2010 年 11 月 08 日

中国民族证券 China Minzu Securities

实用精深 特色民族

分析师： 刘晓峰 赵大晖
执业证书编号： S0050108121464
Tel： 010-59355921;13501223241
Email： yfliuxf@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

洋河股份(002304.SZ)

高成长化解限售股解禁压力

食品饮料

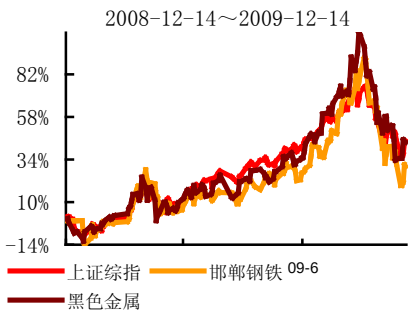
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	270

市场数据

市价(元)	227.80
上市的流通 A 股(亿股)	2.05
总股本(亿股)	4.50
52 周股价最高最低(元)	88.15-234.01
上证指数/深证成指	3129.50/13733.36
2009 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

投资要点

11月8日，公司首批限售股解禁。公司首次公开发行前已发行股份本次解除限售的数量为174,387,015 股，占公司股份总数的 38.75%；实际可上市流通数量为155,582,027 股，占公司股份总数的34.57%。

●**单从数量和股价的角度来看，本次限售股解禁压力的确较大。**本次解禁数量高达1.56亿股，按11月5日收盘价计算，价值高达354.42亿元。

●**中短期利好加上中长期发展保障，使得公司能够继续保持较高速度的增长，化解高估值、高股价带来的限售股解禁压力。**

●**收购双沟酒业、调整产品结构、拓展省外市场，能够推动公司未来两年业绩的高速增长。**公司收购、整合双沟酒业，迈出了国内白酒行业区域整合的第一步，规模效应将进一步显现；提高天之蓝、梦之蓝等高端产品的比重，公司产品毛利率进一步提升；在稳固省内市场的基础上拓展省外市场，高成长性还将持续。

●**不断扩容的中高档白酒市场、地处经济发展水平较高的东南沿海以及激励到位的股权治理结构，是公司保持长期快速发展的保障。**茅台、五粮液等一线白酒终端销售价格上涨，扩大了中高档白酒的价格谱系和市场容量；江浙等东南沿海地区较高的经济发展水平，消费者具有较高的支付能力；管理层参与持股且比例较高，使得其有很强的动力去提高公司的发展速度。

●预计 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 4.81 元、6.88 元和 9.13 元，动态市盈率分别为 47.31 倍、33.12 倍和 24.94 倍，保持“推荐”评级。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4002.05	7204	9725	12642
增长率(%)	49.21	80.00	35.00	30.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1253.62	2167	3095	4110
增长率(%)	68.71	72.84	42.84	32.81
毛利率(%)	58.47	59.99	62.03	63.05
净资产收益率(%)	24.70	31.47	31.01	29.17
EPS(元)	3.04	4.81	6.88	9.13
P/E(倍)	81.77	47.31	33.12	24.94
P/B(倍)	21.74	14.90	10.28	7.28

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5778	7177	10402	14682
现金	4676	5412	8120	11783
应收账款	31	57	97	130
其它应收款	16	31	37	51
预付账款	140	149	191	241
存货	914	1528	1957	2476
其他	0	0	0	0
非流动资产	713	1235	1500	1806
长期投资	7	7	7	7
固定及无形资产	687	1191	1444	1734
其他	19	38	49	65
资产总计	6491	8412	11901	16488
流动负债	1261	1378	1774	2252
短期借款	0	0	0	0
应付账款	314	544	697	882
其他应付款	0	0	0	0
其他	947	834	1077	1371
非流动负债	151	149	147	145
长期借款	0	0	0	0
其他	150	148	146	145
负债合计	1412	1527	1921	2397
少数股东权益	4	4	4	4
归属母公司股东权益	5075	6882	9976	14087
负债和股东权益	6491	8412	11901	16488

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4002	7204	9725	12642
营业成本	1662	2882	3693	4672
营业税金及附	405	909	1228	1653
销售费用	246	479	617	758
管理费用	2	4	6	8
财务费用	-21	-37	-50	-65
资产减值损失	2	4	6	8
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	2110	3872	5454	7263
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	2118	3872	5454	7263
所得税	420	727	1037	1378
净利润	1254	2167	3095	4110
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净	1254	2167	3095	4110
EBITDA	1675	2908	4149	5508
EPS（元）	2.79	4.81	6.88	9.13

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	49.21%	80.00%	35.00%	30.00%
营业利润	65.09%	73.51%	42.32%	32.74%
归属母公司净利润	68.71%	72.84%	42.84%	32.81%
获利能力				
毛利率	58.47%	59.99%	62.03%	63.05%
净利率	31.32%	30.08%	31.82%	32.51%
ROE	24.68%	31.47%	31.01%	29.17%
ROIC	23.64%	30.56%	30.33%	28.66%
偿债能力				
资产负债率	21.75%	18.15%	16.14%	14.54%
净负债比率	27.80%	22.18%	19.25%	17.01%
流动比率	4.58	5.21	5.86	6.52
速动比率	3.86	4.10	4.76	5.42
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.86	0.82	0.77
应收帐款周转率	127.68	125.99	100.61	97.01
应付帐款周转率	9.73	9.38	8.90	8.66
每股指标(元)				
每股收益	2.79	4.81	6.88	9.13
每股经营现金	3.51	3.59	6.62	8.83
每股净资产	11.28	15.29	22.17	31.30
估值比率				
P/E	81.77	47.31	33.12	24.94
P/B	20.20	14.90	10.28	7.28
EV/EBITDA				

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1421	1617	2980	3975
净利润	1254	2167	3095	4110
折旧摊销	30	53	68	86
财务费用	(21)	(37)	(50)	(65)
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	160	(551)	(127)	(147)
其它	(2)	(14)	(5)	(8)
投资活动现金流	(231)	(556)	(320)	(375)
资本支出	(232)	(557)	(321)	(376)
其他投资	2	1	1	1
筹资活动现金流	2454	(325)	48	63
短期借款	(9)	(2)	(2)	(2)
新发股份	2600	0	(0)	(0)
其他	(137)	(323)	50	65
现金净增加额	3644	736	2708	3663

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1994 年毕业于山东大学生物化学专业，获理学学士学位；之后进入中国农业大学食品学院农产品加工与工业专业，1997 年获得工学硕士学位。2008 年毕业于中国农业大学经管学院管理科学与工程专业，获得管理学博士学位。曾经在北京市食品工业办公室工作，作为主要参加人开展过多项涉农产业链发展战略研究工作，对食品饮料行业有着较为深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推　荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中　性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回　避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推　荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中　性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回　避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010－59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010－59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010－59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010－59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010－59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn