

洋河股份(002304)调研简报

副标题

可选消费/ 食品饮料

推荐

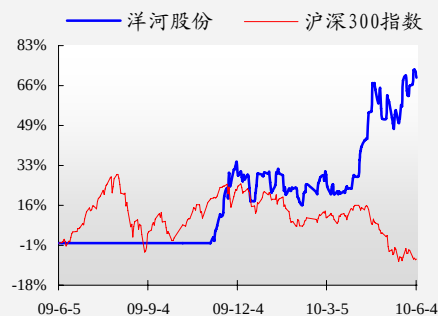
首次评级

发布时间: 2010 年 6 月 7 日

投资要点:

- 洋河股份是一家独特的白酒企业, 公司经营模式创新是公司成功胜出的关键, 公司积极的营销模式有可能打破白酒行业保守的竞争格局。
- 公司在江苏省内市场占有率较高, 保持强势地位, 在省外市场高速增长。由于高端酒占比提高, 公司净利润增长快于收入增长。预计未来三年公司业绩增幅在 50% 以上。
- 公司现金流充裕, 行业整合的空间较大。收购双沟酒业完成了整合苏酒的第一步。
- 未来三年业绩高速增长, 目前公司股价仅是 30 倍 2010 年 PE, 15 倍 2012 年 PE, 安全边际较大, 给予“推荐”评级。

走势图



市场数据 2010-6-4

收盘价:	149.00 元
52 周最高价:	153.88 元
52 周最低价:	87.66 元
平均持仓成本:	139.20 元

基本数据 2010Q1

总股本 (万股):	45,000
流通 A 股 (万股):	45,000
每股收益 (元):	1.60
每股净资产 (元):	12.88
每股经营现金流 (元):	1.86
市净率:	11.57

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	400,205	49.21	125,362	68.71	3.04		49.01	
2008E	690,000	50.00	223,000	70.00	4.95		30.10	
2009E	966,000	40.00	334,500	60.00	7.43		20.05	
2010E								

分析师: 钟大举

执业证书编号: S0550209040099

TEL: (8621)6337 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、营销手段卓越

洋河股份是目前白酒行业增长最为迅猛的企业。公司 2007 年、2008 年、2009 年营业收入为 17.6 亿、26.88 亿、40.02 亿，故属于母公司的净利润为 3.75 亿、7.43 亿、12.54 亿，三年增幅均在 50% 以上。我们观察数据，洋河股份的增长是收入和利润的同步大幅增长，再这么长的时间跨度里，调节报表的可能没有，是一种稳定的高速增长。2008-2009 年度，已上市的白酒企业销售数据普遍不理想，联系当前的宏观经济销售，可以判断中国白酒行业自 2003 年以来的增长出现了拐点，从洋河股份的表现来看，行业的少数企业仍然能保持高速增长。

洋河股份是一家独特的白酒企业，公司经营模式的创新是公司成功胜出的关键。中国白酒行业在 1952 年、1963 年、1979 年举行了 3 次评酒会，评出 4 大名酒，8 大名酒，国内有 10 种白酒入围，洋河大曲在 1979 年被评为 8 大名酒之一。8 大名酒之说对中国白酒行业产生了深远的影响。目前国内知名酒企基本在 8 大范围之内，但这也成了中国白酒行业的围城。中国白酒行业在营销定位上均是讲历史、渊源，品牌定位虽各不相同，但本质一样，就是“高档”。这与时代的发展已经拉开了距离。洋河股份较早的认识到这一点。公司在保留洋河大曲的同时，推出“海之蓝”、“天之蓝”、“梦之蓝”三大系列，不但品牌定位清晰，所有产品都是以蓝色调为标识，令人耳目一新，将现代元素加入保守的白酒行业，这就是洋河股份区别于其他白酒企业的地方。

洋河股份的营销能力较强。公司 70% 的市场在江苏省，有投资者担心走出江苏以后是否有效。通过与公司的沟通得知，公司在河南、山东、安徽都已过亿，证明在当地有较大的市场影响。最近在湖南市场表现也很好，在进入难度很大的浙江市场，增幅超过 100%。公司认为，这些市场和本埠差异虽然很大，但消费者的需求是一致的，再针对区域市场进行适当的调整就可以达到效果。营销体系的评价难以用量化的指标，且涉及到公司的核心商业的机密，我们无法确定的评价，但从公司的收入变化分析，洋河股份的营销是高效的，是白酒行业营销能力最强的公司。

二、快速消费品特征明显

我国白酒行业在 2003 年以前的低潮期，曾经历了连续多年的产量缩减，2004 年以后，行业进入景气期，各企业都很少扩充产能，企业盈利的模式是做好营销，实行“缺口营销”或是“饥饿营销”，逐步提价，产品向高端集中，水井坊就是一个典型的代表。由于这种模式的成功，大部分白酒企业将自己定位成奢侈品企业，和快速消费品企业不同，奢侈品企业的产量增长是要有节制的。

2003-2008 年，中国经济处在黄金上升期，富裕人群的财富急剧增加，这种定位是非常有效的。但 2008 年以后，中国经济格局发生了变化，我们不能简单的用线性思维推算未来 10 年中国富裕人群的收入继续增长。白酒企业必定迎来激烈的竞争和分化。

我们看到，洋河股份有别于行业其他企业。公司收入 90%来自于“蓝色系列”，定位于中高端，定价在 100-300 元之间，10%是普通白酒，整体上公司是面向中高端市场的富裕人群的，但公司的做法并不保守。2009 年，公司的白酒产能约 10 万吨，其中中高档酒 2.6 万吨，公司的募集资金项目将高档基酒产能增加 9000 吨，公司建成了 4000 吨的成品酒全自动化立体仓库，成品酒包装能力为 15 万吨。我们看到，公司的生产和包装物流系统和快速消费品企业的做法一致。

三、成长空间仍然比较大

洋河股份 2009 年度收入 40 亿，同比增长 49.21%，公司在江苏的收入为 29.03 亿，增幅约 46.93%，约占总收入的 75%。

公司目前的收入已比较大，尤其是在江苏市场。江苏人白酒容量约 150 亿元，公司已占江苏市场的 20%，如果未来以 30%的增速发展，三年后的市场份额上升到 50%，在江苏的高速增长将结束。

在江苏以外市场，公司仍有巨大的空间。白酒行业虽是一个高度成熟的行业，但最大的企业市场占有率也只有 5%。公司是以行业整合者的身份来定位企业的发展的。我们预测公司省外市场将以 50%以上的速度增长。

在销量增长的同时，产品结构也在优化。公司蓝色经典系列销售收入均超过 100%，高毛利产品比例上升提高了公司毛利率，以此公司净利润的升幅高于收入增长。

除了内生性增长，公司对外收购兼并的空间也非常大。公司持有现金 52.55 亿，远远超过日常经营的需要。公司以 5.36 亿收购了双沟酒业 40.6%的股权，使江苏省两大巨头完成了合并，结束了两家公司在江苏“龙虎斗”的历史。公司今后还会在其他地方进行收购。

业绩预测，不考虑收购因素，公司未来三年的业绩增长也是很高的。在最新的季报里，公司收入增长 75%，净利润增长 98%，中期预报业绩增长 50-70%。我们预计公司未来三年的净利润增长在 50%以上。

预计公司 2010 年、2011 年、2012 年的收入为 69 亿、96.6 亿、125 亿，净利润为 22.30 亿、33.45 亿、46.83 亿，每股收益为 4.95 元、7.43 元、10.40 元。

四、给予“推荐”评级

洋河股份公司发展战略清晰，业绩增长快速，仅从成长性角度，按 2010 年业绩，应该给予 40 倍市盈率，估值为 198 元。考虑到未来白酒行业增长放慢，竞争加剧，但这也为公司整合收购带来机会。目前公司股价仅是 30 倍 2010 年 PE，15 倍 2012 年 PE，安全边际较大，给予“推荐”评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。