

洋河股份 (002304)

体制优势助力洋河明年全国化扩张

——洋河股份调研报告

	胡春霞	张楷滢
	021-38676186	021-38674752
	huchunxia@gtjas.com	zhangkaixi008735@gtjas.com
	S0880208060347	S0880110090037

本报告导读:

推进与双沟整合,省内竞争趋缓,产品结构将继续上移;明年是全国化第一年,老酒企渠道变革后在中档酒市场再发力也需要一个过程,洋河1-2年内高成长仍将维持。

投资要点:

- 我们预计白酒行业在未来1-2年之内仍将保持较快增速,二线白酒企业在优势销售区域达到一定的市场占有率之前,仍将保持较快增长。
- 业内领先的体制优势、清晰的产品结构、创新的营销模式成就了洋河过去几年的快速发展:公司04-09年收入CAGR为57%,净利润CAGR为144%;今年继续推进产品结构上移,省内主推梦之蓝实现了200%的增速,省外主推天之蓝实现了100%的增速。
- 组织架构清晰,以苏酒实业为销售平台:公司下设洋河酒业、双沟酒业两个生产平台,设立苏酒实业这一销售平台整合两家渠道资源。省内销售已完全整合进苏酒实业,省外渠道未来也将实现整合共享。
- 省内竞争趋缓,省外空间仍很大:省内已实现渠道下沉到县一级,与双沟整合完成后,省内竞争趋缓将把利润率上升;公司目前在全国75%的地级市和35%的县里设立了销售网点,其余地方完全空白,明年将推行“全国化”扫盲,市场空间仍然很大。
- 核心观点:公司目前现金充裕,存在继续收购以解决基酒供应问题的可能;深度分销正被同行模仿,但考虑到老白酒企业渠道变革后在中档酒市场再次发力需要一个过程,洋河体制优势将保证对终端的把控策略更为激进,因此我们预计洋河未来1-2年的高速增长仍将维持。
- 我们预测公司2010-2012年Eps分别为4.94、7.45、10.09元,2010-2012年净利润复合增长率达到43%,公司逐点逐片精耕细作开发市场也将保证收入增长的波动更小、确定性更强,给予公司2011年40倍的估值,上调一年内目标价至300元,给予增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,682	4,002	7,819	11,911	15,830
(+/-)%	52%	49%	95%	52%	33%
经营利润 (EBIT)	981	1,647	3,018	4,748	6,588
(+/-)%	67%	68%	83%	57%	39%
净利润	743	1,254	2,223	3,354	4,539
(+/-)%	98%	69%	77%	51%	35%
每股净收益 (元)	1.83	2.79	4.94	7.45	10.09
每股股利 (元)	0.00	0.80	1.48	2.24	3.03

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	36.6%	41.1%	38.6%	39.9%	41.6%
净资产收益率 (%)	53.7%	24.7%	33.5%	37.4%	37.3%
投入资本回报率 (%)	53.1%	24.3%	33.7%	38.2%	38.1%
EV/EBITDA	96.2	61.9	33.6	20.8	14.6
市盈率	131.3	86.5	48.8	32.3	23.9
股息率 (%)	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%	1.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **300.00**

上次预测: 248.00

当前价格: 240.97

2010.12.16

交易数据

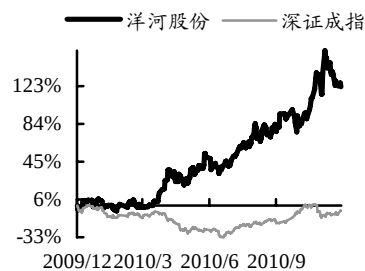
52周内股价区间 (元)	100.20-283.
总市值 (百万元)	108,437
总股本/流通A股 (百万股)	450/205
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	46%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	196

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,250
每股净资产	13.89
市净率	17.3
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.81	1.60
Q2	0.50	0.77
Q3	0.70	1.04
Q4	0.78	1.53
全年	2.79	4.94

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	23%	124%
相对指数	-5%	11%	130%

相关报告

《洋河股份公司2010-11-18调研提纲》	2010.11.15
《业绩延续高增长 销售投入力度大》	2010.10.27
《业绩高增长有望继续保持》	2010.04.20
《业绩高增长将带来高回报》	2010.04.12
《蓝色经典开拓市场蓝海》	2010.03.31

模型更新时间: 2010.12.16

股票研究

必需消费
食品饮料

洋河股份 (002304)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 300.00

上次预测: 248.00

当前价格: 240.97

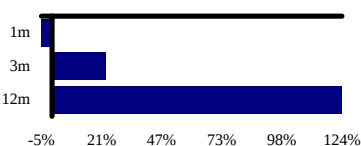
公司网址

www.chinayanghe.com

公司简介

公司是国有大型酿酒企业,公司主导产品洋河大曲已有 500 多年的历史,早在明清时代就享有盛名。洋河大曲属浓香型大曲酒,以优质高粱为原料,以小麦、大麦、豌豆制成的高温火曲为发酵剂,辅以闻名遐迩的美人泉水精工酿制而成,形成了“甜、绵、软、净、香”的独特风格,被专家和广大消费者誉为浓香型大曲酒的正宗代表。“洋河”商标被国家工商总局评定为“中国驰名商标”,产品获“江苏省重点名牌产品”。全力打造的“绵柔型”白酒经典之作洋河蓝色经典,面市以来销售增长迅猛,“蓝色经典”系列白酒“蓝色经典”

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

100.20-283.80

市值 (百万)

108,437

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

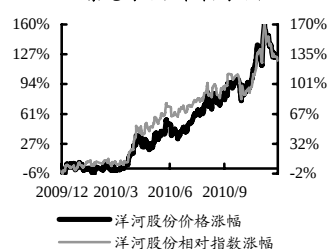
EV/EBITDA

P/S

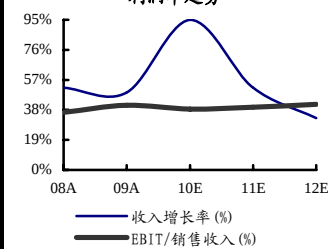
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,682	4,002	7,819	11,911	15,830
营业成本	1,278	1,662	3,397	5,057	6,491
税金及附加	27	42	92	141	187
销售费用	227	405	874	1,310	1,710
管理费用	170	246	438	655	855
EBIT	981	1,647	3,018	4,748	6,588
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
财务费用	-17	-21	-49	-63	-86
营业利润	998	1,666	3,067	4,812	6,675
所得税	250	420	772	1,210	1,678
少数股东损益	0	0	82	258	468
净利润	743	1,254	2,223	3,354	4,539
货币资金、交易性金融资产	1,032	4,676	5,082	7,538	9,748
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	8	7	7	7	7
固定资产合计	349	550	1,271	2,062	2,939
无形及其他资产	136	136	736	1,334	1,932
资产合计	2,183	6,491	9,963	14,062	19,249
流动负债	647	1,261	3,246	4,739	6,281
非流动负债	153	151	0	0	0
股东权益	1,383	5,075	6,631	8,979	12,156
投入资本(IC)	1,383	5,072	6,710	9,316	12,961
NOPLAT	734	1,234	2,260	3,556	4,934
折旧与摊销	22	30	60	110	170
流动资金增量	-76	163	-448	901	-316
资本支出	-155	-214	-1,370	-1,490	-1,634
自由现金流	526	1,213	502	3,077	3,153
经营现金流	665	1,428	1,925	4,612	4,849
投资现金流	-154	-219	-1,369	-1,489	-1,633
融资现金流	-89	2,435	-150	-667	-1,006
现金流净增加额	422	3,644	405	2,456	2,210
收入增长率	52.2%	49.2%	95.4%	52.3%	32.9%
EBIT 增长率	67.3%	67.8%	83.3%	57.3%	38.7%
净利润增长率	98.3%	68.7%	77.3%	50.9%	35.3%
利润率					
毛利率	52.3%	58.5%	56.6%	57.5%	59.0%
EBIT 率	36.6%	41.1%	38.6%	39.9%	41.6%
净利率	27.7%	31.3%	28.4%	28.2%	28.7%
净资产收益率(ROE)	53.7%	24.7%	33.5%	37.4%	37.3%
总资产收益率(ROA)	34.0%	19.3%	22.3%	23.9%	23.6%
投入资本回报率(ROIC)	53.1%	24.3%	33.7%	38.2%	38.1%
存货周转天数	149	166	180	180	180
应收账款周转天数	1	1	2	2	2
总资产周转天数	248	396	384	63	60
净利润现金含量	0.89	1.14	0.87	1.38	1.07
资本支出/收入	6%	5%	18%	13%	10%
资产负债率	36.6%	21.8%	32.6%	33.7%	32.6%
净负债率	-74.1%	-92.1%	-76.6%	-83.9%	-80.2%
PE	131.3	86.5	48.8	32.3	23.9
PB	70.6	21.4	16.4	12.1	8.9
EV/EBITDA	96.2	61.9	33.6	20.8	14.6
P/S	36.4	27.1	13.9	9.1	6.9
股息率	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%	1.3%

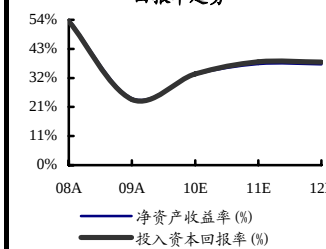
股票绝对涨幅和相对涨幅



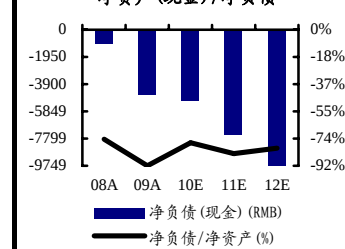
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 中档酒崛起，二线白酒企业快速扩张	4
2. 体制优势、产品结构清晰、营销创新激发洋河活力	5
2.1. 看得见的高速成长	5
2.2. 省内省外齐发力，蓝色经典延续高增速	6
2.3. 管理层持股，公司体制优势在行业内非常明显	7
2.4. 洋河产品结构非常清晰	7
2.5. 洋河快速发展的核心竞争力	8
2.6. 未来力争做到彻底深度分销	8
3. 收购双沟，整合省内白酒资源	9
3.1. 双沟基本情况介绍	9
3.2. 双沟拥有齐全的产品线	10
3.3. 目前洋河与双沟的整合情况	10
4. 调整产品结构，发力全国化	12
4.1. 公司未来规划	12
4.2. 理清产品序列，错位推广旗下品牌	12
4.3. 主推更高层级产品和提价推动产品结构上移	13
4.4. 未来高速成长的发展空间主要看省外	13
5. 核心观点与投资建议	14
5.1. 销售模式易被仿，体制优势仍领先	14
5.2. 盈利预测与投资建议	15
图 1: 历年白酒产量 (万吨)	4
图 2: 2010 年各月全国白酒累计产量及增速	4
图 3: 36 个城市当地主销白酒零售价格 (元)	5
图 4: 国内白酒吨酒均价 (万元/吨)	5
图 5: 洋河股份收入及同比增速	5
图 6: 洋河股份净利润及同比增速	5
图 7: 洋河蓝色经典	6
图 8: 洋河股份股权结构图	7
图 9: 洋河产品结构示意	7
图 10: 双沟 2007-2009 年收入 (百万元)	9
图 11: 双沟 2007-2009 年净利润 (百万元)	9
图 12: 双沟旗下主要品牌	10
图 13: 洋河股份现组织架构图	11
图 14: 与双沟整合前后洋河股份产品结构示意	12
图 15: 中高档与普通白酒销售收入与增速	13
图 16: 洋河股份销售毛利率	13
图 17: 洋河股份省内省外收入及增速	14
图 18: 洋河股份省内省外收入占比	14
表 1: 白酒上市公司收入 (百万元) 及增速	5
表 2: 历届评酒会获奖名单	8
表 3: 苏酒实业内部架构	11
表 4: 最近两年洋河提价备忘录	13
表 5: 洋河股份收入假设	15
表 6: 白酒行业重点公司业绩预测表	15

我们于 2010-11-18 参加了洋河股份的股东大会，与公司的董事长、总经理、董秘、市场部长等高管就白酒行业发展、与双沟整合情况、公司成功经验及未来发展战略规划等问题进行了充分的交流。我们看好公司管理层优秀的管理能力与经营思路，明年是洋河全面铺开全国化的第一年，我们对公司未来 1-2 年收入继续保持较快增长依然充满信心。

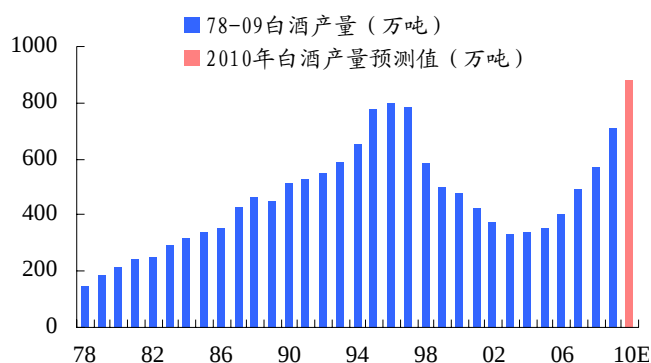
1. 中档酒崛起，二线白酒企业快速扩张

伴随着中档酒的崛起，二线的白酒企业实现了快速发展，白酒行业近两年的市场格局发生了变化：

- **收入增长推动消费升级现象明显：**经济连续几年高速增长推动居民收入不断增加，促发白酒消费结构提升，高档酒提价恰好留出了价格空档，强势地产酒品牌的中高档产品正好可以填补这一市场，因此近几年二线地产白酒企业均实现了较快的增长。
- **白酒企业加强营销创造需求，但竞争已日趋激烈：**与最近几年白酒行业的高速增长相伴的是各主要白酒企业都财大气粗了，反过来也会加大对市场的投入，由此将在一定程度上刺激其产品终端消费选择上继续保持强势地位；但我们也注意到，有越来越多的白酒企业开始实施营销变革，推进渠道下沉，行业的竞争已经进入到短兵相接的阶段，市场竞争日趋激烈。

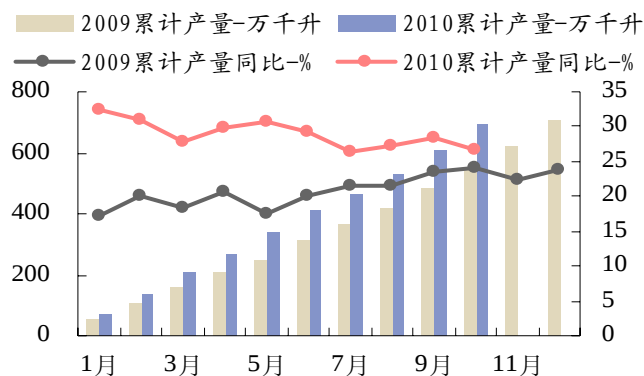
我们对行业未来发展的看法：（1）以下半年中低档白酒的销售情况看，预计 2011 年行业仍能保持比较快的增长，但增速预计将不会快于今年；（2）预计未来 1-2 年之内，拥有优秀产品品质、卓越销售能力等优势的二线白酒企业预计仍会有不错的表现，未来行业的成长将消化目前白酒股并不便宜的估值，但考虑到在传统优势区域之外的推广难度和费用都比较高，而 150-400 的中档酒品种竞争也将更加激烈，预计这些公司在优势销售区域达到一定的市场占有率后，增长速度会开始放缓，这一现象可能在 2011、2012 年之后出现，而以此将带来二线白酒企业业绩和估值的回归。（关于行业的更详细论述可以参考我们《泸州老窖调研报告：调整、巩固，等待再次腾飞》）

图 1：历年白酒产量（万吨）



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

图 2：2010 年各月全国白酒累计产量及增速



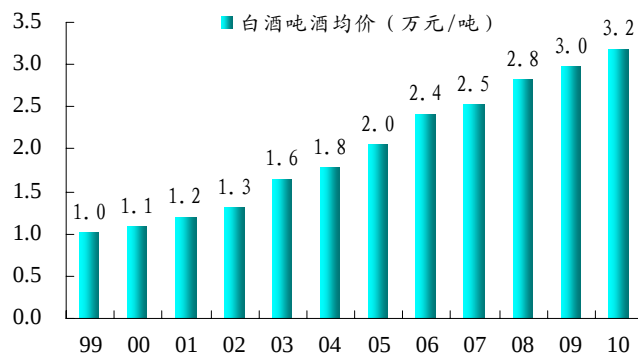
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 3: 36 个城市当地主销白酒零售价格 (元)



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 4: 国内白酒吨酒均价 (万元/吨)



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

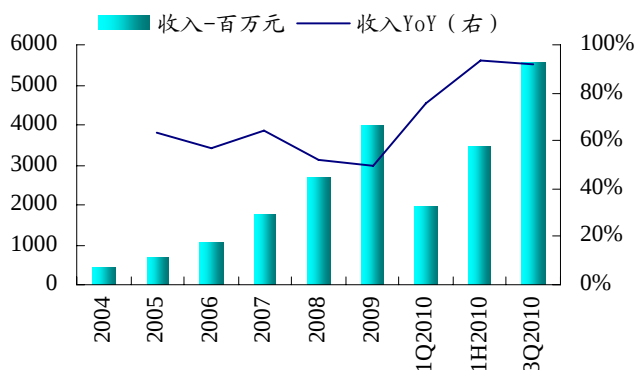
注: 2010 年采用 1-8 月份数据。

2. 体制优势、产品结构清晰、营销创新激发洋河活力

2.1. 看得见的高速成长

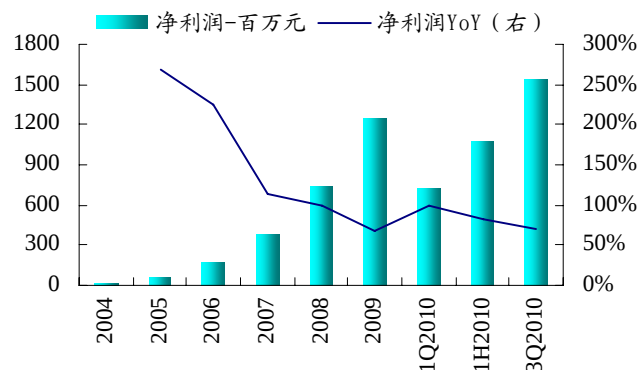
公司 2002 年底完成改制, 随后进行了产品层次梳理和营销模式的创新。2004-2009 年的 6 年中, 洋河收入复合增长率为 57%, 净利润复合增长率为 144%, 收入、净利润复合增长率遥遥领先于同行业白酒上市公司。收入规模洋河在 2004 年排名第 10, 2008 年排名第 4, 今年将超越泸州老窖成为业内第 3。

图 5: 洋河股份收入及同比增速



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 6: 洋河股份净利润及同比增速



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

表 1: 白酒上市公司收入 (百万元) 及增速

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004-2009 年 收入 CAGR	2010 年 1-9 月	2010 年 1-9 月 收入同比
五粮液	6,298	6,419	7,397	7,329	7,933	11,129	12.1%	11,472	42.9%
贵州茅台	3,010	3,931	4,903	7,237	8,242	9,670	26.3%	9,328	19.5%
泸州老窖	1,280	1,457	1,926	2,927	3,798	4,370	27.8%	3,765	17.3%
洋河股份	417	684	1,071	1,762	2,682	4,002	57.2%	5,554	92.0%
山西汾酒	837	1,072	1,527	1,847	1,585	2,143	20.7%	2,393	40.1%
水井坊	794	604	805	1,004	1,179	1,673	16.1%	902	6.8%

古井贡酒	602	654	964	1,201	1,379	1,341	17.4%	1,246	28.1%
金种子酒	420	758	774	788	662	1,046	20.0%	1,002	34.7%
老白干酒	300	373	483	462	602	935	25.6%	810	27.9%
伊力特	332	431	492	638	731	871	21.3%	853	21.3%
沱牌曲酒	804	814	878	900	871	723	-2.1%	650	18.6%
酒鬼酒	485	358	202	211	327	365	-5.5%	345	30.8%
ST 皇台	82	83	112	93	85	79	-0.7%	43	50.9%

数据来源：WIND、国泰君安证券研究。

注：红色数字为当期收入超过洋河的白酒上市公司。

2.2. 省内省外齐发力，蓝色经典延续高增速

蓝色经典延续快速增长：2010 年前三季度，收入占比从高到低排依次为：蓝色经典（69%）、洋河大曲、珍宝坊（10%左右）、苏酒、青花瓷等。梦之蓝实现了 200% 的增速，天之蓝实现了 100% 的增速。

在中档酒海之蓝已经比较成熟的基础上，大力推广更高档产品：目前公司在省内市场主推最高档的梦之蓝，省外市场主推天之蓝，公司表示随着明后年梦之蓝品牌的成熟，公司主推品种会从天之蓝逐渐向梦之蓝转变。

图 7：洋河蓝色经典



资料来源：国泰君安证券研究

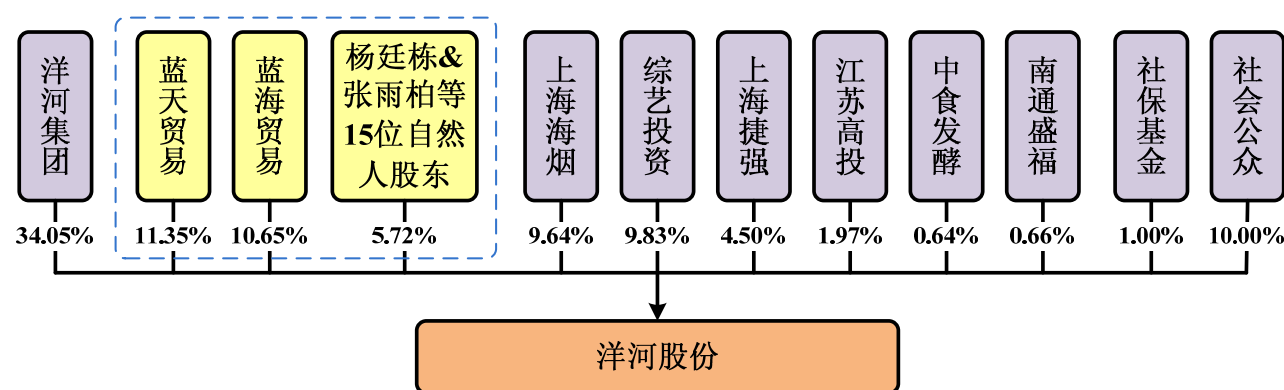
省内渠道完全下沉到县一级，省外市场逐点攻坚：省内基本实现对每个县的完全管理，渠道已下沉到县一级，与双沟整合完成后，省内竞争格局将出现变化，竞争趋缓将保证洋河在省内的利润率上升。在公司看来，全国市场是由 2000 多个县和 300 多个地级市组成的，并没有具体省域的区别，公司未来的目标是要一小块一小块的去作市场。公司在河南、安徽、山东、上海已经销售过亿。公司今年在上海市场增速较快，目前公司产品在上海已经有 2000 多家进场的酒店，基本上以厂方为主导进行深度分销，近几年收入实现了翻番的增长。在未来的省外推广中，洋河蓝色经典和双沟珍宝坊是首推品牌，营销策略上主要是通过一些强势品牌带动其他品牌的销售。

2.3. 管理层持股，公司体制优势在行业内非常明显

公司是国内第一家较为完整的实现管理层和销售骨干人员持股的公司，其中管理层直接持有公司 2572 万股，占公司股本 5.72%，同时管理层和销售骨干通过蓝天贸易和蓝海贸易简介持有公司 22%的股权。

公司管理层特别是销售人员持股使得其与上市公司利益趋于一致，对于保证和推动公司未来业绩稳定快速增长有较大推动作用。

图 8：洋河股份股权结构图



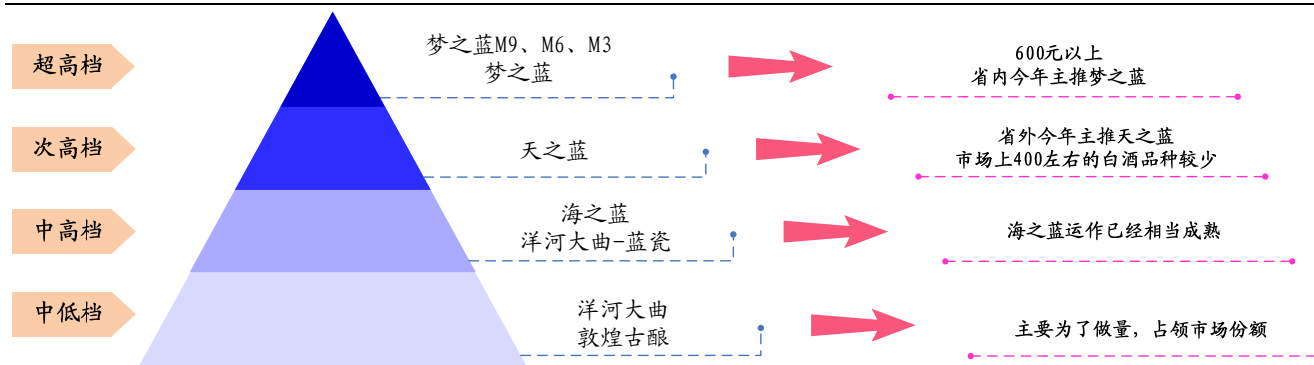
资料来源：招股说明书、国泰君安证券研究

2.4. 洋河产品结构非常清晰

洋河与一线白酒中的茅台、老窖、五粮液相比，高档酒品牌美誉度和客户忠诚度尚且不够，因而高档产品的品牌拉力略显不足。但是产品优势主要在于结构清晰，拳头产品少而精。蓝色经典中 52 度海之蓝、天之蓝、梦之蓝的终端零售价分别为 200、400、800 元左右，同一蓝色经典系列下的不同产品之间又具有协同效应，适应于消费者不同价位的消费选择。

运作已经相当成熟的海之蓝抓住了白酒消费升级的成长机会，而天之蓝所在的价格区间内的竞品相对较少，公司持续运作使我们有理由相信天之蓝的较高增速在明年仍有望保持。

图 9：洋河产品结构示意



资料来源：国泰君安证券研究

2.5. 洋河快速发展的核心竞争力

梳理历史，探究洋河发展核心竞争力：

- 计划经济时代的洋河曾跻身八大名酒之列，也经历过“靠批条子”卖酒的辉煌；
- 90年代末期至2002年，老糖酒公司的倒闭、改制，使得洋河依靠大流通的销售优势发生了变化，洋河发展一度陷入停滞；
- 2002年底，公司完成股份制改造，体制优势开始显现，企业改制为名酒复兴创造了条件；
- 2003年之后，经过一系列内部调整，逐渐形成蓝色经典、洋河大曲和敦煌古酿三大主导系列，原有产品线得到理顺；
- 公司随后较早地在白酒行业内部发起深度分销的销售模式，营销网点按照“1+1”营销模式与经销商合作开发终端市场，又先后实施“盘中盘”模式和“4×3”营销模式，将营销深入到终端层面。

我们认为：“业内领先的体制优势、清晰的产品结构、创新的营销模式”是洋河过去几年实现快速发展的核心要素。

从洋河的成功看其他老白酒知名企业未来的发展空间：许多拥有历史品牌积淀的老白酒名企虽然保持了稳定快速的发展，但在制度上还仍然存在很大的改进空间，未来激励机制进一步到位有望激活老白酒名企再次快速发展的潜力。

表 2：历届评酒会获奖名单

	评选结果	年份	地点	名酒名称
第一届	四大名酒	1952	北京	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届	八种名酒	1963	北京	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	八种名酒	1979	大连	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、 洋河大曲 、董酒、泸州老窖特曲
第四届	十三种名酒	1984	太原	汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、 双沟大曲 、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	十七种名酒	1999	合肥	茅台酒、汾酒、五粮液、 洋河大曲 、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、 双沟大曲 、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源：国泰君安证券研究

注：通常所说“八大名酒”指第三届评酒会的评比结果。

2.6. 未来力争做到彻底深度分销

- **公司深度分销模式介绍：**在大多数白酒企业还是以大经销商、大流通的销售模式为主的情况下，洋河比较早的做了小区域的划分，建立了基本上以每个县有一个一级经销商的架构来运作。大一点的地级市，厂方指派的销售人员一般是2-3个人，下面可能还有一些经销商或者当地招聘的销售人员进行补充，构成多层级的组织结构。根据渠道特点进行条线划分后，每个人控制100-200个终端。销售人员需要每周跑一圈所辖终端，进行面对面的产品推广，并根据情况与终端门店老板进行个性化的感情维护。
- **公司远期目标**是把深度分销发挥到极致，把白酒当快消品来运作：

市场普遍担心公司优秀的销售能力易被同行企业所模仿，公司在与投资者交流过程中并没有回避这一问题，公司管理层认为在同行都做深度分销的情况下，未来将考验谁对于这一理念的理解更深、做的更细。公司在白酒行业高景气时期跑马圈地似的快速占领了市场，会具有一定的先发优势，而且瞄准国际快消巨头“彻底深度分销”的营销模式，也会保证公司在组织营销上更加精细化。

我们对洋河销售模式的看法：我们认为未来高档白酒依然以品质、品牌与价格为主要竞争手段，但我们认可公司把中、低档白酒做快消品的营销思路。收购双沟后，可供公司未来运作的产品序列更加完整和丰富，公司未来将把深度分销模式移植到原有双沟的优势品牌上，在渠道整合完成后，有望实现双沟品牌低成本的快速扩张。但是我们也同样应该注意到，随着老白酒名企也开始逐渐推广渠道下沉、重视中档产品打造和终端渠道建设，未来洋河的成长空间势必受到挤压，中档酒市场上的竞争激烈很有可能在 1-2 年之后导致洋河收入增速逐渐收敛。

销售费用超出公司年初预算，费用率长期有下降趋势：公司年初对于销售费用的预算是 4.4 亿，但截至 2010 年前三季度，销售费用已经计提了 6.18 亿，公司收购双沟并表应该是主要原因。未来随着洋河和双沟的销售渠道完全整合，渠道共享的优势将会降低公司的销售费用率水平。

3. 收购双沟，整合省内白酒资源

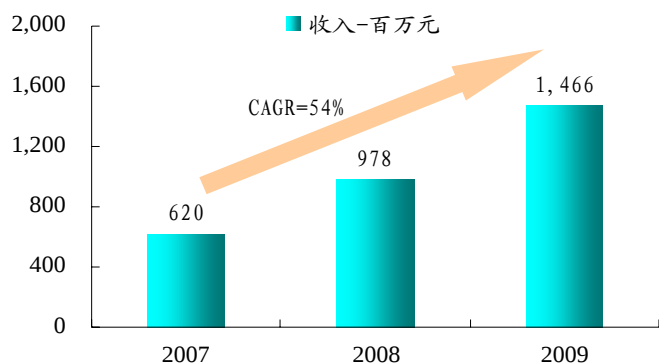
3.1. 双沟基本情况介绍

双沟酒业历史悠久，两次上榜“国家名酒”：双沟酒业可溯源到 1732 年“贺全德酒坊”。如今的双沟是指 2002 年 12 月 16 日成立的股份有限公司。在全国第四、五届评酒会上，双沟大曲两次被评为“国家名酒”。此外，双沟酒业拥有“双沟”和“双沟珍宝坊”两个中国驰名商标。

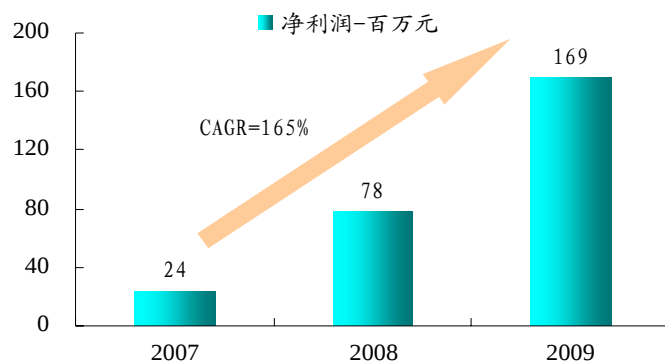
双沟管理层内部持股比例较高，股权结构与洋河类似：双沟自 2002 年改制以来，引入管理层持股，持股比例逐年增加。截止目前，赵凤琦、李风云等双沟高管直接持有双沟酒业 18.36% 股权，同时管理层和销售骨干通过宿迁中德金源商贸间接持有双沟 14.12% 的股权。过去几年，同样受益于中档酒行业空间扩大，体制优势保障了双沟近几年的快速发展，再次印证了体制优势是助力白酒企业焕发青春的核心要素之一。

图 10：双沟 2007-2009 年收入（百万元）

图 11：双沟 2007-2009 年净利润（百万元）



数据来源: WIND、国泰君安证券研究



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

3.2. 双沟拥有齐全的产品线

双沟产品层次相对比较清晰, 从高往低排分别为:

- 珍宝坊系列 (帝坊、圣坊、君坊): 顶端小瓶为 68 度原浆, 下部大瓶为 40 多度优质酒, 饮用时自由勾兑;
- 苏酒系列: 苏酒特一号、苏酒礼盒、豪华苏酒、普苏;
- 青花瓷系列, 青花日月盅、大青花、小青花;
- 双沟大曲: 柔和九、柔和六。

图 12: 双沟旗下主要品牌



资料来源: 公司网站、国泰君安证券研究

3.3. 目前洋河与双沟的整合情况

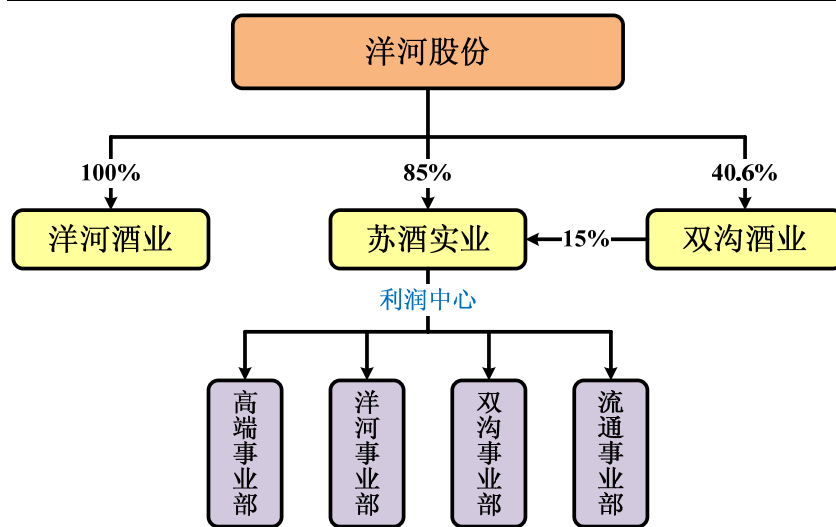
人事整合已经完成: 原双沟董事长赵凤琦出任洋河副董事长, 原双沟总经理李风云出任洋河董事副总裁, 洋河与双沟其他方面的人事整合工作

目前已经全部完成。

公司按照集团化的目标设置组织架构：下设洋河酒业、苏酒实业、双沟酒业三个公司。洋河股份未来的定位是决策和投融资中心，洋河酒业和双沟酒业是生产中心，而苏酒实业作为洋河和双沟未来的统一销售平台（利润中心）。

苏酒实业下设四个品牌事业部、分五大区：四个品牌事业部分别为高端事业部、洋河事业部、双沟事业部、流通事业部。在全国设立华东、华南、中南部、中西部、北部五大区域进行运作推广。

图 13：洋河股份现组织架构图



数据来源：国泰君安证券研究

表 3：苏酒实业内部架构

部门	定位	主要运作品牌
高端事业部	高档	梦之蓝、苏酒特一号、帝坊
洋河事业部	中档	除高端与流通之外的其他洋河品牌
双沟事业部	中档	除高端与流通之外的其他双沟品牌
流通事业部	低档	洋河、双沟低价位酒

数据来源：国泰君安证券研究

省内市场整合已完成，省外即将全面整合：目前洋河和双沟在江苏省内的销售已经全部统一到了苏酒实业这一销售平台上；省外在过渡阶段暂时保留了原有双沟的销售分公司，但目前省外市场的营销策划和市场推广方面已经整合在了一起，未来会做到像省内那样全面整合，即一个销售公司既卖洋河又卖双沟。

收购整合完成后，江苏省内竞争格局将发生变化：洋河与双沟整合后，原有江苏省内“三沟一河”（双沟、高沟、汤沟和洋河）的地产酒竞争格局发生了一些变化，公司可以与双沟联合起来，通过持续深度营销、新品开发、原品牌升级打造以及共享销售渠道降低费用等措施，与省内的今世缘（旗下有今世缘、高沟等品牌，为公司省内主要竞争对手）和

汤沟进行竞争，继续扩大省内市场份额，以巩固江苏的大本营地位。

4. 调整产品结构，发力全国化

4.1. 公司未来规划

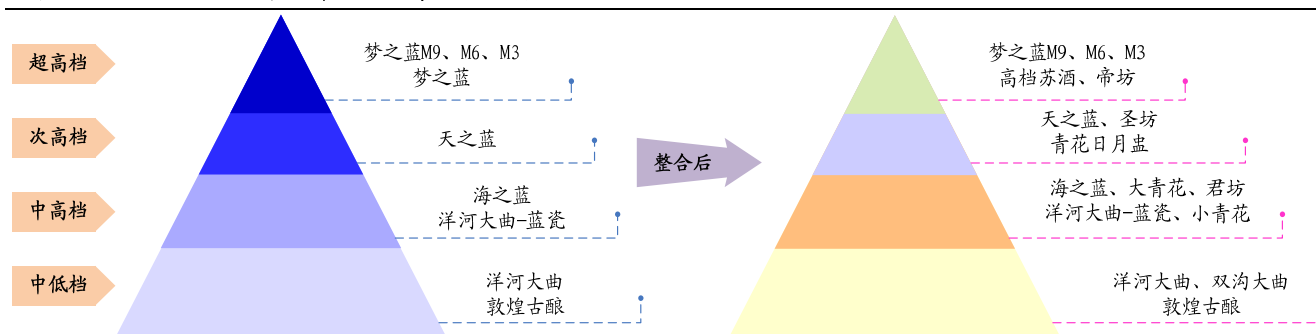
- **做强两大增长极，塑造品牌，拉动公司收入增长：**（1）苏酒不断高端化，高端苏酒打算省内导入，规模做到 2-3 个亿；（2）梦之蓝明年开始全国化。
- **全国化战略：**（1）第一阶段，2007 年开始公司全面启动洋河全国化的目标，要求省外市场收入每年翻番；（2）第二阶段，2009-2010 年大部分省超亿元，重点省超 3 亿元；（3）第三阶段，到 2012 年，所有省份收入超亿元，重点省过 5 亿元。明年公司要开始全面推行全国化。
- **亿元市目标：**公司沿着对市场要么不做、做就做透的思路，下一个 5 年目标不是打造“亿元省”，而是做出“亿元市”！

4.2. 理清产品序列，错位推广旗下品牌

公司原有“洋河”、“蓝色经典”两个“中国驰名商标”，收购双沟后增加了“双沟”、“双沟珍宝坊”，公司目前是国内唯一一家拥有四个“中国驰名商标”和两个知名白酒的白酒企业。收购双沟后，虽然丰富了洋河原有的产品线，但也需要一定的理顺，以免内部竞争损耗产品竞争力。

未来洋河与双沟产品之间将进行“战略分工，有序竞争”：洋河与双沟产品之间是“互补的关系”，以价格错位来竞争：海之蓝（198 元）、天之蓝（408 元）、梦之蓝（788 元）的终端价格基本上以 $\times 2$ 来定价，中间价格空档很大，可以拿珍宝坊来补充，未来蓝色经典的价格档次在逐步走高，珍宝坊逐步走低。“互替的关系”，产品存在差异，蓝色经典强调绵柔，珍宝坊强调的是自由勾兑。“互护的关系”，出于战略上的考虑，蓝色经典不会参与恶性竞争，但是对于部分品牌可以做些战术性的调整以参与市场竞争。

图 14：与双沟整合前后洋河股份产品结构示意



资料来源：国泰君安证券研究

重塑苏酒品牌，省内强势导入：苏酒品牌原属双沟，苏酒特一号的零售价在 300 元左右，普通苏酒零售价 100 元左右，苏酒品牌定位被中低档化了。公司打算重新塑造苏酒品牌，推出高端苏酒，把苏酒打造成江苏

省、市、县接待用酒，预计未来做到 2-3 个亿的收入。

着力运作双沟旗下青花瓷品种：各家白酒企业都很重视青花瓷这个系列的开发，目前双沟的大小青花销售情况都不错，大青花（42 度）终端价在 200 元左右，小青花（42 度）在 100 元左右。大青花与海之蓝属同一档次，但定价略高于海之蓝。大青花是公司下一阶段要主推的品种之一，考虑到公司在海之蓝上的运作已经相当成熟，青花瓷系列未来做大销量值得期待。

4.3. 主推更高层级产品和提价推动产品结构上移

在高档白酒持续提价后，150-400 元的产品竞争弱化，为地方白酒企业推出中高档产品腾挪出市场空间。公司选择主推更高层级产品和直接提价的方式推动产品结构不断上移。

- **省外主推天之蓝，省内主推梦之蓝：**今年前三季度天之蓝实现了同比 100% 的收入增速，梦之蓝收入增速 200%；
- **直接提价：**公司于 2010 年 10 月 15 日宣布上调天之蓝出厂价 5%，公告提价也从侧面显示了公司成功运作天之蓝的信心。

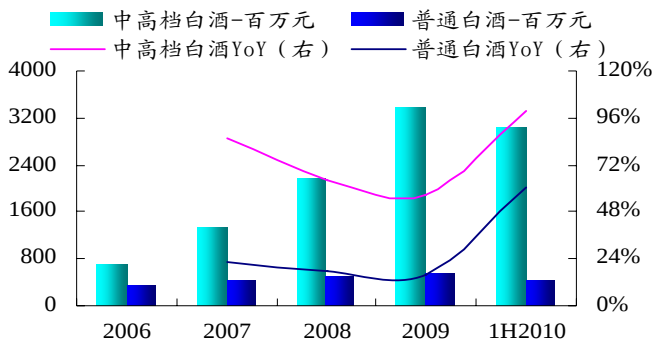
产品结构上移带来洋河毛利率不断攀升，虽然收购双沟并表拉低了洋河今年的毛利率水平，但考虑到公司未来会加大运作原双沟旗下的苏酒和青花瓷等中高档品种，预计未来洋河的毛利率将出现一定回升。

表 4：最近两年洋河提价备忘录

日期	提价细节
2009-12-11	上调公司“蓝色经典”系列、“洋河大曲”系列大部分产品及少数零星产品的出厂价格，平均上调幅度约为 5%
2010-10-15	上调公司“蓝色经典·天之蓝”系列产品的出厂价格，平均上调幅度约为 5%

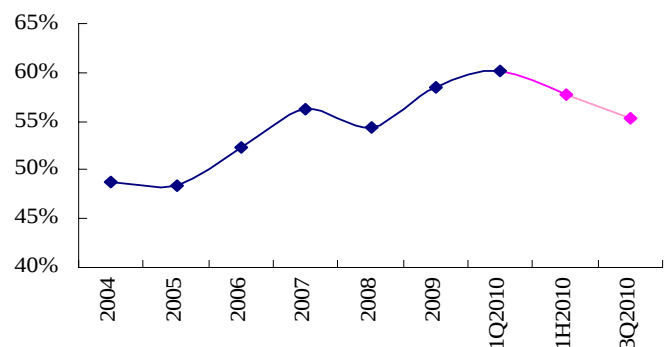
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 15：中高档与普通白酒销售收入与增速



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 16：洋河股份销售毛利率



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

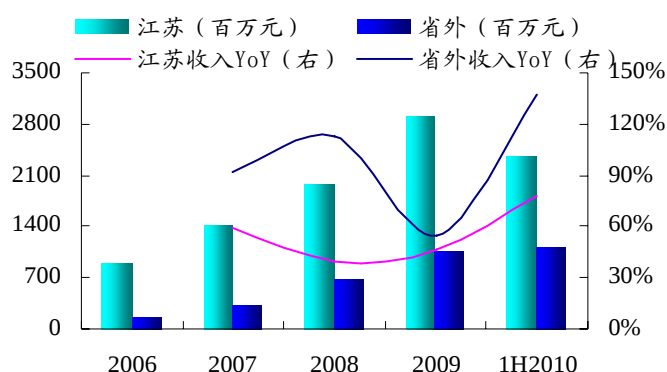
4.4. 未来高速成长的发展空间主要看省外

- **巩固省内市场：**未来省内市场需求扩大主要依靠“省内自有需求空

间扩大+挤压竞争对手+产品提价+产品消费结构中高端化”。我们认为，洋河经过这么多年的高速发展，在省内的市场占有率已经很高，依靠提价、产品消费结构中高端化跟扫盲所带来的收入增速相比并不可同日而语，但收购双沟所带来的要素资源整合又使我们看好洋河未来 1-2 年在省内的发展空间。

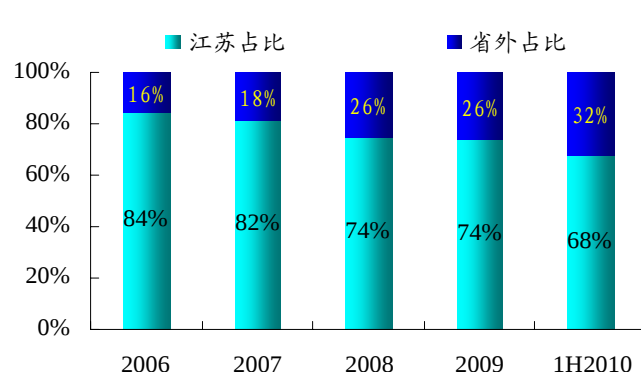
- **推进省外扫盲，发力全国化：**过去三年中，公司在省外市场中的收入增速一直快于省内市场，省外收入占比持续提高。公司目前在全国 75% 的地级市和 35% 的县里设立了销售网点，其余地方是完全空白的状态，在公司高收入增长的背后是仅仅占据这么小的一个市场版图，未来推行“全国化”战略的空间仍然很大。公司今年以来一直在进行销售人员的招聘和培训工作，明年将进行“全国化扫盲”。

图 17：洋河股份省内省外收入及增速



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 18：洋河股份省内省外收入占比



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

5. 核心观点与投资建议

5.1. 销售模式易被仿，体制优势仍领先

市场对于洋河的分歧主要在于两个方面：公司基酒供应能否保障近几年的高速成长；深度分销的销售模式被模仿后，公司依靠什么来维持高增长。

我们认为：（1）白酒行业长期来看势必走向整合，截止今年三季报，公司账面现金 56.8 亿，充裕的现金保证公司未来有可能会继续寻找合适的进行收购，以解决基酒供应的问题，但我们对公司基酒供应仍有担心；（2）我们看到，随着老白酒名企也在逐渐寻求渠道变革，洋河独到的深度分销模式正在被同行模仿，这是对洋河过去发展的肯定，也预示着未来行业的竞争将更加激烈。长期来看，在优势销售区域达到一定的市场占有率后，增速回归也是高速成长后的二线白酒企业所不可避免要面临的问题。但在目前，老白酒企业渠道变革并二次发力需要一个过程，而公司体制优势仍将保证对终端的把控策略更为激进，考虑到明年是洋河全国化的第一年，因此我们预计洋河未来 1-2 年的高速成长仍将维持。

5.2. 盈利预测与投资建议

基本假设:

- 预计 2010-2012 年 (收购双沟并表导致 2010 年增速异常) 高档酒销量增速为 75%、35%、23%，低档酒增速 87%、35%、15%;
- 收购双沟并表原因，导致今年毛利率略有下滑，但随着公司产品结构不断上移，中高档酒收入占比提高，预计毛利率水平将逐年提高;
- 明年是公司全国化全面铺开的第一年，预计销售费用率将有所上升，但随着公司收入规模的扩大，管理费用率、销售费用率长期内将逐年下降。

我们预测公司 2010-2012 年 Eps 分别为 4.94、7.45、10.09 元，2010-2012 年净利润复合增长率达到 43%，考虑到明年是公司全国化发力的第一年，而公司逐点逐片精耕细作开发市场也将保证收入增长的波动更小、确定性更强，给予公司 2011 年 40 倍的估值，上调一年内目标价至 300 元，给予增持评级。

表 5: 洋河股份收入假设

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
中高档白酒收入	2,160	3,378	6,521	9,948	13,460
YoY	63.77%	56.38%	93.03%	52.55%	35.30%
普通白酒收入	493	571	1,298	1,963	2,370
YoY	34.88%	16.01%	127.14%	51.20%	20.75%
合计	2,653	3,950	7,819	11,911	15,830
YoY	52.54%	48.88%	97.97%	52.33%	32.90%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 6: 白酒行业重点公司业绩预测表

	收盘价	市值	EPS			CAGR	PE			PS	投资评级
	2010-12-15	(亿元)	2009	2010E	2011E	09-11 年	2009	2010E	2011E		
贵州茅台	200.7	1,894	4.57	5.20	7.00	24%	43.9	38.6	28.7	19.6	增持
泸州老窖	42.14	588	1.20	1.47	1.90	26%	35.1	28.7	22.2	13.4	增持
五粮液	37.99	1,442	0.85	1.24	1.55	35%	44.4	30.6	24.5	13.0	增持
山西汾酒	72.33	313	0.82	1.25	1.86	51%	88.2	57.9	38.9	14.6	增持
洋河股份	240.97	1,084	2.79	4.94	7.45	64%	86.5	48.8	32.3	27.1	增持
水井坊	24.33	119	0.66	0.67	0.68	2%	37.1	36.3	35.8	7.1	谨慎增持
古井贡酒	84.9	200	0.60	1.19	1.93	80%	142.4	71.3	44.0	14.9	增持
伊力特	16.83	74	0.25	0.34	0.56	50%	67.9	49.5	30.1	8.5	增持
金种子酒	20.32	113	0.13	0.30	0.53	103%	158.2	67.7	38.3	10.8	增持

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷滢:

武汉大学金融学硕士，2010 年进入国泰君安，现从事食品饮料行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		