

食品饮料行业

新股洋河股份投资价值 and 合理股价区间分析

2009 年 10 月 27 日

投资要点:

●江苏洋河酒厂股份有限公司首次发行上市，发行股数 4500 万股，发行价格 60.00 元/股，发行市盈率 36.36 倍，发行市净率 6.12 倍，预计募集资金总额 27 亿元，预计募集资金净额 25.99 亿元，申购日期和缴款日期 2009 年 10 月 27 日。

●由于居民消费水平和商务、政务等活动水平提高，我国白酒产量和消费量逐年稳步回升，白酒生产和消费结构由中低档向中高档方向发展。中高档白酒行业存在名优品牌、良好自然资源、成熟工艺技术及人才等进入障碍。

●公司产品洋河大曲酒连续三届被评为国家白酒类八大名酒。拥有“洋河”和“蓝色经典”两个中国驰名商标。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。

●公司中高档白酒生产、储存、包装和销售能力不足，不能满足公司发展需要，迫切需要实施技术改造和建设新项目。

●公司募集资金净额 25.99 亿元中 8.26 亿元承诺用于中高档白酒生产、储存、包装和销售网络项目以及白酒酿造副产物循环再利用项目，项目建设期两年，第三年投产、第四年达产，达产后每年新增利润 2.22 亿元。剩余 17.73 亿元预计将主要用于收购江苏双沟酒业股份有限公司股权。

●公司在我国白酒行业多项指标综合排名中总体处于 5-10 位，公司现有产能已经利用到极限，募集资金投资项目 2009 年和 2010 年均不产生利润，预计 2010 年公司经营规模和经营业绩增长缓慢。2009 年公司合理动态市盈率为 24.78 倍，对应合理股价为 54 元，公司公告发行价格 60.00 元/股，发行价格偏高。给予洋河股份（002304）“中性”评级。

食品饮料行业

洋河股份

评级:

中性

合理股价:

54 元/股

白酒行业指数走势图



基础数据

发行股份	4500 万股
发行后总股本	45000 万股
2009 年 6 月末净资产	18.09 亿元
2009 年上半年净利润	5.88 亿元
2009 年上半年基本每股收益	1.45 元

合理估值数据

合理股价	54 元/股
合理动态市盈率	24.78 倍

吴正武

行业研究员

电话

021-3222 9888-3509

邮箱

wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

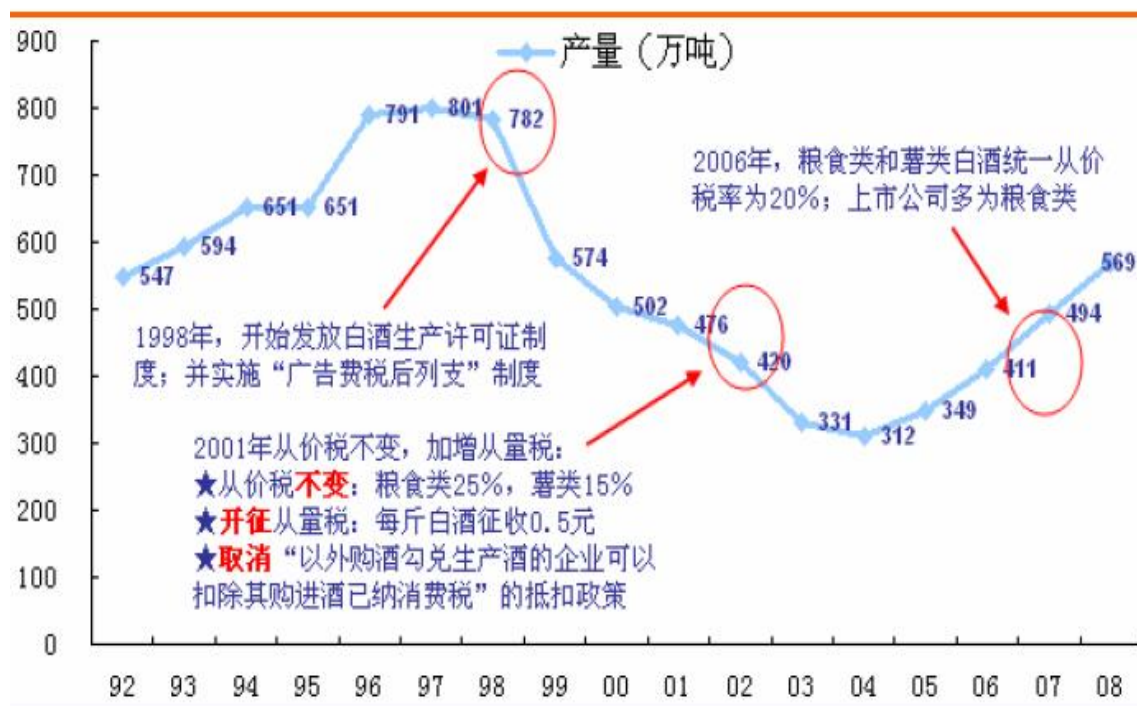
《上半年业绩大增为白酒上市公司全年业绩增长奠定良好基础》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、我国白酒产量连续多年稳步增长，白酒消费向中高档次发展

从1998年到2004年，受国家宏观调控政策等因素影响，我国白酒产量逐年下降，下降幅度比较大。2004年以后，由于居民消费水平和商务、政务等活动水平提高，我国白酒产量和消费量逐年稳步回升。

图 1：我国白酒总产量变动情况



资料来源：中国酿酒工业协会

表 1：我国白酒分地区前十名历年产量数据对比（单位：万吨）

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 1-7 月
全国	378.47	331.35	311.70	349.34	397.08	493.94	569.33	368.49
四川	55.23	50.51	50.64	57.83	64.98	86.18	111.76	82.24
山东	65.07	57.10	58.40	66.34	80.21	83.44	76.55	47.43
河南	19.96	18.29	21.71	27.71	32.99	42.19	57.90	33.07
辽宁	17.23	14.49	17.64	26.16	20.43	35.03	43.17	27.88
湖北	12.50	13.02	14.19	12.94	16.60	20.78	32.39	22.40
江苏	26.08	28.11	21.98	24.85	23.70	27.39	29.50	18.99
安徽	27.96	24.78	20.71	22.43	20.74	24.51	29.01	15.70
内蒙古	8.24	8.31	10.54	12.08	16.56	30.58	24.29	18.27
河北	14.24	9.94	9.55	10.17	13.16	17.52	19.99	11.25
贵州	12.67	15.04	9.22	11.74	14.21	14.57	18.35	7.82

资料来源：中国酿酒工业协会

西南地区的四川和贵州，华东地区的山东、江苏和安徽，中南地区的河南和湖北，华北和东北地区的河北、辽宁和内蒙古是我国白酒生产量前十位的地区。根据国家统计局发布的统计数据，2006 年、2007 年和 2008 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 1026

家、1172 家和 1228 家，这些企业多数聚集在上述地区。

我国白酒生产和消费结构由中低档向中高档方向发展。中高档白酒毛利率高，盈利能力强。但是，中高档白酒行业存在名优品牌、良好自然环境资源、成熟工艺技术及人才等进入障碍，具有竞争实力的中高档白酒企业只是少数。

二、公司产品连续三届被评为“国家名酒”，拥有“洋河”和“蓝色经典”两个中国驰名商标

从 1952 年到 1989 年，我国政府部门、行业协会等共举办了五届评酒会，评出了历届国家名酒。2007 年，商务部组织开展了第六届“中国名酒”评定活动，并且评出了第六届“中国名酒”初选名单，目前尚未评出最终名单。

表 2：五届名酒评比金质奖名单（白酒）

企业名称	注册商标	产品名称	香型	获奖届次
贵州茅台酒厂	飞天牌、贵州牌	茅台酒	酱香	①②③④⑤
杏花村汾酒总公司	古井亭、长城牌	汾酒	清香	①②③④⑤
泸州曲酒厂	泸州牌	泸州老窖	浓香	①②③④⑤
西凤酒厂	西凤牌	西凤酒	凤香	①②④⑤
五粮液酒厂	五粮液牌	五粮液酒	浓香	②③④⑤
亳州古井酒厂	古井牌	古井贡酒	浓香	②③④⑤
遵义董酒厂	董牌	董酒	药香	②③④⑤
成都全兴酒厂	全兴牌	全兴大曲酒	浓香	②④⑤
绵竹剑南春酒厂	剑南春牌	剑南春酒	浓香	③④⑤
洋河酒厂	洋河牌、洋禾牌	洋河大曲	浓香	③④⑤
双沟酒厂	双沟牌	双沟大曲、特液	浓香	④⑤
武汉市酒厂	黄鹤楼牌	黄鹤楼酒	浓香	④⑤
古蔺郎酒厂	郎泉牌	郎酒	酱香	④⑤
常德武陵酒厂	武陵牌	武陵酒	酱香	⑤
宝丰酒厂	宝丰牌	宝丰酒	清香	⑤
鹿邑宋河酒厂	宋河牌	宋河粮液	浓香	⑤
射洪沱牌酒厂	沱牌	沱牌曲酒	浓香	⑤

资料来源：国家商务部、中国酿酒工业协会

在 1979 年第三届全国评酒会上，洋河大曲酒被评为国家白酒类八大名酒。在 1984 年第四届全国评酒会、1989 年第五届全国评酒会上，洋河大曲酒蝉联国家名酒称号。公司拥有“洋河”和“蓝色经典”两个中国驰名商标。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。

表 3：2006 年-2008 年我国白酒营业收入前十位企业全国白酒市场占有率（亿元）

	2006 年		2007 年		2008 年	
	营业收入	占有率%	营业收入	占有率%	营业收入	占有率%
贵州茅台酒股份有限公司	49.03	5.05	72.37	6.09	82.42	5.35
宜宾五粮液股份有限公司	73.97	7.61	73.29	6.16	79.33	5.15
泸州老窖股份有限公司	19.26	1.98	29.27	2.46	37.98	2.47
江苏洋河酒厂股份有限公司	10.71	1.10	17.62	1.48	26.82	1.74

四川剑南春集团有限公司	31.95	3.29	36.01	3.03	25.27	1.64
四川郎酒集团有限公司	7.76	0.80	13.27	1.12	20.19	1.31
山西杏花村汾酒厂股份有限公司	15.27	1.57	18.47	1.55	15.85	1.03
安徽古井贡酒股份有限公司	9.64	0.99	12.01	1.01	13.79	0.90
四川水井坊股份有限公司	8.05	0.83	10.04	0.84	11.79	0.77
四川沱牌曲酒股份有限公司	8.78	0.90	9.00	0.76	8.71	0.57

资料来源：公司招股说明书

从表中可以看出，过去三年公司白酒营业收入均进入全国白酒十强企业行列，在全国白酒市场占有率由1.10%稳步提高到1.74%。

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。江苏白酒行业有“三沟一河”（双沟、汤沟、高沟和洋河）四大品牌龙头企业，2008 年公司营业收入中的74.48%在江苏市场实现，在江苏市场占有率为13.53%。

三、公司中高档白酒生产、储存、包装和销售能力不足

目前公司部分生产设备陈旧，只能用于生产普通基酒。过去三年公司白酒总产能维持在8.7万吨，其中中高档白酒产能和普通白酒产能分别维持在2.6万吨和6.1万吨。公司中高档白酒产能利用率95%左右，2009年上半年达到极限。中高档白酒产能不足是限制公司白酒业务发展的瓶颈。基酒需要储存至少1 至2 年才能用于勾调成品酒，公司需要及早增加中高档基酒产量和储存量。

表4：2006年-2009年上半年公司产品产销情况

		2006年	2007年	2008年	2009年1-6月
中高档白酒	年产能（万吨）	2.60	2.60	2.60	2.60
	产量（万吨）	0.83	1.47	2.17	1.30
	销量（万吨）	0.78	1.40	2.08	1.44
	产销率（%）	94.55	95.21	95.80	110.84
	销售单价（元/公斤）	90.82	94.05	103.88	105.61
	销售毛利率（%）	60.92	61.01	62.74	64.60
	营业收入（亿元）	7.11	13.19	21.60	15.22
普通白酒	年产能（万吨）	6.1	6.1	6.1	6.1
	产量（万吨）	3.88	4.50	6.00	2.62
	销量（万吨）	3.81	4.53	5.24	2.89
	产销率（%）	98.18	100.49	87.36	100.37
	销售单价（元/公斤）	9.05	9.28	9.40	9.24
	销售毛利率（%）	21.26	11.18	8.43	9.42
	营业收入（亿元）	3.45	4.20	4.93	2.67

资料来源：公司招股说明书，中高档白酒包括蓝色经典系列和洋河大曲系列，普通白酒包括洋河普优系列和敦煌古酿系列。

除此之外，公司中高档基酒储存能力、中高档成品酒包装能力也严重不足，不能满足公司发展需要，迫切需要实施技术改造。2008 年末，公司共有42个白酒营销网点，其中江苏市场13个，江苏以外市场29个，营销网点数量比较少，需要进一步拓展营销网点，改进营销管理信息系统。

四、公司首次公开发行股票募集资金用途

公司首次公开发行股票4500万股，发行价格60.00 元/股，预计募集资金总额27亿元，预计募集资金净额25.99亿元。公司承诺本次募集资金投资以下项目：

表5：公司承诺本次募集资金投资项目资金预算（亿元）

序号	项目名称	建设资金	流动资金	合计
1	名优酒酿造技改项目	2.27	0.42	2.69
2	名优酒陈化老熟和包装技改项目	2.44	1.41	3.85
3	白酒酿造副产物循环再利用项目	0.85	0.13	0.98
4	营销网络建设项目	0.34	0.4	0.74
合计		5.9	2.36	8.26

资料来源：公司招股说明书

名优酒酿造技改项目：公司拟在保持基酒产能不变的基础上调整结构，将公司原年产9000吨普通基酒改建为年产约7000吨名优基酒，并新建2000吨名优基酒，合计形成年产9000吨名优基酒产能，以满足公司中高档白酒扩产对名优基酒的需求。项目建设期为两年，第三年投产，第四年达产，达产后每年新增净利润0.79亿元。

名优酒陈化老熟和包装技改项目：公司拟在公司总体包装能力不变的基础上调整结构，将其中1.5万吨普通白酒包装能力调整为1.5万吨中高档白酒包装能力，以适应市场对中高档白酒的需要。对普通白酒陈化老熟、勾兑工艺的关键工序进行技术改造，生产绵柔型中高档白酒。项目建设期为两年，第三年投产，第四年达产，达产后每年新增净利润1.23亿元。

白酒酿造副产物循环再利用项目：公司拟进行技改，实现对水资源以及酿酒过程中容易造成环境污染但富含有益物质的酒糟、黄水和底锅水等副产物的循环再利用。项目建设期为两年，第三年投产，第四年达产，达产后每年新增净利润0.2亿元。

营销网络建设项目：公司拟在江苏以及全国其他市场建立300个营销网点，在公司本部设立营销指挥中心，并以计算机网络连接，从而提高管理水平和市场运作效率。项目建设期为两年。

公司首次公开发行股票预计募集资金净额25.99亿元，扣除上述投资项目资金预算后还剩余17.73亿元。剩余资金预计将主要用于收购江苏双沟酒业股份有限公司股权，实现江苏省两大国家名酒整合上市目的。2009年9月，由于江苏省宿迁市整合境内江苏双沟酒业股份有限公司和江苏洋河酒厂股份有限公司白酒资产上市需要，维维股份将持有的江苏双沟酒业股份有限公司40.6%股权全部转让给宿迁市国丰有资产经营有限公司，获得转让价款3.98亿元。宿迁市国丰有资产经营有限公司暂时持有江苏双沟酒业股份有限公司股权，江苏洋河酒厂股份有限公司将利用发行上市募集的资金收购该股权。

五、公司首次公开发行股票的合理价格区间估计和盈利预测

公司在我国白酒行业经营规模、经营业绩和品牌价值等综合排名中总体处于5-10位，位于贵州茅台、五粮液、山西汾酒和泸州老窖之后，2009年该四公司每股收益预计分别为5.13元、0.74元、0.99元、33.62元和1.11元，10月27日的动态市盈率分别为30.38、31.08、33.62和25.84，平均为30.98倍。因此，2009年公司合理的动态市盈率为30.98倍下浮20%，即24.78倍，对应的合理股价为54元，公司公告发行价格 60.00元/股，发行价格偏高。由于公司募集资金投资项目建设期为两年，2009年和2010

年均不产生利润，而且公司现有产能已经利用到极限，预计2010年公司经营规模和经营业绩增长缓慢。

表 6：洋河股份（002304）盈利预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年预计	2010 年预计
营业总收入(亿元)	10.71	17.62	26.82	35.70	37.50
增长率(%)	-	64.52	52.21	33.11	5.04
归属母公司股东的净利润(亿元)	1.75	3.75	7.43	9.8	10.30
增长率(%)	-	114.29	98.13	31.90	5.10
每股收益-摊薄(元)	0.46	0.93	1.65	2.18	2.30

资料来源：历史数据来源于公司招股说明书

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。