	
<b>四、营业利润</b>	<b>473</b>	<b>669</b>	<b>975</b>	<b>1,723</b>	<b>857</b>	<b>1,463</b>	<b>1,482</b>	<b>2,951</b>	<b>71.32</b>
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)
<b>五、利润总额</b>	<b>468</b>	<b>677</b>	<b>969</b>	<b>1,717</b>	<b>869</b>	<b>1,470</b>	<b>1,474</b>	<b>2,952</b>	<b>71.90</b>
减: 所得税	121	170	246	433	224	368	369	740	70.70
<b>六、净利润</b>	<b>347</b>	<b>507</b>	<b>723</b>	<b>1,284</b>	<b>645</b>	<b>1,102</b>	<b>1,105</b>	<b>2,212</b>	<b>72.30</b>
减: 少数股东损益	1	38	54	112	3	0	0	0	
<b>归属于母公司所有者净利润</b>	<b>346</b>	<b>468</b>	<b>669</b>	<b>1,172</b>	<b>642</b>	<b>1,102</b>	<b>1,105</b>	<b>2,212</b>	<b>88.82</b>
<b>七、每股收益:</b>	<b>0.77</b>	<b>1.04</b>	<b>1.49</b>	<b>2.60</b>	<b>0.71</b>	<b>1.22</b>	<b>1.23</b>	<b>2.46</b>	<b>(5.59)</b>
<b>收入增长率(%)</b>	<b>121.23</b>	<b>90.06</b>	<b>86.05</b>	<b>87.95</b>	<b>63.35</b>	<b>70.55</b>	<b>47.40</b>	<b>64.06</b>	<b>(23.88)</b>
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)
<b>归属于母公司净利润增长率(%)</b>	<b>53.51</b>	<b>48.50</b>	<b>91.25</b>	<b>62.39</b>	<b>85.76</b>	<b>135.27</b>	<b>65.18</b>	<b>88.82</b>	<b>26.43</b>

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
<b>一、营业总收入</b>	<b>12,740.92</b>	<b>19,138.60</b>	<b>27,981.75</b>	<b>39,647.34</b>
营业收入	12,740.92	19,138.60	27,981.75	39,647.34
<b>二、营业总成本</b>	<b>7,228.32</b>	<b>10,061.45</b>	<b>14,049.77</b>	<b>19,085.48</b>
营业成本	5,329.37	7,362.91	10,216.27	13,812.38
营业税金及附加	179.17	287.08	419.73	594.71
销售费用	1,209.43	1,760.75	2,518.36	3,488.97
管理费用	660.98	899.51	1,259.18	1,704.84
财务费用	-156.54	-248.80	-363.76	-515.42
资产减值损失	5.92	0.00	0.00	0.00
<b>三、其他经营收益</b>	<b>12.00</b>	<b>12.00</b>	<b>12.00</b>	<b>12.00</b>
投资净收益	12.00	12.00	12.00	12.00
<b>四、营业利润</b>	<b>5,524.60</b>	<b>9,089.14</b>	<b>13,943.98</b>	<b>20,573.86</b>
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
<b>五、利润总额</b>	<b>5,530.72</b>	<b>9,094.14</b>	<b>13,948.98</b>	<b>20,578.86</b>
减：所得税	1,394.11	2,273.54	3,487.24	5,144.72
<b>六、净利润</b>	<b>4,136.61</b>	<b>6,820.61</b>	<b>10,461.73</b>	<b>15,434.15</b>
减：少数股东损益	115.62	0.68	1.05	1.54
归属于母公司所有者的净利润	<b>4,020.99</b>	<b>6,819.92</b>	<b>10,460.69</b>	<b>15,432.60</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>4.47</b>	<b>7.58</b>	<b>11.62</b>	<b>17.15</b>
<b>净利润增长率(%)</b>	<b>82.39</b>	<b>69.61</b>	<b>53.38</b>	<b>47.53</b>

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。