洋河股份 (002304.SZ)　白酒行业

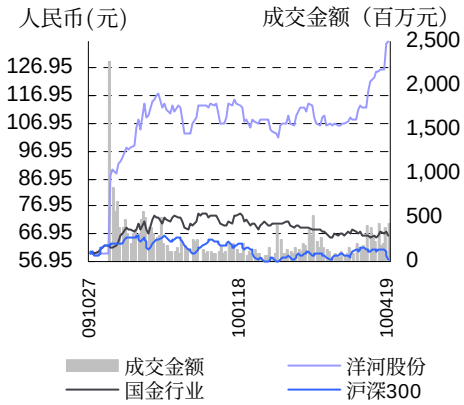
评级：买入　维持评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：136.50 元
目标（人民币）：152.00 元

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)	45.00
总市值(百万元)	61,425.00
年内股价最高最低(元)	136.50/60.00
沪深 300 指数	3176.42
中小板指数	6209.23



相关报告

1.《2010 年洋河转型年,似慢实快求突破》，2010.4.9

2.《洋河控股双沟只欠东风,苏酒航母即将横空出世》，2010.3.12

3.《走向蓝海的蓝色经典》，2009.10.23

风物长宜放眼量 今年仍是转型关键期

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.835	3.039	4.438	5.438	6.741
每股净资产(元)	3.41	11.28	15.59	20.47	27.08
每股经营性现金流(元)	1.64	3.17	4.72	5.44	6.73
市盈率(倍)	N/A	37.51	30.76	25.10	20.25
行业优化市盈率(倍)	33.64	65.85	65.85	65.85	65.85
净利润增长率(%)	98.23%	68.71%	59.31%	22.54%	23.96%
净资产收益率(%)	53.73%	24.70%	28.48%	26.56%	24.89%
总股本(百万股)	405.00	450.00	450.00	450.00	450.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司一季报十分亮丽，营业收入同比增长 75.40%，达 19.33 亿；净利润同比增长 98.68%，达 7.21 亿，对应 EPS 为 1.6 元。

经营分析

- 如我们之前报告中所述：公司高速增长主要来自两方面，一是全国化战略的深度推进，多个省外市场进入拐点放量；二是蓝色经典系列的提价以及销售结构的提升，天之蓝实现明显放量。
- 我们认为 10 年上市公司有释放业绩的动机。一是今年 11 月 8 号 55.25%的股份将获得解禁，公司面临较大的减持压力；二是出于品牌宣传的考虑：与公司高管的沟通中，我们了解到公司对资本市场的宣传作用非常重视，认为公司保持高价股对整体形象有较大的提升作用。目前公司离成为白酒第一高价股的目标可谓一步之遥，若目标实现，资本市场免费宣传的作用将得到进一步发挥。
- 在与洋河经销商的沟通中，我们了解到洋河 09 年真实业绩实际上比报表所显示的业绩要好，不排除公司对 09 和 10 年业绩平滑的可能。
- 维持 10 年为洋河关键转型年的判断，风物长宜放眼量。洋河目前的成功是区域高垄断取得的，但未来能否延续这种成功关键还是看能否突破品牌力瓶颈和资源瓶颈。

盈利调整

- 预计洋河股份 10-12 年分别实现净利润 27.15、32.61 和 40.43 亿。对应 10-12 年 EPS 分别为 4.43、5.44 和 6.74 元，对应市盈率为 30.76、25.10、20.25。

投资建议

- 考虑到公司短期有放业绩的动力，我们维持公司买入评级，如果我们以 11 年 28 倍市盈率来估值，确定目标价位 152 元。

陈钢　分析师 SAC 执业编号：S1130209030281
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

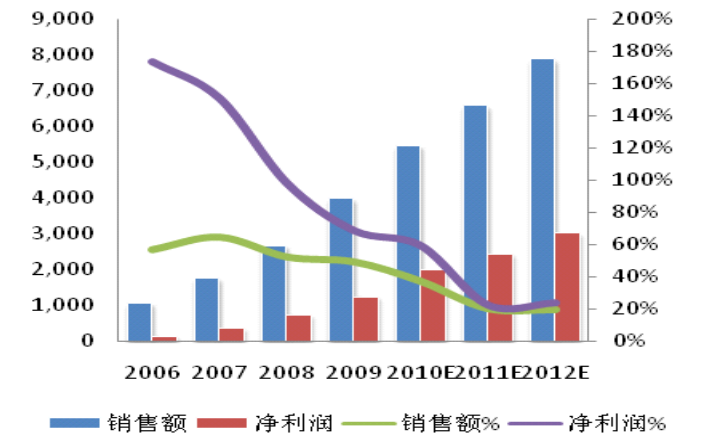
敬请参阅最后一页特别声明

此报告仅供国信证券股份有限公司使用

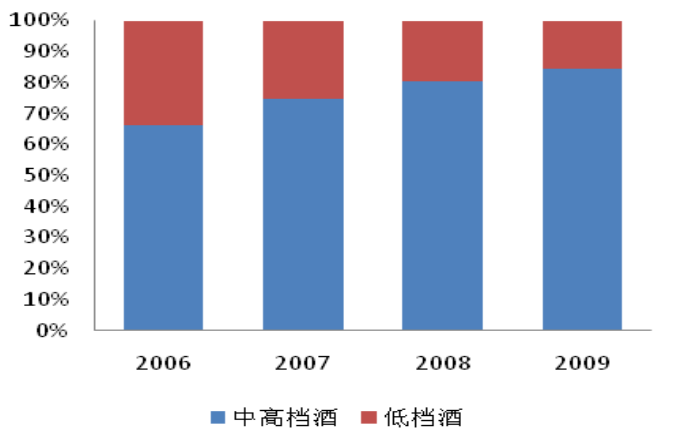
洋河一季度报点评

- 公司一季报十分亮丽：营业收入同比增长 75.40%，达 19.33 亿；净利润同比增长 98.68%，达 7.21 亿，对应 EPS 为 1.6 元。
- 如我们之前报告中所述：公司高速增长主要来自两方面，一是全国化战略的深度推进，多个省外市场进入拐点放量；二是蓝色经典系列的提价以及销售结构的提升，天之蓝实现明显放量。
- 利润增速高于收入增速，主要是受益于销售费用和管理费用率的同比大幅下降。一季度销售费用和管理费用分别为 6.24%和 3.22%，与 09 年全年相比，分别下降 3.86%和 2.88%，下降幅度达到 38.24%和 47.22%。受益于期间费用的下降，一季度净利润率从 09 年的 31.3%上升至 37.32%。
- 我们认为 10 年上市公司有释放业绩的动机。一是今年 11 月 8 号 55.25%的股份将获得解禁，公司面临较大的减持压力；二是出于品牌宣传的考虑：与公司高管的沟通中，我们了解到公司对资本市场的宣传作用非常重视，认为公司保持高价股对整体形象有较大的提升作用。目前公司离成为白酒第一高价股的目标可谓一步之遥，若目标实现，资本市场免费宣传的作用将得到进一步发挥。
- 在与洋河经销商的沟通中，我们了解到洋河 09 年真实业绩实际上比报表所显示的业绩要好，不排除公司对 09 和 10 年业绩平滑的可能。
- 维持 10 年为洋河关键转型年的判断，风物长宜放眼量。洋河目前的成功是区域高垄断取得的，但未来能否延续这种成功关键还是看能否突破品牌力瓶颈和资源瓶颈。预计洋河股份 10-12 年分别实现净利润 27.15、32.61 和 40.43 亿。对应 10-12 年 EPS 分别为 4.43、5.44 和 6.74 元，对应市盈率为 30.76、25.10、20.25。考虑到公司短期有放业绩的动力，我们维持公司买入评级，如果我们以 11 年 28 倍市盈率来估值，确定目标价位 152 元。
- 风险提示：白酒消费进入淡季，区域性白酒的成长天花板。

图表1：公司销售预测（单位：百万元）



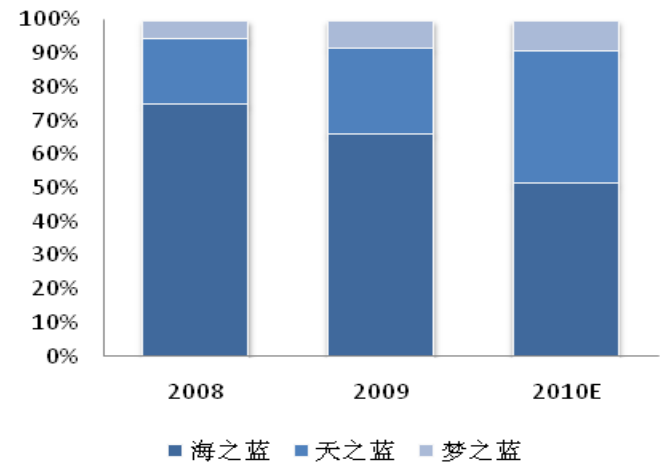
图表2：公司中高档酒比例不断上升



来源：国金证券研究所

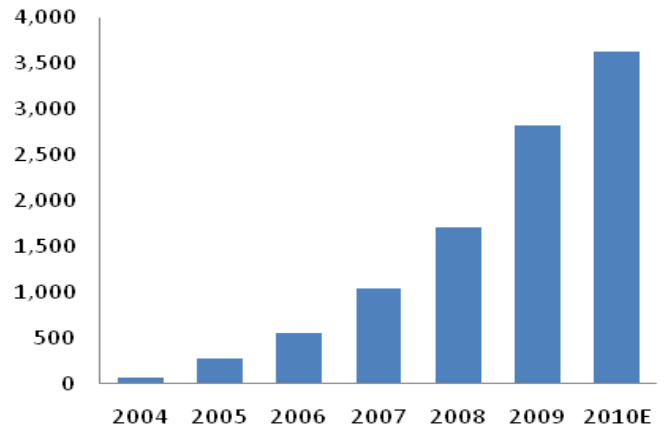
- 产品结构调整，天之蓝将代替海之蓝成为公司主推产品，有望实现爆发式增长。
- 部分省外市场进入增长拐点：四大过亿市场放量增长。10 年，河南市场将有望突破 5 亿大关，山东、安徽和上海等核心省外市场将有望放量增长。
- 完成双沟部分股权收购后，整合进入实质性阶段，预计洋河将加快对双沟股权的进一步收购，实现对双沟的控股。

图表3：10 年天之蓝进入快速增长通道

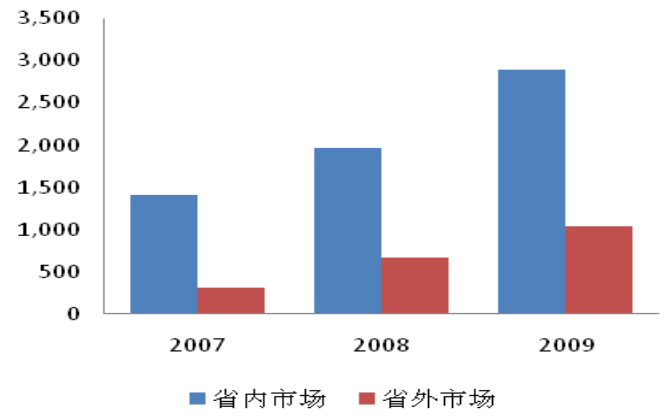


来源：国金证券研究所

图表4：历年蓝色经典系列的销售收入（单位：百万元）

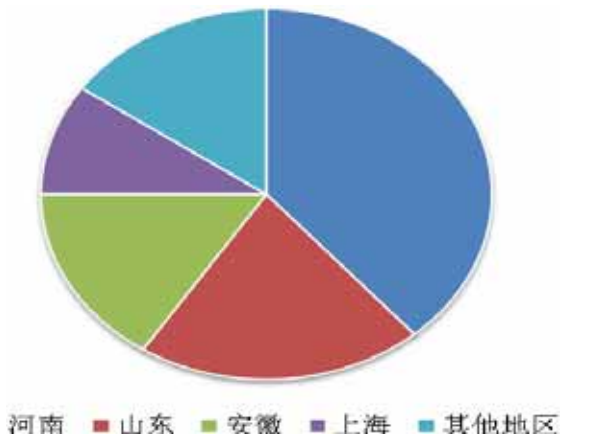


图表5：省内外市场增长情况 （单位：百万元）



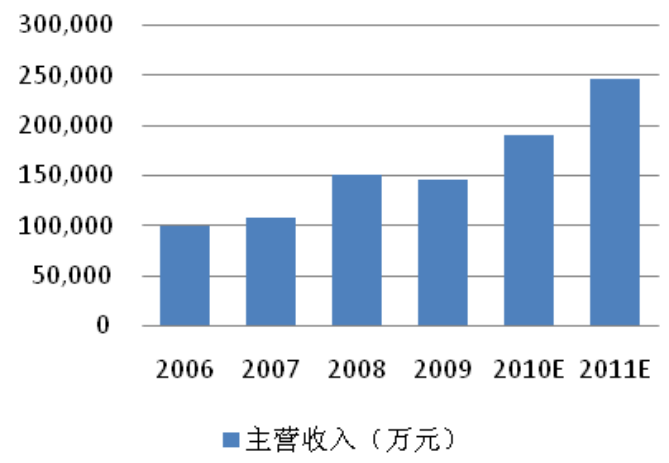
来源：国金证券研究所

图表6：09 年省外市场分布情况



来源：国金证券研究所

图表7：近几年双沟实现了快速增长



来源：国金证券研究所

图表8：双沟酒业的拳头产品：双沟珍宝坊

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	2	6	10	11	11
买入	0	5	9	10	12
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.38**	**1.48**	**1.51**	**1.53**

来源：朝阳永续

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。

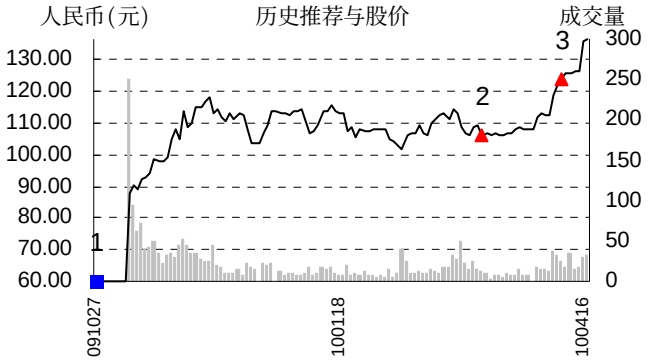
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-10-23	持有		70.25～77.28
2	2010-03-12	买入	106.01	N/A
3	2010-04-09	买入	123.57	N/A

来源：国金证券研究所



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、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。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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层

北京

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室