

洋河股份(002304)新股申购策略

首次

2009年10月21日 星期三

卢媛媛
021-50586660-8635
lyy@longone.com.cn

徐玲玲
021-50586660-8634
xll@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

投资要点

- 公司主要从事洋河蓝色经典、洋河大曲、敦煌古酿等系列品牌浓香型白酒的生产、加工和销售,产品具有“甜、绵、软、净、香”的绵柔型风格。2009年4月公司被中国食品工业协会评为2008年度中国食品工业百强企业和2008年度中国白酒制造业十强企业。
- 根据国家统计局的统计资料,2006年、2007年和2008年各年我国境内规模以上(即年营业收入500万元以上)白酒生产企业数量分别为1,026家、1,172家和1,228家。其中具有省级及省级以上区域竞争实力的只有少数企业。本公司与白酒行业7家主要上市公司相比,营业收入、净利润、净资产收益率指标均排名前4名之列。
- 洋河股份的主打品牌海之蓝和天之蓝就是定位在中高档产品,定位非常明确,在当地的市场占有率居第一位。中高档白酒要跳出区域向外部市场发展,则营运成本会增加较多。但公司的优势在于蓝色经典系列已经在全国有一定的知名度,并且公司也量身定做了以点带线、以线带面的销售战略,我们认为公司未来业绩的增长动力主要来自于外部市场,而江苏市场更多是呈稳步发展的态势。
- 我们预计公司的未来增长主要来自于省外市场,09-11年每股收益分别为2.25、2.88、3.43元/股。公司合理价位在65-72元。我们认为申购价应该在价格上限72元。考虑到公司良好的成长前景,不排除该股上市首日表现出乎市场预料。风险是市场拓展低于预期。

一、发行基本情况

询价推介日期	2009 年 10 月 20 日——2009 年 10 月 22 日
定价公告刊登日期	2009 年 10 月 26 日
申购日期和缴款日期	2009 年 10 月 27 日
股票上市日期	

拟发行 4500 万股

发行后总股本 45000 万股

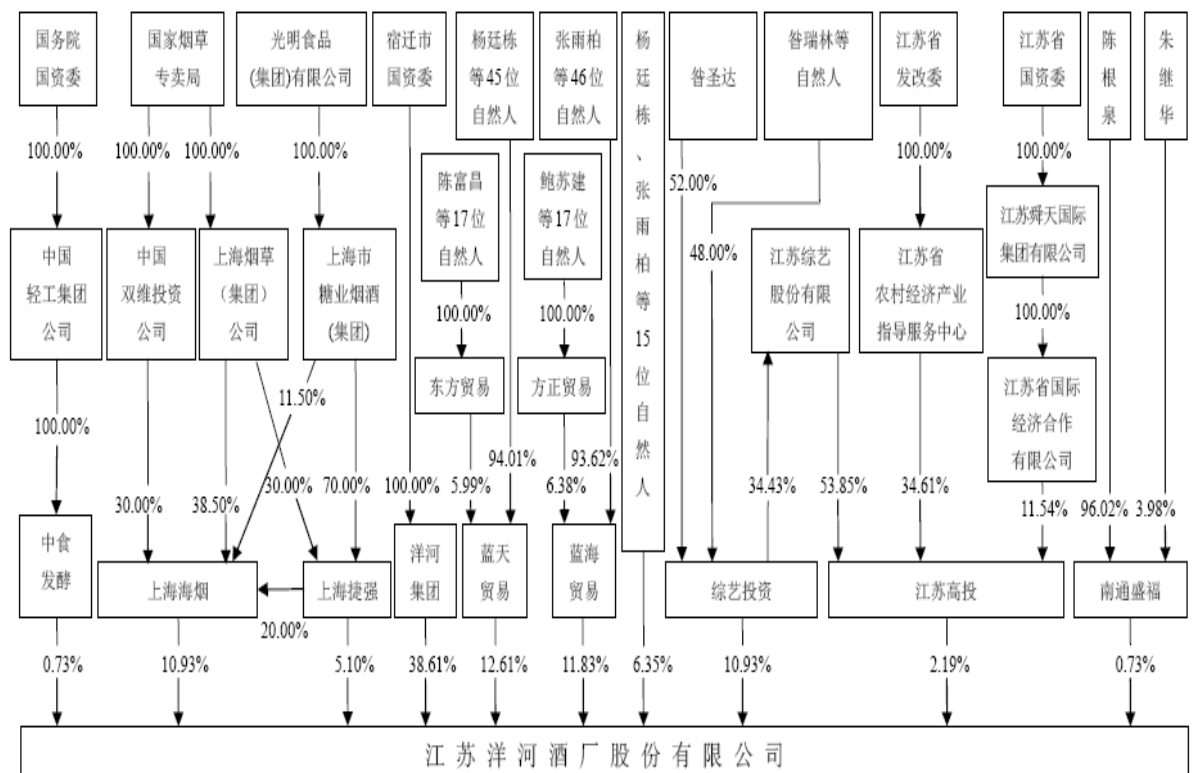
主承销商：华泰证券

二、财务概况

	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
毛利率	56.15	52.35	48.48	47.38
营业利润率	43.00	37.22	33.47	25.96
净利率	32.60	27.70	21.27	16.33
净资产收益率-摊薄	32.52	53.73	51.99	46.20
资产负债率	43.78	36.65	50.94	63.47
发行后每股收益	1.45	1.83	0.93	0.46
主营业务增长率	——	52.22	64.45	——
净利润增长率	——	98.29	114.16	——

数据来源：公司招股说明书

三、股权结构



数据来源：公司招股说明书

本公司的控股股东、实际控制人为洋河集团，占发行前总股本的 38.61%。
公司董事、监事、高级管理人员及核心技术人员通过直接与间接方式合并持股
占发行前总股本的 25.5%。

四、公司概况

公司主要从事洋河蓝色经典、洋河大曲、敦煌古酿等系列品牌浓香型白酒的生产、加工和销售，产品具有“甜、绵、软、净、香”的绵柔型风格。2009 年 4 月公司被中国食品工业协会评为 2008 年度中国食品工业百强企业和 2008 年度中国白酒制造业十强企业。

五、主要产品产能：

产品	项目	2009 年上半年	2008 年	2007 年	2006 年
中高档 白酒	年产能(吨)	26,000.00	26,000.00	26,000.00	26,000.00
	产量(吨)	13,004.91	21,708.01	14,732.77	8,283.63
	销量(吨)	14,414.13	20,796.96	14,027.07	7,831.96
	产销率(%)	110.84	95.80	95.21	94.55
	销售单价(元/吨)	105,613.86	103,880.05	94,046.04	90,823.48

普通白酒	营业收入（万元）	152,233.19	216,038.92	131,919.04	71,132.59
	年产能（吨）	61,000.00	61,000.00	61,000.00	61,000.00
	产量（吨）	26,158.23	59,959.22	45,040.12	38,772.23
	销量（吨）	28,872.13	52,381.32	45,259.71	38,068.51
	产销率（%）	110.37	87.36	100.49	98.18
	销售单价（元/吨）	9,244.69	9,403.89	9,280.77	9,049.67
	营业收入（万元）	26,691.38	49,258.82	42,004.51	34,450.76

数据来源：公司招股说明书

注：中高档白酒包括蓝色经典系列、洋河大曲系列，普通白酒包括洋河普优曲系列、敦煌古酿系列。

销售地区	2009年上半年		2008年		2007年		2006年	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
江苏	132,072.22	73.81	197,592.18	74.48	142,060.75	81.68	88,971.07	84.27
南部	15,362.35	8.59	23,514.50	8.86	11,670.27	6.71	6,681.45	6.33
中部	21,733.49	12.15	32,607.00	12.29	15,200.92	8.74	7,333.51	6.95
北部	9,756.51	5.45	11,584.05	4.37	4,991.61	2.87	2,597.32	2.46
合计	178,924.57	100.00	265,297.73	100.00	173,923.55	100.00	105,583.35	100.00

数据来源：公司招股说明书

六、行业状况和发展前景

根据国家统计局的统计资料，2006 年、2007 年和 2008 年各年我国境内规模以上（即年营业收入 500 万元以上）白酒生产企业数量分别为 1,026 家、1,172 家和 1,228 家。其中具有省级及省级以上区域竞争实力的只有少数企业。本公司与白酒行业 7 家主要上市公司相比，营业收入、净利润、净资产收益率指标均排名前 4 名之列。

公司名称	2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	营业收入	占比 (%)	营业收入	占比 (%)	营业收入	占比 (%)
贵州茅台酒股份有限公司	82.42	5.35%	72.37	6.09%	49.03	5.05%
宜宾五粮液股份有限公司	79.33	5.15%	73.29	6.16%	73.97	7.61%
泸州老窖股份有限公司	37.98	2.47%	29.27	2.46%	19.26	1.98%
本公司	26.82	1.74%	17.62	1.48%	10.71	1.10%
四川剑南春集团有限责任公司	25.27	1.64%	36.01	3.03%	31.95	3.29%
四川郎酒集团有限责任公司	20.19	1.31%	13.27	1.12%	7.76	0.80%
山西杏花村汾酒厂股份有限公司	15.85	1.03%	18.47	1.55%	15.27	1.57%
安徽古井贡酒股份有限公司	13.79	0.90%	12.01	1.01%	9.64	0.99%
四川水井坊股份有限公司	11.79	0.77%	10.04	0.84%	8.05	0.83%
四川沱牌曲酒股份有限公司	8.71	0.57%	9.00	0.76%	8.78	0.90%
白酒行业	1,540.25	100.00%	1,189.03	100.00%	971.39	100.00%

数据来源：

1、未上市公司中，洋河酒厂历年营业收入数据来源于经苏亚金诚审计的公司财务报表，四川剑南春集团有限责任公司、四川郎酒集团有限责任公司历年营业收入数据来源于中国轻工业信息中心《全国酿酒行业信息》。

2、上市公司历年营业收入数据来源于其公告的年度报告。

白酒是我国特有的酒种，具有悠久的历史，白酒行业是传统的成熟产业。随着人民生活水平的提高、消费习惯的改变以及社会交往的活跃，出现了新的发展趋势，主要有以下三个方面：

首先是 500 元以上的高档酒，区域性不甚明显，但市场容量较小，且基本已被贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊等垄断，其中前六家企业占据了市场的 70% 左右份额，发挥余地较小。

其次是 100-300 元左右的中高档白酒，区域性比较明显，并且市场容量很大，各地市场几乎都有本地的优秀酒企。洋河股份的主打品牌海之蓝和天之蓝就是定位在这个市场的产品，定位非常明确，在当地的市场占有率居第一位。

若中高档白酒要跳出区域向外部市场发展，则营运成本会增加较多。但公司的优势在于蓝色经典系列已经在全国有一定的知名度，并且公司也量身定做了以点带线、以线带面的销售战略，我们认为公司未来业绩的增长动力主要来自于外部市场，而江苏市场更多是呈稳步发展的态势。

单位：万元

		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-6 月
江苏外 市场	营业收入	16,612.28	31,862.80	67,705.55	46,852.35
	营业收入	——	91.80%	112.49%	——
	增长率				

单位：万元

地区	蓝色经典 占总收入 比重%		公司总的收入情况				蓝色经典的收入情况			
			2007 年度		2008 年度		2007 年度		2008 年度	
	2007 年度	2008 年度	营业收入	增长率 (%)	营业收入	增长率 (%)	营业收入	增长率 (%)	营业收入	增长率 (%)
河南	59.11	74.48	10,182.07	152.34	26,311.41	158.41	6,018.64	377.80	19,597.33	225.61
山东	31.93	38.96	7,881.58	71.67	12,766.23	61.98	2,516.78	338.58	4,974.30	97.65
安徽	77.82	83.31	4,798.34	154.96	9,452.92	97.00	3,734.05	178.37	7,875.33	110.91
环渤海	47.21	——	2,365.83	83.04	——	——	1,117.01	161.72	——	——

广东	56.02	63.20	2,259.12	93.27	4,870.03	115.57	1,265.52	185.09	3,077.85	143.21
河北	—	58.07	—	—	4,904.52	107.31	—	—	2,848.09	154.97

最后是 100 元以下的中低端白酒，区域性更加明显，当地品牌拥有更好的群众基础，并且运输成本相对高昂。相对于中高档白酒来讲，中低端白酒在外部市场发展的压力更大，优势更小，利润也可能被多出的各项成本吃光，因此我们认为公司的中低端产品更可能围绕江苏及周边的市场深度发展，增长态势较缓。

七、募投项目简介

本次募集资金主要用于以下四个项目：

序号	项目名称	项目资金预算（单位：万元）		
		建设资金	流动资金	合计
1	名优酒酿造技改项目	22,737.57	4,222.00	26,959.57
2	名优酒陈化老熟和包装技改项目	24,466.91	14,073.00	38,539.91
3	白酒酿造副产物循环再利用项目	8,454.50	1,270.00	9,724.50
4	营销网络建设项目	3,440.37	4,000.00	7,440.37
	合计	59,099.35	23,565.00	82,664.35

数据来源：公司招股说明书

项目总投资合计 8.27 亿元，计算每股 18.38 元。

单位：万元

序号	项目名称	达产后正常年份销售收入	税后利润	税前投资回收期	建设期（年）	达产期（年）	盈亏平衡点%
1	名优酒酿造技改项目	30,600.00	7,939.06	4.7	2	2	35.3
2	名优酒陈化老熟和包装技改项目	157,500	12,266.35	4.4	2	2	61.2
3	白酒酿造副产物循环再利用项目	12,400	2,050.32	5.6	2	2	53.9

八、申购策略

我们预计公司的未来增长主要来自于省外市场,09-11 年每股收益分别为 2.25、2.88、3.43 元/股。公司合理价位在 65-72 元。我们认为申购价应该在价格上限 72 元。考虑到公司良好的成长前景,不排除该股上市首日表现出乎市场预料。风险是市场拓展低于预期。

名称	申购代码	发行日期	解冻日期	发行量
洋河股份	002304	2009/10/27	2009/10/30	4500 万股

附注:**分析师简介及跟踪范围:****一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,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多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122