

### 湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：巢枫

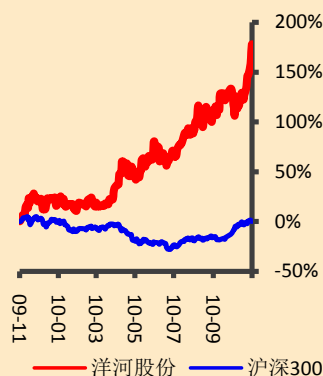
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据 2010/11/11

|              |        |
|--------------|--------|
| 收盘价(元)       | 254.99 |
| 一年内最高价(元)    | 263.50 |
| 一年内最低价(元)    | 91.99  |
| 市净率          | 18.4   |
| 流通 A 股市值(亿元) | 523.2  |

最近一年股价与大盘的涨幅



相关研究报告： 请参见附录

事件：公司股价于昨日盘中达到我们此前第二次上调后的目标价 260 元，收盘回落至 255 元。

点评：

□ 我们上调了公司的目标价至 330 元，维持“买入”评级。但我们认为近期市场将更多关注提价预期强的贵州茅台、五粮液等高端白酒品种，而洋河短期更多的将是震荡缓慢向上的行情，**建议投资者在茅台提价公告后介入洋河，从而享受年报和一季报行情。**这是我们继 4 月 21 日、8 月 19 日之后的第三次上调公司未来 12 个月的目标价。为了更好的说明我们上调目标价的理由，我们特写此深度报告，向投资者更为系统的了解洋河股份。

□ 要想全面了解洋河股份的上涨之谜，就得从**宏观、行业和公司**三个层面逐级展开。**这也是我们区别于同行普遍的判断方式。**

□ 宏观方面：人口红利拐点的出现引发劳动工资上涨超经济增速，从而使消费保持高位，并在二三季度超过投资增速。货币政策转向的预期和地产调控使得消费在十一之前走出历史性上涨行情。

□ 行业方面：我们认为白酒行业未来两年将会出现量价齐升的局面，行业高估值将是一种常态。我们区别于同行将白酒高景气度归结于经济增速的简单判断，率先提出白酒规模企业销量的增速来自对小企业的替代，来自白酒行业集中度的提高；价格方面，高档品牌的价格涨幅必须要保持和收入增速一致，而以中高档品牌为主的洋河则通过提价和产品结构升级两条腿走路，实现吨酒价格提升，吨酒价格实际增幅预计也会接近收入增速。

□ 公司方面：我们指出了洋河公司层面的超越竞争对手的实力和未来的发展方向。在回顾了我们对洋河营销的独家系统性分析（抓住消费者，精准定位）之后，就其中神秘的渠道策略（大厂小商）做了一个相对详细的阐述，以便让投资者进一步了解洋河。此外，我们还进一步从技术角度正面回答了市场一直存在的对洋河基酒的担忧。最后，我们再一次指出洋河成为白酒行业新龙头将不是梦的结论（初步预计需要 4 年左右的时间）。

□ 盈利预测及估值 我们微调了 11 年、12 年的盈利预测，即预计 10-12 年的 EPS 为 4.78 元、7.36 元、10.23 元。**12 个月的目标价上调为 330 元。**维持“买入”评级，**近期更可能为震荡缓慢上升行情，建议重点关注明年的年报行情。**

| 主要财务指标        | 2009    | 2010E   | 2011E    | 2012E    |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 4002.05 | 7663.92 | 11725.80 | 15829.83 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1253.62 | 2149.72 | 3314.10  | 4601.82  |
| 净利润同比(%)      | 68.71%  | 71.48%  | 54.16%   | 38.86%   |
| 每股收益(元)       | 2.79    | 4.78    | 7.36     | 10.23    |
| P/E           | 91.53   | 53.38   | 34.62    | 24.93    |

## 目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 一、白酒行业高景气度是洋河高成长的主要原因之一.....            | 3  |
| 1.1 消费悄然到来，引发消费板块的历史性大行情 .....          | 3  |
| 1.2 白酒行业量价齐升，近两年内应该能够持续 .....           | 3  |
| 二、洋河自身具备的强大竞争优势是公司超出行业增速的主要原因之二.....    | 4  |
| 2.1 洋河的成功在营销创新，股权激励是根本也是未来持续成功的保证 ..... | 4  |
| 2.2 渠道策略不断改进，具备传统经销模式难以匹敌的优势 .....      | 5  |
| 2.3 各区域市场表现只是结果 .....                   | 5  |
| 2.4 基酒问题影响不大 .....                      | 6  |
| 2.5 行业龙头不是梦 .....                       | 7  |
| 三、公司股价已不断实现我们的目标价 .....                 | 7  |
| 四、盈利预测及估值 .....                         | 8  |
| 五、风险提示 .....                            | 9  |
| 附录: .....                               | 10 |
| 重要声明 .....                              | 17 |

## 一、白酒行业高景气度是洋河高成长的主要原因之一

一个高成长的公司大致取决于两方面因素：1、位于一个不错的行业；2、自身具有超越对手的实力。因此，认识洋河，首先要认识消费，认识白酒行业。而这往往是被市场忽略的。

我们在5月股市大幅下跌时，在业内首先认识到了食品行业的巨大行情，并于5月20日发布了行业深度研究报告《经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》，并在5月23日就食品板块现巨大投资机会的核心假设——人口红利拐点展开了详细解读，发布了深度研究报告《食品板块现巨大投资机会——核心假设人口红利拐点的详解》。而在6月29日发布的中期投资策略报告《把握收入分配体制改革和消费升级》中进一步细化我们的行业投资逻辑。

### 1.1 消费悄然到来，引发消费板块的历史性大行情

在市场恐慌下跌之际，我们发布的报告《经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》，其中的三个重要结论得到佐证：1) **核心观点人口红利拐点论，得到了专家的佐证和市场的认同**。但也有质疑，我们在10月25日的报告中就专家们的两个质疑观点做了回应(具体请参见我们的报告《食品板块现巨大投资机会——核心假设人口红利拐点的详解》和《食品行业现巨大投资机会——白酒行业高估值将成为常态》)；2) **消费增速快于投资增速的判断，也得到了统计数据的证实**。今年第三季度消费名义增速超过了投资增速，而消费实际增速则在二季度就已经以微弱优势超过了投资增速；未来，人口红利拐点引发劳动力市场供求变化和工资上涨，经济结构调整和收入分配政策会陆续推出，消费将长期看好。3) **加息是必然的选择，也得到事实的验证**。基于以上三个重要结论，就基本能够解释十一之前的大消费行情，也是理解白酒行业的宏观背景。

### 1.2 白酒行业量价齐升，近两年内应该能够持续

白酒行业销量增速未来两三年内实现20%左右的增速基本能够保证。我们于10月25日发表的报告指出了我们对白酒行业的重要发现，使得业内通常所说的**白酒行业随经济周期的高景气的习惯性说法得到更为合理的解释**。1) 为了预测未来白酒行业的增速，我们探寻了白酒行业产量的历史走势，发现中国97-04年白酒产量的实际增速是上升而不是下降，这是我们关于行业最重要的发现之一，似乎到目前业内还没有人注意到这点。白酒行业和证券分析行业普遍的观点是将97-04年的白酒产量下降归咎于98年的山西假酒事件。然而我们发现，白酒行业产量实际增速上升，而统计数据显示增速下降的原因有五条，其中，国企改革中的“抓大放小”致使进入统计口径的规模企业数据减少可能是其中最关键的原因。2) 我们测算出了白酒行业的真实产销量和

走势，这是我们关于行业的重要发现之二。同时还发现，未来规模白酒企业产量的发展空间在于，收入大幅增长引发消费升级，从而使规模企业逐步完全替代小企业，同时完成行业集中化，从而确保规模白酒企业销量年均增长20%左右。（具体分析请参见我们10月25日的白酒行业报告）

中高档白酒价格将以14%左右的速度上涨。我们发现，高档白酒价格增速与城镇居民年均收入增速基本相同。也就是说高档白酒市场价格与城镇居民收入的比值基本恒定，这是我们重要发现之三。在对居民收入今后年增14%做出判断后，高档白酒市场价格涨价幅度自然是年均14%左右。而中高档（即此前报告中所指的中档白酒）则以“提价”和“产品结构升级”两条腿走路，实际吨酒价格增幅也接近居民收入增幅，其中洋河就是最好的例证。

## 二、洋河自身具备的强大竞争优势是公司超出行业增速的主要原因之二

4月20日公司一季度财报披露时，我们没有点评，因为市场自身会对高增长有很好的反应，我们要做的是让洋河更为全面的被投资者理解。因此我们于第二天发布了报告《男人情怀激荡男人需求》，该报告得到了业内和上市公司管理层的认同。

### 2.1 洋河的成功在营销创新，股权激励是根本也是未来持续成功的保证

洋河的成功在于真正理解需求，抓住需求这一核心，营销的重点从产品转向客户（我们首先提出）。重点营销产品蓝色经典系列，产品诉求为男人的情怀，这完全不同于大多数以产品自身为营销的行业习惯。我们认为男人的情怀的定位针对的是有足够的社会经历或潜在的理想和抱负的社会成功人士、中产阶级、高级蓝领或即将进入这些阶层的人群（在公司投资者见面会上，此观点得到公司董事长的认可）。这些人群的消费能力也就使得蓝色经典系列必然是有品位的高档品牌。因此一句“世界上最宽广的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀”打开优秀男人的心扉的同时，实现了洋河蓝色经典的STP战略。而4P策略整合营销的一致性使得“男人的情怀”通过产品、价格、渠道和传播媒介等促销方式传递给消费者。我们在此不做重复展开论述的工作，感兴趣的投资者可以参见我们的相关报告。

我们是业内首先对洋河的营销体系做系统性分析的，为的是让投资更有道理。目前市场已出现逐步认同我们对洋河营销分析的趋势。男人的情怀激荡男人的旺盛需求，产能扩张和行业收购只是这一营销成功引发旺盛需求的结果性行为。

而较广泛的股权激励是公司过去成功的关键，同时也是未来持续高增长的保

证。（市场对此已有认识，我们也就不再展开）

## 2.2 渠道策略不断改进，具备传统经销模式难以匹敌的优势

我们在《男人情怀激荡男人需求》中提到了公司的渠道策略，提到了“1+1”营销模式，我们后期在和经销商的交流中更加体会到了此种模式的强大进攻力。

由于这种模式涉及到公司内部的核心竞争力，因此不便于展开。我们只就公司的大厂小商模式做一个简单的介绍。公司的经销商层级只是负责一个县或一个地级市的市区，一般人口不太多、容量不太大的县设一个经销商，而人口多或容量大的县则设两个或更多经销商。此外，公司会在主要地级市设立代表处，由业务代表负责与经销商的联系和市场的调研、开拓、监控、信息反馈等，而经销商主要充当物流和资金流的作用，捎带部分的信息流。做洋河的经销商很舒服，差价率不高，但钱赚的也不少。该种模式的好处是，经销商开拓市场时能够迅速得到厂家的支持和帮助，以及费用上的支持；而在市场出现某些问题时，厂家能够迅速得到反馈并采取行动（要大大快于总经销、总代理制的信息反馈速度）。更为重要的是，厂家很容易对经销商实施监控，而一旦发现经销商串货或者代理其他白酒等暗地里行为，立马撤销其经销权，由于只涉及一个县，因此对公司的销售任务影响不大，但对经销商则是损失巨大，因此洋河对经销商具有强大的控制力。

我们之前和洋河经销商的交流发现，洋河的经销商有一种非常大的成就感。有省外经销商表示，代理洋河的产品非常容易，今年翻倍肯定没有问题。而且经销商投资洋河的股票似乎也不是少数。

## 2.3 各区域市场表现只是结果

公司今年的销售目标是10个省市销售额超亿元，同时将去年达到1亿元的地区快速向3亿元转变。我们认为这对于理解洋河帮助意义不大，因为在行业景气度高，公司竞争力强于对手的情况下，所谓的各个省份市场的已有表现只是结果而已。

我们相信市场也绝不会说依赖公司的目标而投资公司。历史上具有宏伟目标而未能实现的公司也不在少数，在我们的报告中很少谈及公司的目标是什么，而更多的是关注公司未来能够实现怎样的增长。一句话，在目前公司超亿元的省外市场，明年增速翻倍对具备强大竞争优势的洋河来说是很容易的事情，理由是一个中等以上省份的白酒市场容量基本在50亿元以上，有的可能会高达150-200亿元（数据来自白酒行业资深咨询师）。因此，洋河省外的市场增速明年维持在100%左右（不考虑双钩并表因素，但考虑提价因素），问题应该不大。省内市场预计维持20%左右的保守增速（含提价因素）是可以实现的，再结合公司省内外销售比例（预计省外占比今年在30%-35%），我们大致就可以预测公司未来的收入增速。在此就不再详细展开。

## 2.4 基酒问题影响不大

市场在洋河高速增长的同时一直对公司的基酒供应能力产生怀疑，并以公司年报的披露为据：公司曾分别向五粮液集团下属两个子公司支付了两笔预付款，总额高达近 6000 万元。

只要公司向五粮液集团购买的不是高端的五粮液基酒，那么公司未来的基酒供应就基本没有问题。我们知道五粮液生产的基酒中只有很少的部分是可以作为五粮液的，优质基酒五粮液是五粮液品牌的价值所在。我们有理由相信，五粮液公司应该不会将最好的五粮液基酒卖给洋河，因此洋河董事长杨廷栋的话也就基本没有可以值得怀疑的地方：“洋河大量中低档酒确实需要从外面拾遗补缺，但洋河主导品牌是靠自己的原酒保证的。”

其实，我们在《男人情怀激荡男人需求》中指出，我们曾请教了白酒专家，提出双钩酒业的优质基酒能否作为洋河高档产品的基酒时，得到的答案是没有问题。也就是说洋河收购双钩之后，如果自身基酒短期内难以供应市场，那么双钩的基酒是可以大量保证洋河发展的。当然，洋河方面收购双钩不是为了双钩的基酒，而是更高层面的考虑。我们这里指出这种可能是想解除市场的担忧。

再者，我们与白酒专家教授的沟通发现，现在的白酒技术生产一般优质白酒，采用**人工窖泥的方法三个月就能实现**。也就是说在厂房建设等配套措施完成后，大规模基酒的扩产是可以在短期内实现的。而这是市场没有考虑到的，市场的一般理解是窖池越老越好，此话有道理，但也不完全对。窖池自然进化的方法一般确实需要很多年，然而对于浓香型白酒来说，1975 年**己酸乙酯从窖泥中分离出来，破解了浓香型白酒的老窖之谜**，就已经解决了人工窖泥的问题，也就有了企业开始大量培养人工窖泥，浓香型白酒大量生产，从而超越了清香型白酒。（这是证券市场似乎没有能够正面回答洋河基酒问题的关键所在，因此，**我们是首家正面回答了洋河的基酒问题**。市场强调的是洋河一直在扩产，但基酒问题的关键不是洋河扩产多少，而是新的窖池是否能生产出优质白酒，三个月即能实现的回答则应该能消除市场疑惑）。

我们在 5 月 11 日报告《酒业投资和金融投资续绘宏伟战略展开图》就已经指出洋河的产能扩展基本是基于“YH-LC1 窖泥高效功能菌”和“新窖老熟新技术”两项技术，从而使迅速扩张的新产能生产出优级酒。

公司今年 5 月 11 日公告的投资项目《关于建设名优酒酿造技改二期工程的议案》、《关于建设 10 万吨名优酒陈化老熟技术改造项目的议案》，则为公司未来的发展提供保证。该名优酒酿造技改二期完成之后将**新增 2 万吨名优酒的生产能力（其中，优级基酒 1.2 万吨，普优级基酒 0.8 万吨）**，历时 2 年左右，预计到 2012 年 1 月投产。**公司公告是 2012 年 1 月投产，但部分窖池和厂房完全可以提前投产**，从 5 月至今已过去半年，相信 11 年公司部分窖池实现基酒生产是有可能的。退一万步讲，如果新建扩产项目无法供应 11 年的洋河新增需求，双钩的基酒也能够保证市场供应（**公司方面不是太同意我们**

一再说双钩基酒可以供应洋河的说法，但这也是彻底解决市场对洋河基酒问题质疑的有效回应之一。)

## 2.5 行业龙头不是梦

当洋河收购双钩，当我们系统性的分析洋河的营销之后，结合我们对消费和白酒行业的分析，我们率先给出了《实力和机会共振 未来白酒业的新龙头》的判断，并后续指出《整合若成功，行业新龙头将不是梦》。

我们首先提出**重点关注整合**。我们早在3月12日的报告《资产收购加速规模效应，业务整合是关键》就指出了**收购双钩给洋河带来的贡献还得看整合效果**；并在5月28日的报告《现有整合进程顺利，未来发展充满想象》中指出，**如果真的全面完成对双钩的整合，那么那时的洋河将不再是现在的洋河，而是以行业整合者的姿态出现，行业龙头指日可待**，所以关键还是看其对双钩的整合。因此，我们在中报《股价基本反映基本面，重点关注整合》中，在公司业绩超市场预期但低于我们的预期的情况下，上调了公司的目标价至260元，但同时指出了短期内整合或是一种忧虑所在，毕竟2季度双钩的业绩大致在230万元左右，对上市公司的业绩贡献在90万元左右。同时，我们也提出了给公司更多的整合时间。而后来的调研发现了整合效应需要2-3年后才能显现，而短期需完成文化的整合，尤其是**经销模式的整合**。让双钩的经销商接受洋河的大厂小商模式，短期内难免对双钩销量构成影响，但很快将会得益于洋河的渠道和模式。我们从洋河对双钩公司珍宝坊品牌的营销中已经看出端倪，双钩未来的业绩开拓值得期待。

首先提出**行业新龙头的提法，目前已得到市场的讨论和部分分析师的认可**。我们早在5月23日就发表了报告《实力与机会共振 未来白酒业的新龙头》，报告主要从外部因素（在消费时代到来时国内中高档酒市场将逐步扩大和成熟）和内部因素（洋河所具备内部营销和管理实力）两大角度阐述洋河公司存在的巨大发展机会和洋河股票的投资机会。**行业新龙头的说法也就意味着颠覆和超越，颠覆来自于洋河自身对行业传统认识的打破和创新，超越来自新市场（中高档酒市场）切入从而实现超越对手**，最后我们看到的**市值超越只是结果而已**。

## 三、公司股价已不断实现我们的目标价

我们原本于3月5日的年报点评中就强烈推荐洋河，并给出了目标价150元，似乎是当时市场最高的目标价格（也有同行对我们的目标价持怀疑态度），但该报告由于某种原因而没有外发；

随后于3月12日对公司意向收购双钩的公告进行了事件点评（附录了年报点评），维持目标价150元，并认为，收购双钩后，洋河股价上涨空间还有5%-10%。

随着公司年度股东大会的召开，大家逐步认识洋河，股价也一路走高，于4月

22日创出了历史新高152.88元，但此时我们已于4月21日第一次上调了目标价至230元，当时也应该是市场最高的目标价。

我们在5月底，洋河公司召开的投资者见面会时，和投资者说：“我们非常看好洋河，如果我们说目标价是230元，也许没有人相信。”当时公司方面领导和一些投资者确实对我们的观点有些怀疑。但我们说出这样的话，凭借的是我们于4月21日的洋河深度研究报告《男人情怀激荡男人需求》，更为重要的是我们在当时股市迷茫时已经看出了行业存在的巨大投资机会，分别于5月20日发表了《经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》，5月23日发表了《食品板块现巨大投资机会，核心假设人口红利拐点的详解》，并同时给出了有关洋河《实力与机会共振，未来白酒业的新龙头的》率先判断。远远领先于市场。其后，我们在不同场合一直在向投资者推荐洋河，并陆续发出了有关报告，并在中期策略中提示关注洋河的中报行情。

当8月19日中报公布时，我们发表了《股价基本反映基本面，重点关注整合》，报告第二次上调目标价至260元，但指出了整合双钩的问题，并指出短期股价基本合理的判断，公司股价的走势横盘一个多月，而在这期间贵州茅台、五粮液等却是一路上涨。

随后，我们于9月底调研公司，发表了报告《整合若成功，行业新龙头将不是梦》解答了市场所关心的整合问题。而10月14日的报告《意料之中的提价有助于稳定市场信心》则指出公司提价让市场进一步提升对公司的信心，但我们基于减持压力的存在，仍然指出短期内上涨动力不足。但我们在10月25日的白酒行业行业深度报告对白酒行业有了更为科学深入的认识，对白酒行业的量价齐升做了较为深入的分析，并指出洋河也是我们重点推荐的公司之一。

而后进入11月份，公司股价出现连续上攻行情，这其中主要是因为市场对洋河有了更为深入的了解和认识，因为在白酒行业未来景气度得到确认的情况下，洋河在白酒业内强大的竞争优势使得公司未来的高成长成为可能。而恰好是这种高成长使得公司减持压力相对减小，因而出现大幅上涨自然是情理之中。

#### 四、盈利预测及估值

我们在10月25日形成了对白酒行业更为深入的系统性研究之后，对洋河的估值进行适当调整。维持10年EPS4.78元的预测，调整11、12年的盈利预测至7.36元、10.23元。基于洋河12个月后即11年45倍的市盈率较为合理，对应的相对估值在331元。而DCF估值在299.8元，考虑到DCF估值中实际预测增长年限我们只取了5年，永续增长率定为3%，DCF估值略显保守，因此，我们认为相对估值可能较为合理，即我们决定，第三次上调洋河股份未来12个月目标价至330元。但我们认为公司目前的估值水平较高，而在高

档白酒提价来临之际，资金可能更为倾向贵州茅台和五粮液（我们近期大力推荐的两支个股），洋河短期会存在震荡缓慢向上行情，未来上涨的时点可能在于年报或季报披露期前后（业绩超市场预期一致预期）。

股价催化剂：公司未来新的战略性扩张公告、公司明年初对部分产品的提价（目前经销商方面似乎已有这方面的信息）

## 五、风险提示

我们认为一旦美国失业状况好转引发通胀或者定量宽松带来的大宗商品涨价引发美国国内通胀，美联储选择加息，从而刺破中国的资产泡沫，到时可能会影响经济增速和收入增速，从而对股价造成影响。但从目前的情况来看，这种可能性似乎也不是太大，只要控制住中国当前的房价，收入的上涨将会逐步减小房产市场上的泡沫。

| 主要财务指标        | 2009    | 2010E   | 2011E    | 2012E    |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 4002.05 | 7663.92 | 11725.80 | 15829.83 |
| 收入同比(%)       | 49.21%  | 91.50%  | 53.00%   | 35.00%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1253.62 | 2149.72 | 3314.10  | 4601.82  |
| 净利润同比(%)      | 68.71%  | 71.48%  | 54.16%   | 38.86%   |
| 毛利率(%)        | 58.47%  | 56.00%  | 57.00%   | 58.00%   |
| 每股收益(元)       | 2.79    | 4.78    | 7.36     | 10.23    |
| P/E           | 75.02   | 43.75   | 28.38    | 20.44    |
| P/B           | 18.53   | 13.70   | 9.86     | 7.16     |
| EV/EBITDA     | 53.34   | 31.20   | 19.46    | 14.07    |

## 附录：

### 相关研究报告：

《资产收购加速规模效应，业务整合是关键》 2010/03/12  
《男人情怀激荡男人需求》 2010/04/21  
《酒业投资和金融投资续绘宏伟战略展开图》 2010/05/11  
《经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》 2010/05/20  
《食品板块现巨大投资机会-核心假设人口红利拐点的详解》 2010/05/23  
《机会和实力共振，未来白酒业的新龙头》 2010/05/23  
《现有整合进展顺利，未来发展充满想象》 2010/05/28  
《把握收入分配体制改革和消费升级》 2010/06/29  
《股价基本反映基本面，重点关注整合》 2010/08/20  
《整合若成功，行业新龙头将不是梦》 2010/09/28  
《食品板块现巨大投资机会，白酒板块高估值将成为常态》 2010/10/25  
《业绩维持高增长，提升双沟进日程》 2010/10/27

表 1 2010 年第三季度业绩同比增 48.5%，环比略有放缓，考虑去年低基数效应后，环比基本持平

|                   | 4Q09    | 1Q10    | 2Q10    | 3Q10    | 4Q09 同比 | 1Q10 同比 | 2Q10 同比 | 3Q10 同比 |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业总收入           | 1109.81 | 1933.43 | 1553.67 | 2067.20 | 75.10%  | 75.40%  | 121.23% | 90.06%  |
| 二、营业总成本           | 646.50  | 971.48  | 1080.53 | 1397.83 | 62.11%  | 56.20%  | 165.25% | 111.38% |
| 营业成本              | 341.16  | 771.55  | 702.73  | 1012.01 | 21.14%  | 51.04%  | 150.51% | 91.04%  |
| 营业税金及附加           | 10.92   | 21.65   | 14.19   | 29.66   | 124.29% | 62.70%  | 78.62%  | 206.18% |
| 销售费用              | 216.30  | 120.57  | 252.50  | 244.81  | 229.84% | 111.68% | 217.35% | 367.62% |
| 管理费用              | 86.80   | 62.24   | 128.31  | 115.90  | 55.34%  | 42.69%  | 202.02% | 58.58%  |
| 财务费用              | -9.53   | -4.04   | -14.26  | -4.70   | 13.82%  | 29.49%  | 282.38% | 9.99%   |
| 资产减值损失            | 0.86    | -0.49   | -2.94   | 0.15    |         |         |         |         |
| 三、其他经营收益          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |         |         |         |         |
| 公允价值变动净收益         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |         |         |         |         |
| 投资净收益             | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |         |         |         |         |
| 四、营业利润            | 463.30  | 961.95  | 473.14  | 669.37  | 97.17%  | 100.27% | 60.03%  | 56.98%  |
| 加：营业外收入           | 9.22    | 1.57    | 6.10    | 10.35   |         |         |         |         |
| 减：营业外支出           | 4.88    | 0.55    | 11.41   | 3.20    |         |         |         |         |
| 五、利润总额            | 467.65  | 962.97  | 467.82  | 676.53  | 97.11%  | 98.88%  | 55.75%  | 60.66%  |
| 减：所得税             | 117.86  | 241.56  | 120.66  | 169.77  | 93.99%  | 99.51%  | 60.61%  | 60.71%  |
| 六、净利润             | 349.79  | 721.41  | 347.16  | 506.76  | 98.19%  | 98.67%  | 54.12%  | 60.64%  |
| 减：少数股东损益          | -0.01   | -0.03   | 1.38    | 38.32   |         |         |         |         |
| 归属于母公司所有者的净利润     | 349.80  | 721.45  | 345.79  | 468.44  | 98.19%  | 98.68%  | 53.51%  | 48.50%  |
| 每股收益              | 0.78    | 1.60    | 0.77    | 1.04    | 98.19%  | 98.68%  | 53.51%  | 48.50%  |
| 以上同比为相对数，以下同比为绝对数 |         |         |         |         |         |         |         |         |
|                   | 4Q09    | 1Q10    | 2Q10    | 3Q10    | 4Q09 同比 | 1Q10 同比 | 2Q10 同比 | 3Q10 同比 |
| 毛利率               | 69.26%  | 60.09%  | 54.77%  | 51.04%  | 13.69%  | 6.44%   | -5.29%  | -0.25%  |
| 营业税金及附加率          | 0.98%   | 1.12%   | 0.91%   | 1.43%   | 0.22%   | -0.09%  | -0.22%  | 0.54%   |
| 营业费用率             | 19.49%  | 6.24%   | 16.25%  | 11.84%  | 9.14%   | 1.07%   | 4.92%   | 7.03%   |
| 管理费用率             | 7.82%   | 3.22%   | 8.26%   | 5.61%   | -0.99%  | -0.74%  | 2.21%   | -1.11%  |
| 财务费用率             | -0.86%  | -0.21%  | -0.92%  | -0.23%  | 0.46%   | 0.07%   | -0.39%  | 0.17%   |
| 三项费用率             | 26.45%  | 9.25%   | 23.59%  | 17.22%  | 8.61%   | 0.40%   | 6.74%   | 6.08%   |
| 利润率               | 42.14%  | 49.81%  | 30.11%  | 32.73%  | 4.71%   | 5.88%   | -12.66% | -5.99%  |
| 实际所得税率            | 25.20%  | 25.08%  | 25.79%  | 25.09%  | -0.41%  | 0.08%   | 0.78%   | 0.01%   |
| 净利润率              | 31.52%  | 37.31%  | 22.34%  | 24.51%  | 3.67%   | 4.37%   | -9.73%  | -4.49%  |
| 归属母公司净利润率         | 31.52%  | 37.31%  | 22.26%  | 22.66%  | 3.67%   | 4.37%   | -9.82%  | -6.34%  |

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 22010 年三季度累计收入增长 92%，但净利润同比增长仅 70%，此乃归因于双钩的并表降低毛利率所致

|                 | 1H09    | 1-3Q09  | 1H10    | 1-3Q10  | 1-3Q09 同比 | 1H10 同比 | 1-3Q10 同比 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| 一、营业总收入         | 1804.56 | 2892.24 | 3487.10 | 5554.30 | 41.20%    | 93.24%  | 92.04%    |
| 二、营业总成本         | 1029.30 | 1690.60 | 2052.01 | 3449.84 | 31.54%    | 99.36%  | 104.06%   |
| 营业成本            | 791.36  | 1321.09 | 1474.29 | 2486.30 | 32.58%    | 86.30%  | 88.20%    |
| 营业税金及附加         | 21.25   | 30.94   | 35.84   | 65.50   | 42.36%    | 68.65%  | 111.71%   |
| 销售费用            | 136.53  | 188.88  | 373.07  | 617.88  | 17.31%    | 173.26% | 227.13%   |
| 管理费用            | 86.10   | 159.18  | 190.54  | 306.44  | 39.82%    | 121.31% | 92.51%    |
| 财务费用            | -6.85   | -11.12  | -18.30  | -23.00  | 29.61%    | 167.14% | 106.80%   |
| 资产减值损失          | 0.92    | 1.64    | -3.43   | -3.28   |           |         |           |
| 三、其他经营收益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |           |         |           |
| 公允价值变动净收益       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |           |         |           |
| 投资净收益           | 0.73    | 0.75    | 0.00    | 0.00    |           |         |           |
| 四、营业利润          | 775.99  | 1202.38 | 1435.09 | 2104.46 | 57.51%    | 84.94%  | 75.02%    |
| 加：营业外收入         | 10.49   | 11.64   | 7.67    | 18.02   |           |         |           |
| 减：营业外支出         | 1.91    | 8.37    | 11.97   | 15.16   |           |         |           |
| 五、利润总额          | 784.56  | 1205.66 | 1430.79 | 2107.33 | 59.57%    | 82.37%  | 74.79%    |
| 减：所得税           | 196.20  | 301.84  | 362.22  | 531.99  | 59.68%    | 84.62%  | 76.25%    |
| 六、净利润           | 588.36  | 903.82  | 1068.58 | 1575.34 | 59.53%    | 81.62%  | 74.30%    |
| 减：少数股东损益        | 0.00    | 0.00    | 1.34    | 39.66   |           |         |           |
| 归属于母公司所有者的净利润   | 588.36  | 903.82  | 1067.23 | 1535.68 | 59.53%    | 81.39%  | 69.91%    |
| 每股收益            | 1.31    | 2.01    | 2.37    | 3.41    | 59.53%    | 81.39%  | 69.91%    |
| 以上同比为相对数，以下为绝对数 |         |         |         |         |           |         |           |
|                 | 1H09    | 1-3Q09  | 1H10    | 1-3Q10  | 1-3Q09 同比 | 1H10 同比 | 1-3Q10 同比 |
| 毛利率             | 56.15%  | 54.32%  | 57.72%  | 55.24%  | 2.97%     | 1.57%   | 0.91%     |
| 营业税金及附加率        | 1.18%   | 1.07%   | 1.03%   | 1.18%   | 0.01%     | -0.15%  | 0.11%     |
| 营业费用率           | 7.57%   | 6.53%   | 10.70%  | 11.12%  | -1.33%    | 3.13%   | 4.59%     |
| 管理费用率           | 4.77%   | 5.50%   | 5.46%   | 5.52%   | -0.05%    | 0.69%   | 0.01%     |
| 财务费用率           | -0.38%  | -0.38%  | -0.52%  | -0.41%  | 0.03%     | -0.15%  | -0.03%    |
| 三项费用率           | 11.96%  | 11.65%  | 15.64%  | 16.23%  | -1.35%    | 3.68%   | 4.58%     |
| 利润率             | 43.48%  | 41.69%  | 41.03%  | 37.94%  | 4.80%     | -2.45%  | -3.75%    |
| 实际所得税率          | 25.01%  | 25.03%  | 25.32%  | 25.24%  | 0.02%     | 0.31%   | 0.21%     |
| 净利率             | 32.60%  | 31.25%  | 30.64%  | 28.36%  | 3.59%     | -1.96%  | -2.89%    |
| 归属母公司净利率        | 32.60%  | 31.25%  | 30.61%  | 27.65%  | 3.59%     | -2.00%  | -3.60%    |

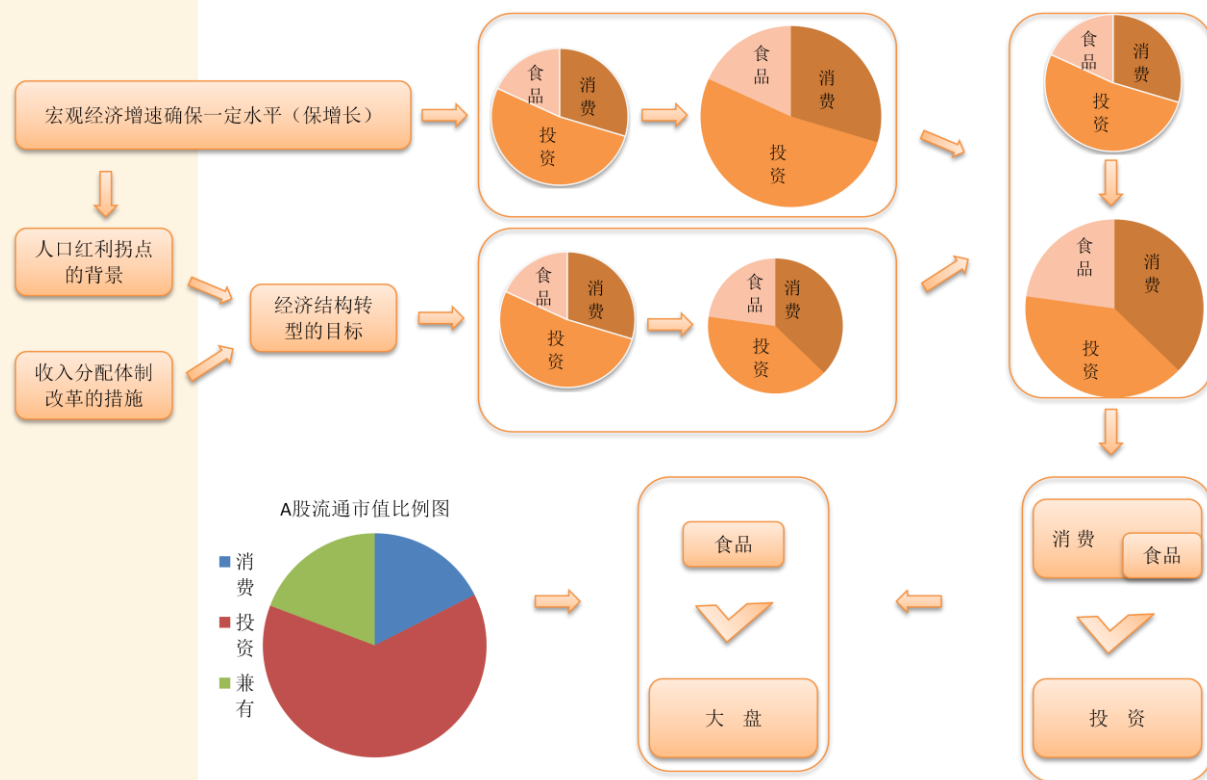
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 公司产品结构继续呈中高端化，市场结构向省外积极拓展

|       |  | 2009 年     |          | 2010 年上半年  |          |
|-------|--|------------|----------|------------|----------|
|       |  | 营业收入       | 毛利率      | 营业收入       | 毛利率      |
| 中高档白酒 |  | 337,843.06 | 66.86%   | 303,279.28 | 65.61%   |
| 普通白酒  |  | 57,145.12  | 12.79%   | 42,886.28  | 4.09%    |
| 合计    |  | 394,988.18 | 59.04%   | 346,165.56 | 57.99%   |
|       |  | 营业收入同比     | 毛利率同比    | 营业收入同比     | 毛利率同比    |
|       |  |            |          |            |          |
| 中高档白酒 |  | 56.38%     | 4.12%    | 99.22%     | 1.01%    |
| 普通白酒  |  | 16.01%     | 4.36%    | 60.67%     | -5.33%   |
| 合计    |  | 48.88%     | 6.38%    | 93.47%     | 1.62%    |
|       |  | 2009 年     |          | 2010 年上半年  |          |
|       |  | 营业收入       | 营业收入同比增长 | 营业收入       | 营业收入同比增长 |
| 省内    |  | 290,317.57 | 46.93%   | 234,810.48 | 77.79%   |
| 省外    |  | 104,670.61 | 54.60%   | 111,355.08 | 137.67%  |
| 省外占比  |  | 26.50%     |          | 32.17%     |          |

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1 人口红利拐点、收入分配体制改革以及资本市场投资品占比较大三大因素致使食品行业好于大盘



注：本图中食品占消费的数据以 38%衡量，仅作为参考；此外，食品是消费的一部分，图中的消费是除食品之外的消费；其三，经济结构调整中投资比重的目标值为 40%，仅作为参考。该图具体逻辑请参见我们 6 月 21 日的中期投资策略报告《把握收入分配体制改革和消费升级》

资料来源：湘财证券研究所

**表 4 预测资产负债表和利润表**

| 资产负债表     |      | 单位:百万元 |       |       |           | 利润表     |        | 单位:百万元  |         |  |  |
|-----------|------|--------|-------|-------|-----------|---------|--------|---------|---------|--|--|
| 会计年度      | 2009 | 2010E  | 2011E | 2012E | 会计年度      | 2009    | 2010E  | 2011E   | 2012E   |  |  |
| 流动资产      | 5778 | 6317   | 9512  | 13344 | 营业收入      | 4002    | 7664   | 11726   | 15830   |  |  |
| 现金        | 4676 | 4302   | 6463  | 9293  | 营业成本      | 1662    | 3372   | 5042    | 6649    |  |  |
| 应收账款      | 27   | 31     | 49    | 69    | 营业税金及附加   | 42      | 92     | 135     | 182     |  |  |
| 其他应收款     | 16   | 27     | 43    | 58    | 营业费用      | 405     | 958    | 1419    | 1915    |  |  |
| 预付账款      | 140  | 218    | 359   | 459   | 管理费用      | 246     | 445    | 621     | 839     |  |  |
| 存货        | 914  | 1718   | 2576  | 3433  | 财务费用      | -21     | -186   | -223    | -326    |  |  |
| 其他流动资产    | 5    | 20     | 22    | 32    | 资产减值损失    | 2       | 1      | 1       | 2       |  |  |
| 非流动资产     | 713  | 2286   | 2482  | 2983  | 公允价值变动收益  | 0       | 0      | 0       | 0       |  |  |
| 长期投资      | 7    | 370    | 370   | 370   | 投资净收益     | 1       | 1      | 1       | 1       |  |  |
| 固定资产      | 493  | 835    | 1089  | 1597  | 营业利润      | 1666    | 2983   | 4731    | 6570    |  |  |
| 无形资产      | 136  | 711    | 678   | 645   | 营业外收入     | 21      | 20     | 18      | 19      |  |  |
| 其他非流动资产   | 76   | 370    | 345   | 371   | 营业外支出     | 13      | 17     | 15      | 15      |  |  |
| 资产总计      | 6491 | 8603   | 11994 | 16327 | 利润总额      | 1673    | 2986   | 4734    | 6574    |  |  |
| 流动负债      | 1261 | 1423   | 1929  | 2345  | 所得税       | 420     | 746    | 1184    | 1644    |  |  |
| 短期借款      | 0    | 0      | 0     | 0     | 净利润       | 1254    | 2239   | 3551    | 4931    |  |  |
| 应付账款      | 168  | 320    | 489   | 640   | 少数股东损益    | 0       | 90     | 237     | 329     |  |  |
| 其他流动负债    | 1093 | 1104   | 1440  | 1706  | 归属母公司净利润  | 1254    | 2150   | 3314    | 4602    |  |  |
| 非流动负债     | 151  | 222    | 201   | 181   | EBITDA    | 1675    | 2864   | 4593    | 6350    |  |  |
| 长期借款      | 0    | 0      | 0     | 0     | EPS (元)   | 2.79    | 4.78   | 7.36    | 10.23   |  |  |
| 其他非流动负债   | 150  | 221    | 201   | 181   | 获利能力      |         |        |         |         |  |  |
| 负债合计      | 1412 | 1645   | 2130  | 2527  | 毛利率(%)    | 58.47%  | 56.00% | 57.00%  | 58.00%  |  |  |
| 少数股东权益    | 4    | 94     | 330   | 659   | ROE(%)    | 24.70%  | 31.32% | 34.76%  | 35.02%  |  |  |
| 股本        | 450  | 450    | 450   | 450   | ROIC(%)   | 326.47% | 92.15% | 111.88% | 114.19% |  |  |
| 资本公积      | 2556 | 2556   | 2556  | 2556  | 估值比率      |         |        |         |         |  |  |
| 留存收益      | 2068 | 3858   | 6527  | 10135 | P/E       | 91.53   | 53.38  | 34.62   | 24.93   |  |  |
| 归属母公司股东权益 | 5075 | 6865   | 9534  | 13141 | P/B       | 22.61   | 16.72  | 12.04   | 8.73    |  |  |
| 负债和股东权益   | 6491 | 8603   | 11994 | 16327 | EV/EBITDA | 65.69   | 38.43  | 23.96   | 17.33   |  |  |

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5 DCF 估值相关参数

|                    |        |
|--------------------|--------|
| 贝塔值 ( $\beta$ )    | 0.72   |
| 无风险利率 (%)          | 2.50%  |
| 市场的预期收益率 (%)       | 10.00% |
| 股权资本成本 ( $K_e$ )   | 7.92%  |
| 债务成本 $K_d$ (%)     | 3.75%  |
| 债务比率 $D/(D+E)$ (%) | 0.00%  |
| WACC               | 7.92%  |

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 6 DCF 估值敏感性分析

| WACC (%) | 永续增长率  |        |         |         |          |         |
|----------|--------|--------|---------|---------|----------|---------|
|          | 0.00%  | 1.00%  | 2.00%   | 3.00%   | 4.00%    | 5.00%   |
| 2.92%    | 494.22 | 732.71 | 1489.95 | #####   | -1200.43 | -605.92 |
| 3.92%    | 363.74 | 476.11 | 705.55  | 1434.05 | #####    | #####   |
| 4.92%    | 286.52 | 350.69 | 458.83  | 679.65  | 1380.78  | #####   |
| 5.92%    | 235.55 | 276.46 | 338.25  | 442.36  | 654.96   | 1329.98 |
| 6.92%    | 199.45 | 227.46 | 266.86  | 326.37  | 426.64   | 631.40  |
| 7.92%    | 172.58 | 192.75 | 219.74  | 257.70  | 315.03   | 411.64  |
| 8.92%    | 151.83 | 166.91 | 186.35  | 212.36  | 248.95   | 304.21  |
| 9.92%    | 135.34 | 146.95 | 161.49  | 180.24  | 205.31   | 240.59  |
| 10.92%   | 121.94 | 131.09 | 142.29  | 156.31  | 174.39   | 198.58  |
| 11.92%   | 110.86 | 118.20 | 127.02  | 137.83  | 151.36   | 168.80  |
| 12.92%   | 101.54 | 107.53 | 114.62  | 123.13  | 133.56   | 146.61  |
| 13.92%   | 93.61  | 98.57  | 104.35  | 111.19  | 119.41   | 129.47  |

资料来源：湘财证券研究所

#### 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；  
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
市场比较基准为沪深 300 指数。

#### 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。