

消费品及服务 - 食品

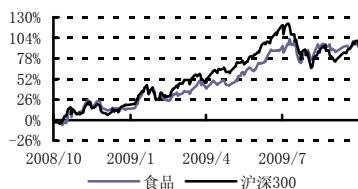
2009 年 10 月 28 日

重要资料

总股本 (百万股)	450.00
流通股 (百万股)	45.00
募集资金总额	27 亿元
行业 PE (X)	38.2
定价区间 PE (X)	92-102
第一大股东	洋河集团
公司网址	http://www.chinayanghe.com

财务数据	2006	2007	2008
营业收入 (百万)	1071.4	1762.0	2682.2
增长率%	-	64.45	52.22
净利润 (百万)	174.98	374.85	743.06
增长率%		114.16	98.29
毛利率%	47.38	48.48	52.35
净利率%	16.33	21.27	27.70
ROE	46.20	51.99	53.73
ROA	16.87	25.51	34.04
资产负债率	63.47	50.94	36.65

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
食品	0.80%	-0.03%	97.67%
沪深 300	8.38%	-11.46%	100.33%

食品小组

0755-83199427
liangxm@csc.com.cn

分析师申明

食品小组，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

老酒演绎时尚、经典

—洋河股份 (002304) 新股定价报告

发行价: 60

定价区间: 92-102

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	2682	3712	4729	5580
净利润 (百万元)	743	1144	1631	1987
每股收益 (元)	1.65	2.54	3.62	4.42
净利润增长率%	98.23%	53.91%	42.60%	21.86%
每股净资产 (元)	3.37	5.41	8.31	11.84
市盈率	58.74	38.17	26.77	21.96
市净率	28.76	17.94	11.68	8.19
PEG	0.60	0.71	0.63	1.00

资料来源: 世纪证券研究所

- **洋河酿酒历史悠久，洋河大曲酒与茅台、五粮液、汾酒等并列为白酒类国家八大名酒。**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和销售。2008 年公司的销售收入行业排名第四，白酒市场占有率达到 1.74%。
- **预计未来 5 至 10 年，消费升级导致的白酒吨酒价格上升仍将是白酒行业增长的重要驱动因素。**随着收入水平提高以及外出用餐和商务、公务等活动不断增加，中高端白酒需求仍将保持旺盛的增长。同时，由于酿酒传统工艺难以完全机械化，以及气候、土壤、水资源等限制，中高端白酒的供给量难以迅速增长，白酒吨酒价格上升仍将是白酒行业增长的重要驱动因素。
- **公司近两年的净利润同比增长 100%。**白酒销量增长和销售价格提高是业绩增长的主要原因。中高档白酒占比不断提高，带动了整体毛利率提高。公司净利润增长率接近收入增长率的 2 倍。
- **本次募集资金投向名优酒酿造技改、营销网络建设等四个项目。**投资总额为 82,664 万元。项目完成后，每年增加名优基酒 9,000 吨，中高档白酒 15000 吨，有利于保持公司未来的业绩增长。预计募集资金净额约为 25.5 亿元，远超过募投项目总额，多余部分将用于补充公司流动资金或收购其他优势企业等。
- **盈利预测与估值。**预计公司 09-11 年的全面摊薄的 EPS 分别为 2.54 元、3.62 元和 4.42 元。同类上市白酒企业 09 年的平均估值水平为 38.17 倍。考虑到公司作为上市新股，成长性较好，股本扩张能力较强，其合理估值区间应为 92 元-102 元，对应 09 年的 PE 水平为 36.2-40.2 倍。
- **风险提示。**中高端酒产能不足风险；消费税从严征收可能带来成本的增加风险。

公司概况

洋河股份公司是在 2002 年 12 月 27 日,由洋河集团作为主要发起人,联合上海海烟、综艺投资等 6 家法人和杨廷栋等 14 位自然人共同发起设立。2006 年 3 月,公司向由中高层管理人员和企业骨干投资组成的蓝天贸易和蓝海贸易增资扩股。

截止 2009 年 6 月 30 日,公司的总资产为 32.2 亿元,净资产为 18.1 亿元,资产负债率为 43.78%。本次拟发行 4500 万股人民币普通股,发行后总股本为 45000 万股。发行后,洋河集团仍直接持有公司 34.05% 的股权,处于相对控股地位,公司管理层及核心员工直接和间接持有公司 27.72% 的股权。

Figure 1 公司发行前后股权结构

股东名称	持股数量(股)	持比例(%)	持股数量(股)	持比例(%)
江苏洋河集团有限公司	156,362,985	38.61	153,224,827	34.05
宿迁市蓝天贸易有限公司	51,075,000	12.61	51,075,000	11.35
宿迁市蓝海贸易有限公司	47,925,000	11.83	47,925,000	10.65
上海海烟物流发展有限公司	44,253,675	10.93	43,365,517	9.64
南通综艺投资有限公司	44,253,675	10.93	44,253,675	9.83
上海捷强烟草糖酒(集团)有限公司	20,651,715	5.1	20,237,241	4.50
江苏省高科技产业投资有限公司	8,850,735	2.19	8,850,735	1.97
中国食品发酵工业研究院	2,950,245	0.73	2,891,035	0.64
南通盛福工贸有限公司	2,950,245	0.73	2,950,245	0.66
自然人股东	25,726,725	6.35	25,726,725	5.72
社保基金会	—	—	4,500,000	1.00
社会公众股	—	—	45,000,000	10.00
合 计	405,000,000	100.00	450,000,000	100.00

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

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。洋河酿酒历史悠久,可考证的酿酒历史长达 600 多年。洋河大曲酒与茅台、五粮液、汾酒等并列为白酒类国家八大名酒。03 年 9 月,公司在传统产品洋河大曲的基础上顺应市场消费升级的需求,推出洋河蓝色经典系列中高档白酒产品,形成了高、中、低档全价位的产品序列。近年来,公司强化品牌塑造、产品创新、市场开发,白酒产品表现出较好的综合竞争实力和市场增长势头。2008 年公司的销售收入行业排名第四,白酒市场占有率达到 1.74%

Figure 2 白酒行业主要公的市场占有率排名

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%

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

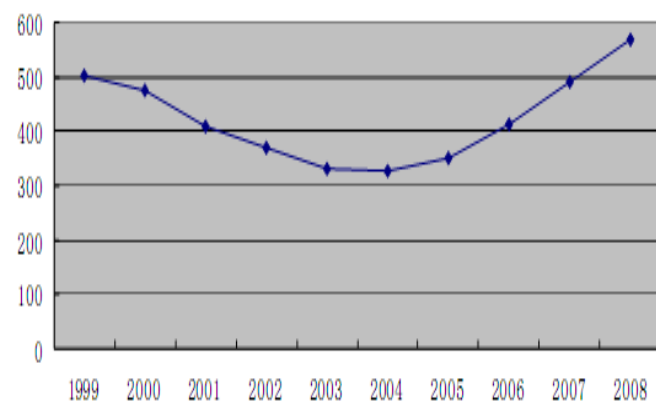
公司所处行业背景

白酒的特点和分类。白酒是我国特有的酒种,与白兰地、威士忌、伏特加、朗姆酒、杜松子酒(又称金酒)、龙舌兰酒等并列为世界七大蒸馏酒。白酒按香型分类,主要有浓香型、酱香型、清香型、凤香型等香型,目前浓香型白酒约占全部白酒市场份额的 70%。浓香型白酒以泸州老窖、五粮液、洋河酒等为代表,酱香型白酒以茅台酒为代表,清香型白酒以山西汾酒为代表,凤香型白酒以陕西西凤酒为代表。白酒在我国历史悠久,是中国传统文化的重要组成部分,是社会生活不可缺少的饮品。

消费升级带动行业快速增长。国内白酒年产量在 1996 年曾达到 801 万吨的高峰,之后由于国家逐步出台以调控总量为目标的产业政策、税收法规及配套措施,产量逐步下降。近年来在社会消费结构升级的背景下,名优白酒生产企业调整产品结构和营销策略,注重开发适销对路的中高档产品,白酒行业产量、营业收入和利润总额均呈现明显增长。2008 年

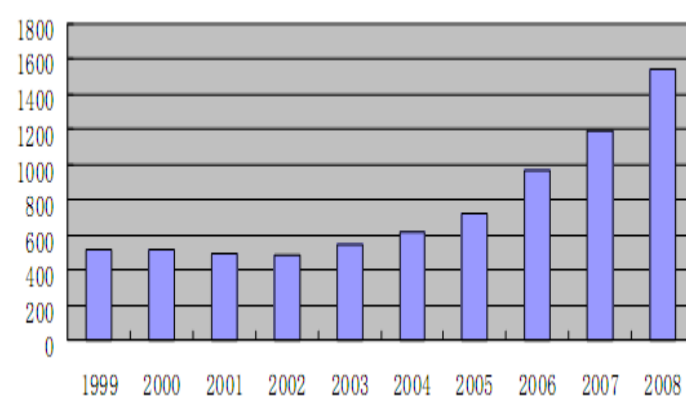
全年产量达到 569.34 万吨，实现销售收入达到 1,540 亿元。

Figure 3 白酒行业的产量变化 单位: 万吨



资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

Figure 4 白酒行业的收入变化 单位: 亿元

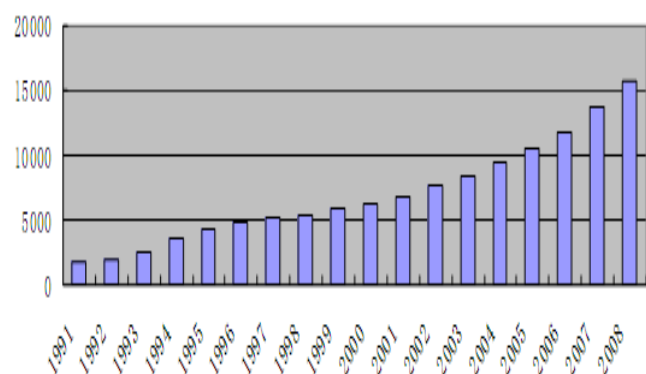


资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

中高端白酒量、价增长迅速。为适应消费者对中高档白酒的需求，名优白酒生产企业不断推陈出新，如茅台、五粮液的年份酒、泸州老窖的国窖 1573、汾酒青花瓷汾酒、水井坊的典藏水井坊和洋河的蓝色经典系列等中高档产品均取得了较好的销售业绩。名优白酒生产企业的中高档产品价格涨幅明显，并带动了普通白酒价格，导致白酒吨酒价格出现持续增长势头。2001 年吨酒价格为 1.19 万/吨，2006 年吨酒价格为 2.44 万/吨，5 年间累计增长 105.04%。同期粮食等原料价格上升幅度低于同期吨酒价格，导致白酒产品毛利率大幅度增加。

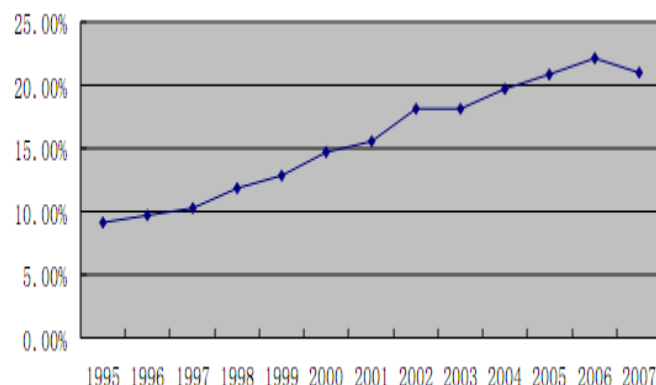
预计未来 5 至 10 年，消费升级导致的白酒吨酒价格上升仍将是白酒行业增长的重要驱动因素。国民收入水平的提高和收入结构差异的扩大引发了从温饱型消费到享受型消费的消费升级，居民外出用餐和商务、公务等社交活动不断增加，中高端白酒需求仍将保持旺盛的增长。同时，由于酿酒传统工艺难以完全机械化，以及气候、土壤、水资源等限制，中高端白酒的供给量难以迅速增长，白酒吨酒价格上升仍将是白酒行业增长的重要驱动因素。

Figure 5 城镇居民家庭人均可支配收入



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 6 城镇居民外出用餐占食品支出的比重

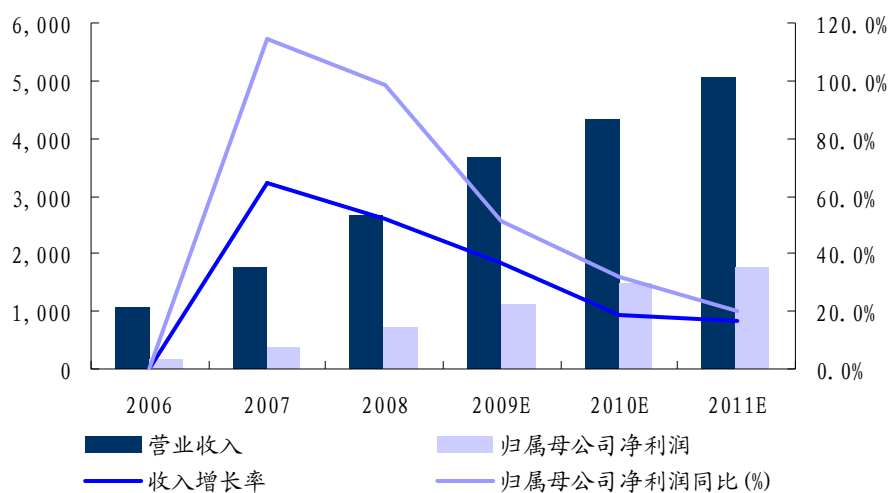


资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司主营业务分析

08 年收入和利润同比增长在 52%和 98%。2007 年、2008 年公司销售收入分别同比增长 64.45%、52.22%；净利润分别同比增长 114.23%、98.23%，大幅领先于白酒行业的平均增速。营业收入大幅增长的直接原因是白酒销量的增长和销售价格的提高。

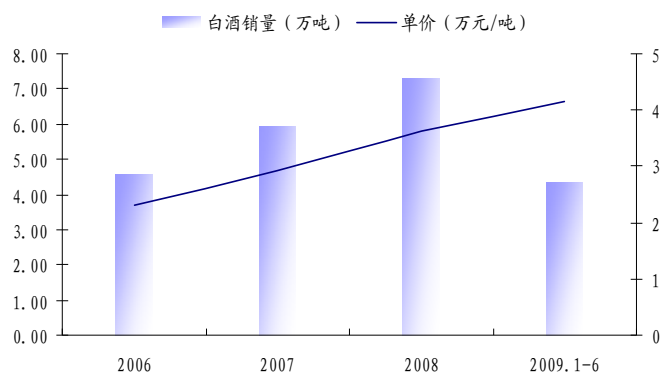
Figure 7 近年收入和利润增长较快



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

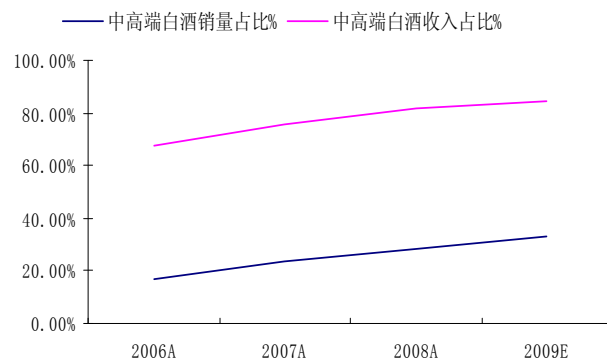
中高端产品快速增长拉动了毛利率的整体提高。价格较高的中高档白酒的销量增长迅速，带动公司白酒产品的平均价格提高。07 年中高端白酒的产量和销售收入分别比上年提高 77.85%和 85.5%；08 年为 47.4%和 63.8%。中高端产品占比迅速提高，公司整体毛利率由 06 年的 47.4%提高到 08 年的 52.5%。净利润增长率接近收入增长率的 2 倍。

Figure 8 近年白酒销量和单价曾上升趋势



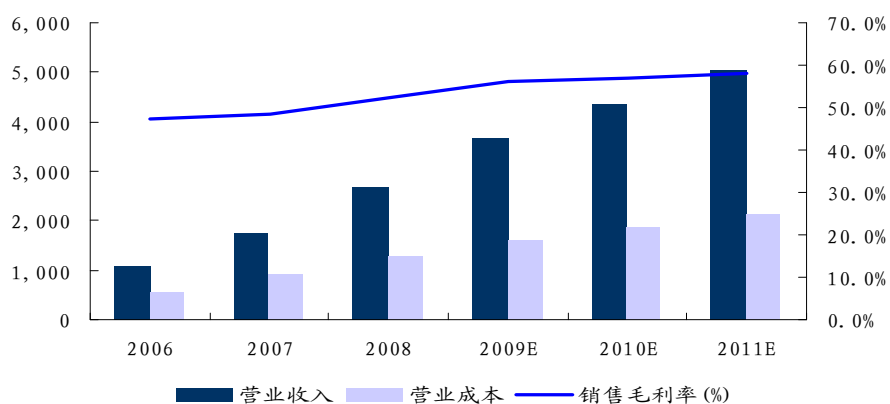
资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 9 中低端白酒收入比重逐年增加



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 10 销售毛利率稳步提高



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

收入的季节性变化较为明显。每年 1 月、9 月、12 月为白酒的销售旺季，三个月收入之和占全年的主营业务收入约为 40%左右。收入最低的月份为 3-7 月，其中 7 月的收入占比约为全年的 5%左右。

Figure 11 公司收入的季节性变化

月份	2008 年度	2007 年度	2006 年度
1	52,800.05	23,575.05	13,008.48
2	18,086.47	17,311.79	7,639.58
3	13,672.91	11,948.43	5,624.20
4	15,880.57	11,759.49	7,809.29
5	14,209.07	8,488.27	6,042.07
6	18,781.61	9,223.65	7,251.45
7	13,026.09	8,666.20	5,552.11
8	22,793.02	15,919.27	6,310.22
9	33,174.14	22,893.36	15,322.99
10	19,038.79	11,952.10	9,284.05
11	20,423.74	15,527.14	9,740.16
12	23,411.27	16,658.80	11,998.75
合计	265,297.73	173,923.55	105,583.35

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

推进区域发展战略，迈向市场全国化。2008 年在江苏省的销售占比为 74.48%，洋河系列品牌表现出较为明显的区域特征。但江苏以外的市场增长高于江苏市场，2007 年、2008 年江苏以外市场营业收入分别比上年增长 91.80%、112.49%，省外销售占比持续提高。公司计划用 3-5 年时间向全国市场扩张，主攻北京、河南、山东、安徽、广东等省际区域战略市场；在江苏省内通过专业化深度开发，继续拓展规模。

公司竞争力分析

白酒行业的竞争优势主要直接体现在品牌、产品和营销。

品牌优势。洋河酿酒历史悠久，可考证的酿酒历史长达 600 多年。洋河大曲酒与茅台、五粮液、汾酒等并列为白酒类国家八大名酒。2003 年起，公司在洋河大曲的基础上塑造了洋河蓝色经典品牌，丰富了洋河系列品牌的文化内涵，提升了整体品牌地位。“洋河”、“蓝色经典”成为中国驰名商标。

产品创新的优势。公司目前已形成了三大品牌构架：高档酒的蓝色经典系列、中档酒的新品洋河大曲系列、普通酒的洋河普优曲系列和敦煌古酿系列。中高档白酒基本覆盖了 130-558 元的价格区间。公司运用改良后的传统酿酒技术生产基酒，在从原辅材料入厂到成品酒出厂的全套生产环节严格执行质量标准和管理体系的要求，所有产品均享有良好的质量保证和质量声誉，具有“甜、绵、软、净、香”的绵柔型风格。2004 年洋河蓝色经典系列白酒获得江苏省白酒创新产品奖。

Figure 12 各系列产品主要竞争对手

公司品牌	原有竞争品牌	新近挑战品牌
1、洋河蓝色经典	五粮液、茅台酒、国窖 1573、水井坊、剑南春、口子窖、五粮春	苏酒、国缘、珍宝坊
2、洋河大曲	口子坊、高炉家酒、百年皖酒、迎驾酒	今世缘、金银双沟
3、敦煌古酿	双沟大曲、稻花香、浏阳河、金六福、分金亭、绵竹大曲、尖庄	汤沟、高沟、种子

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

营销优势。公司重视营销工作，在巩固江苏市场的基础上，在全国市场中选定并重点开发板块市场、样板市场，以中高档产品营销带动全线产品的销售，以多项创新的营销策略争取终端客户。公司的营销策略和措

施取得了良好的市场效果，直接带动了市场份额和效益同时增长，形成了相对于其他白酒生产企业较为明显的竞争优势。在 2007 年 3 月中国酒类流通协会主办的首届“中国酒业营销金爵奖”评选活动中，公司获得“杰出营销团队奖”。

市场区域优势。全国白酒产量较大的省份主要是山东、四川、河南、江苏、安徽等地，其中江苏地处长江三角洲，经济发展水平相对较高，中高档白酒市场容量较大。公司地处江苏，是江苏白酒行业“三沟一河”（双沟、汤沟、高沟和洋河）四大品牌中的龙头企业，洋河系列白酒在江苏消费者中有很高的知名度、美誉度和忠诚度。2008 年以白酒生产企业出厂价计算，江苏白酒市场容量约为 146 亿元。公司在该市场的市场占有率为 13.53%。

募集资金投向分析

本次募集资金投向四个项目，投资总额为 82,664.35 万元。

Figure 13 公司募投项目

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

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

名优酒酿造技改项目。调整基酒结构，每年增加名优基酒 9,000 吨。通过技术改造，将普通基酒产能改造成名优基酒，缓解公司名优基酒产能紧张的问题。该项目建设期两年，建成之后第二年达产。

名优酒陈化老熟和包装技改项目。调整成品酒结构，每年增加中高档白酒 15,000 吨。该项目是名优酒酿造技改项目的配套项目，建设期两年，建成后第二年完全达产。

白酒酿造副产物循环再利用项目。年产普通白酒 4,000 吨，年回收高酯调味酒 400 吨，年回收蛋白饲料 15,000 吨，同时实施厂区供水管网改造，提高水资源利用效率。

营销网络建设项目。建设营销指挥中心和 300 个销售网点，以计算机信

息网络连接，并为销售网点安排租赁库房和周转存货。

预计募集资金净额约为 25.5 亿元，远超过募投项目资金总额。多余部分将用于补充公司流动资金，并根据公司当前及未来发展计划，决定其他投资项目的具体安排，包括但不限于：1、收购兼并或参股江苏省内、外白酒行业拥有品牌、产能或者营销等优势的企业。2、继续对公司剩余普通白酒生产能力实施技术改造，进一步调整优化产品结构。3、根据各地市场发育和竞争状况，进一步推进销售网络建设，增强市场营销能力。

盈利预测

基本假设：

- 1、新项目 2010 年和 2011 年陆续投产，中高档酒产能提高。
- 2、2010 年和 2011 年，中高端白酒销售均价分别提高 3%和 2%，毛利率持续小幅上升；
- 3、公司各项费用率保持稳定，消费税率和所得税率保持稳定。

依据假设，预测公司 09-11 年的全面摊薄的 EPS 分别为 2.54 元、3.62 元和 4.42 元。

Figure 14 主要产品产量和价格预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
中高档酒						
销量 (吨)	7831	14027	20797	29500	37000	43000
销售均价 (万元/吨)	9.08	9.40	10.39	10.60	10.90	11.10
销售收入 (万元)	71105	131854	216080	312700	403300	477300
毛利率 (%)	-	-	62.74%	65.00%	66.00%	67.00%
普通白酒						
销量 (吨)	38069	45259	52381	59000	70000	80000
销售均价 (万元/吨)	0.91	0.93	0.94	0.94	0.95	0.97
销售收入 (万元)	34452	42000	49238	55460	66500	77600
利率 (%)	-	-	8.43%	9.50%	9.50%	9.50%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 15 盈利预测

项目(单位:百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业利润					
营业收入	1,762	2,682	3,712	4,729	5,580
减: 营业成本	908	1,278	1,619	1,995	2,300
减: 营业税金及附加	16	27	39	47	56
减: 营业费用	138	227	314	399	471
减: 管理费用	113	170	236	300	354
减: 财务费用	0	-17	-29	-199	-264
加: 投资净收益	4	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	590	998	1,535	2,186	2,662
二、利润总额					
加: 营业外收入	3	7	5	5	5
减: 营业外支出	13	12	12	12	12
加: 其他	0	0	0	0	0
利润总额	580	993	1,528	2,179	2,655
三、净利润					
减: 所得税	205	250	384	548	668
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
净利润	375	743	1,144	1,631	1,987
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	375	743	1,144	1,631	1,987
五、股利分配					
总股本	135	405	450	450	450
EPS(摊薄、元)	0.83	1.65	2.54	3.62	4.42
EPS(元)	2.78	1.83	2.54	3.62	4.42

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

风险因素分析

中高档酒产能不足风险。公司中高档产品销量扩张迅速,对于优质基酒的需求不断增加。若募资的产能扩充项目不能如期完成,将对公司市场开拓及产品销售产生制约。

消费税从严征收可能带来成本的增加风险。国税总局宣布自 8 月开始实施新的消费税征收政策,消费税率将有所上升,公司中高档白受到影

响。经测算，不考虑其他因素，假设消费税最低计税价格核定为上限即公司设立的销售公司对外销售价格的 70%，2008 年公司增加应交消费税 15,631.92 万元，相应地，公司净利润减少 11,723.94 万元，占公司 2008 年实际净利润的 15.78%。

估值及投资评级

合理估值区间为 92 元-102 元，对应 09 年的 PE 水平为 36.2-40.2 倍。同类上市白酒企业 09 年的平均估值水平为 38.17 倍，其中五大名酒贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖和水井坊 09 年的平均市盈率为 29.37 倍。考虑到公司作为上市新股，成长性较好，股本扩张能力较强，其合理估值区间应为 92 元-102 元，对应 09 年 PE 水平为 36.2-40.2 倍。

Figure 16 可比上市公司估值比较

代码	公司	EPS		PE		股价
		2009	2010	2009	2010	
600519	贵州茅台	5.13	6.29	30.41	24.80	155.99
000568	泸州老窖	1.10	1.31	25.91	21.76	28.50
600809	山西汾酒	0.90	1.30	36.99	25.61	33.29
600779	水井坊	0.70	0.78	22.69	20.36	15.88
000799	酒鬼酒	0.23	0.39	56.09	33.08	12.90
600559	老白干酒	0.33	0.53	63.61	39.60	20.99
000858	五粮液	0.73	0.99	30.85	22.75	22.52
600199	金种子酒	0.20	0.38	49.30	25.95	9.86
600197	伊力特	0.32	0.37	27.66	23.92	8.85
平均	-	1.07	1.37	38.17	26.42	34.31
00304	洋河股份	2.54	3.62			

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.