



洋河股份 (002304.sz)

未来 5-10 年白酒行业景气度延续，公司志存高远绘宏图

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

股东大会核心要点:

1、对行业看法：行业景气度持续，但会遇到一些小困难。

未来 5-10 年白酒仍将高增长，价格进一步拉升，表现为三个特点：

1) 分化加剧：向品牌化聚焦，名优酒会有比较好的增长空间；2) 集中度加快：主要通过产品市场竞争和资本市场整合。产品方面具体表现为：疯狂的广告投放。资本运作方面如洋河整合双钩，中粮、联想等企业都已进入白酒行业，寻找或已收购标的。3) 中高档的白酒占比会越来越高。

2) 洋河看法：正在积累进一步高速发展的要素。

A、公司从 05 年进入高速发展，原因：最核心的是战略前瞻，第二是营销的创新点，第三是团队的凝聚点，高管持有股份不是最重要，核心为管理团队都以事业的发展作为价值取向。B、更远的发展的要素正在积累，如原酒 1.5 倍增长，储藏、包装能力走在市场需求的前面，产能方面，人力、研发的准备。C、志存高远。

3) 全国化+高端化+品类平台化，即做强渠道，带动企业做大，借助渠道，让公司更快发展。

1) 08 年提出“深度全国化”5 个标志：一般省销售收入达到 3-5 亿元，重点省突破 10 亿元，打造 3-5 个“新江苏”，打造亿元区，网络化。2) 11 年调整说法：不太多谈亿元省，现在谈亿元市、亿元县，目前亿元县已达到 33 家，亿元市 20 家。3) 时间：2012 年完成初步全国化，2015 年完成深度全国化目标。4) 当前，很多市场出现了拐点，已 90%的地级市覆盖，70%的县，全国化取得了建设性的结果。5) 年内启动“品类平台化”，与雀巢的做法相似，即以品牌为基础的核心资源，做大白酒的平台，打造食品类企业渠道最全、最大的平台，把苏酒事业作为主体，实现平台提供商或者服务商。

风险提示：高速发展遭遇瓶颈。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4002.05	7619.09	12156.68	18955.92	25889.44
增长率(%)	49.21%	90.38%	59.56%	55.93%	36.58%
EBITDA(百万元)	1677.22	3137.36	5365.04	8837.17	12184.44
净利润(百万元)	1253.62	2204.67	3771.49	6381.60	8822.98
增长率(%)	68.71%	75.86%	71.07%	69.21%	38.26%
每股收益(元)	2.79	4.90	4.19	7.09	9.80
市盈率	40.92	45.72	33.17	19.60	14.18
市净率	10.11	14.57	11.23	7.14	4.75
EV/EBITDA	27.80	29.93	21.09	11.93	7.81

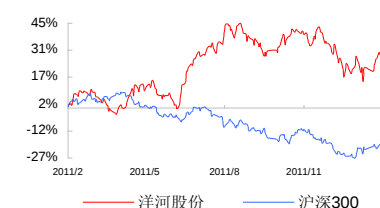
数据来源:江苏洋河酒厂股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	139.00 元
合理价值	180.00 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.67	-4.74	-33.49
沪深 300	3.53	-6.15	-18.38

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

900/409

主要股东:

江苏洋河集团有限公司

主要股东持股比例 34.05%

流通 A 股比例 45.44%

财务比率

ROE	31.86%
ROA	24.54%
资产负债率	35.65%

2010 年报数据

我们参加了公司2012年第一次临时股东大会，主要议案为管理层换届，具体内容如下：

杨廷栋：辞去董事长的原因

鉴于对宏观、白酒行业的理解，同时，过去几年公司高速发展，接下来进入新一轮的发展，需要变革，那么，变革期最好需要一个新的成员来接任，因此，选择辞职，不进入新一届董事会。

接下来，调到集团担任董事长，兼任股份公司党委书记，但是有一点，不担任集团公司法人代表，法人代表由总经理担任，且在集团不负责具体事务。同时，强调，任何个人去向和企业相比都不足味道。最后，作为党委书记，和组织保持一致，杨董事长持有股份不会轻易减持。

下面是其具体观点：

1、对宏观的看法：震荡趋缓。

A、未来宏观经济震荡趋缓；

B、拉动经济的三大马车看，都会出现问题，尤其是出口增长乏力；

C、宏观的不确定性带给企业苦难，市场有效需求不足。

因此，未来宏观复杂性加大，但是，未来5-10年的增长是没有任何问题。

2、对行业看法：行业景气度持续，但会遇到一些小困难。

A、从03年进入景气度开始，已经保持了20-30%的速度，保持7-8年增长，白酒作为传统产业，不是新兴产业，比较不容易。

B、白酒增长得益于宏观的高速增长，出现一批享受型消费者，而这些消费者带给白酒行业一些新的市场。

C、目前遇到一些困难，但是未来5-10年白酒高增长，价格进一步拉升，充满信心，宏观角度看，保持乐观，从具体看，三个特点：

1) 分化加剧：向品牌化聚焦，名优酒会有比较好的增长空间。

从行业看，利润增长快于收入增长，说明结构进一步调优，价格进一步拉升，2012年总产量会突破1000万吨，分布上进一步集中，中小企业退出步伐加快。

2) 集中度加快：主要通过产品市场竞争和资本市场整合。

产品竞争具体表现为疯狂投放广告：80-90年代初，部分不知名的酒厂的疯狂投放广告，出现一些魔王（这些酒厂主要目的是“挤上车”，即挤入白酒竞争行列），而最新一次是前年，央视广告中159亿中19亿为白酒企业（这些企业其实“已上车”，但“想躺下”，即想抢占更多的市场份额）。

资本运作方面：如洋河整合双钩，五粮液唐桥宣布2012年将大步利用资本整合白酒，

还有中粮、联想等企业都已进入，寻找收购标的。目前，希望被洋河并购的企业非常多。

3) 中高档的白酒占比会越来越高。未来中高端白酒增速最快，占比最多的。

3、洋河看法：更远的发展要素正在积累。

A、正在迎接中国酒业新一轮发展逐步累积，公司从05年进入高速发展，原因：机制不是主要的，最核心的是战略前瞻，对白酒的认识、对宏观经济的认识，选择自己的发展道路，第二是营销的创新点，第三是团队的凝聚点，高管都有股份不是根本，核心是管理团队都以事业的发展作为价值取向。

B、更远的发展的要素正在积累，比如说一个企业遇到高速增长的制约，我们对各种制约都提前准备好，如原酒1.5倍增长，储藏、包装能力走在市场需求的前面，产能方面，人力、研发的准备都有。

C、志存高远。崇尚战略对了，就好了，坦率讲，不希望洋河市值超过五粮液。

整体而言，行业景气度持续不会太长，品牌会重组，企业对市场的占有率会重新竖起，这个行业是一个快速发展，也是快速变化的发展，怎么样把握这样的机会，公司需要做8个方面变革：战略层面：着眼于未来和科学，以高端化和全国化高重新构建；现代企业和集团管控模式要重新构建体制层面；协调高效的市场化的内部机制；以发展和创新的企业文化；思维方面；用人导向；管理方面和运营方式等。

交流环节：

问1：过去7年高增长，但对未来仍然保持乐观，那么三年、五年、十年具体希望公司是什么样的发展？帝亚吉欧现在3000多市值，PE14倍，雀巢也有16倍，雀巢主要通过不断的收购，不断相关多元化？洋河会有这样的路径吗？

张雨柏答：公司十年战略：做强一个平台，用方法实现2大目标。十年以后怎么做：不断超越生命周期，打造企业长青的企业。整体而言，我们还在路上，不在高峰。

回顾发展过程，没一个发展不需要不断超越：

第一阶段：03年起步，到09年，省内蓝色经典推动公司第一轮发展；

第二阶段：09-11年，全国化和高端化，带动了新一轮的发展。

那么，全国化能走多远？

真正起点是08年，播种期，当时，提出全国化的目标，提出“初步全国化”三个标志：所有省超亿元，重点省5亿元，网络见到每个县。

“深度全国化”标志五个：一般省销售收入达到3-5亿元，重点省突破10亿元，打造3-5个“新江苏”，打造亿元区，网络化。

11年年提出调整说法：不太多谈亿元省，现在谈亿元市、亿元县，现在亿元县已达到33家，亿元市20家。

时间： 2012年完成初步全国化，2015年完成深度全国化目标。

全国化现在走到哪步？

第一标志：全国化已取得较大成功，主要表现在在很多地产酒的客场取得高速的发展，连云港的酒，还比不过公司，安徽、山东，增速一点不比这些领头品牌差，

第二个标志：公司成长的路径是样板化、全面化、高端化，去年全国样本市场做了调整，全国所有省会、副省会城市、直辖市共36个，全部作为一线样本市场打造，这些城市的特点是投入大、见效慢、耗资长，单高产出、高效益。

当前，很多市场出现了拐点，现在已90%的地级市覆盖，70%的县，全国化取得了建设性的结果。

第二轮发展：全国化+高端化，带动发展，现在是初步发展，接下来我们提出品类的平台化，与雀巢的做法相似，即以品牌为基础的核心资源，做大白酒的平台。这项工作年内要启动。

总结为：打造食品类企业渠道最全、最大的平台，把苏酒事业作为主体，实现平台提供商或者服务商，目前平台为：4130人数，直接控制的作业人员4万人，1700多家团购企业，能聘请到的企业顾问1万人，31个省，330个地级市，接下来，2800多个县，1-2年内全部覆盖到。

即做强渠道，带动企业做大，借助渠道，让我们更快发展。

问2：请问杨总在领导上一届董事会，最宝贵的经验是什么，最大的遗憾是什么？
请问张总新官三把火是什么？面临最大挑战是什么？有一个担忧：洋河发展太快，产品质量和管理会不会有问题？

杨总答：洋河做董事长时间最长，上一届董事会最深体会：战略、团队、资源。唯一的遗憾是：不具备把洋河进一步发展壮大能力。

张总答：几件事情是目前需要做的事情：导向更加鲜明，核心竞争能力更加突出，集团管控更加合理。

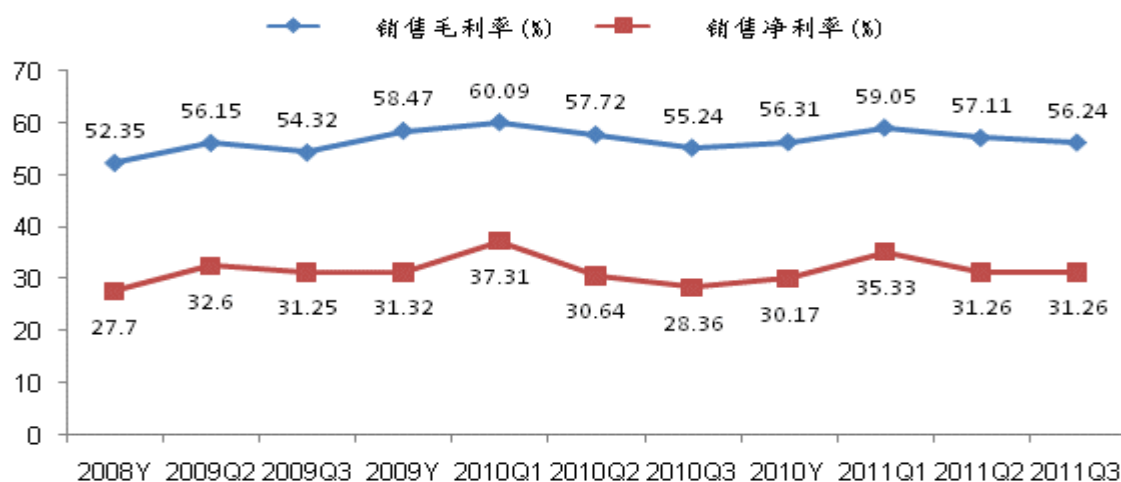
面临的挑战：首先是外部挑战，宏观经济发展变化，白酒作为后周期产业。

洋河突出优势：第一是定位优势，三头可以发力，产品品牌化、品牌系列化，洋河为什么不出年份酒？第一做全新的企业，年份就是告诉市场不同年份档次不一样，都属于概念酒，第二我们可以用其它方式来代替年份酒的价格定位，一旦定位成功，就可以持续成长。

公司内部风险是战略风险。

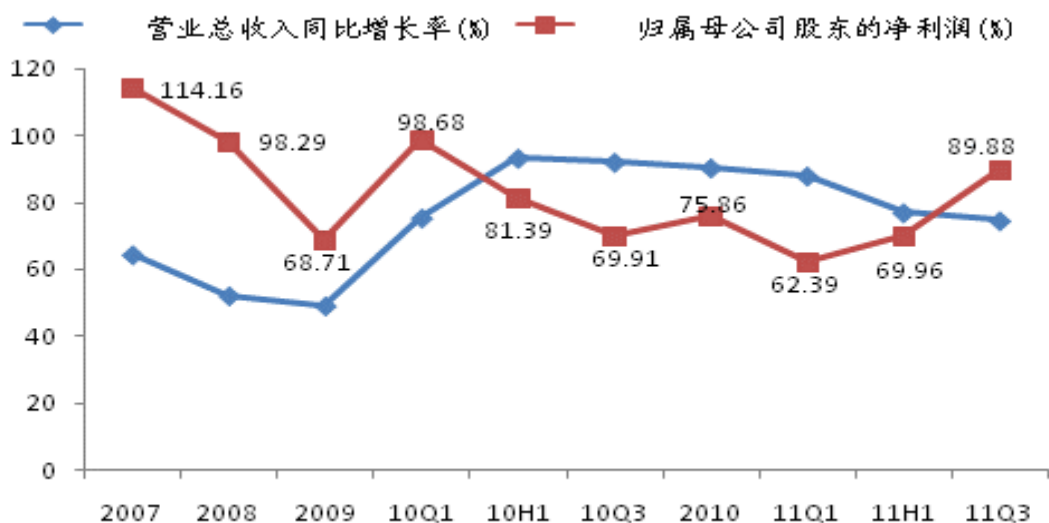
目前对公司员工的工作汇报中，任何问题围绕主管谈，不讲客观；围绕主线，清晰的思想；所有工作必须谈出亮点，逼着大家不断创新；必须谈难点；说重点，最后提一点给领导建议。

图1：公司近年销售毛利率和净利率情况



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

图2：公司近年营业收入和利润同比增长情况



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级：给予“买入”评级

盈利预测假设条件：1) 省内市场2012年保持50%增长，省外市场100%增长，2013年省内市场30%增长，省外60%增长；2) 产品价格稳中有升；3) 毛利率小幅提升；4) 费用率保持相对稳定。

结合盈利预测假设条件，我们预计2011-2013年，公司销售收入分别为121.6亿元、189.6亿元和258.9亿元，11-13年EPS分别为4.19元和7.09元和9.8元，对应

当前139元股价，11-13年PE分别为33.17倍、19.6倍和14.18倍，参考白酒行业当前估值，同时结合公司高速发展，给予公司“买入”评级。

风险提示： 高速增长遇到瓶颈

资产负债表

单位：百万元

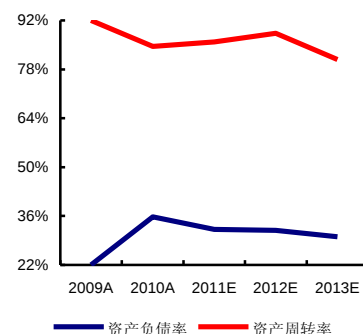
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	5,778	9,069	14,354	23,278	34,822
货币资金	4,676	6,884	11,961	19,680	29,963
应收及预付	187	314	472	726	987
存货	914	1,871	1,921	2,873	3,872
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	713	2,411	2,399	2,761	3,064
长期股权投资	7	14	-58	-126	-194
固定资产	493	880	1,416	1,889	2,301
在建工程	57	378	378	378	378
无形资产	136	992	664	621	580
其他长期资产	19	147	0	0	0
资产总计	6,491	11,480	16,753	26,039	37,886
流动负债	1,261	3,762	5,517	8,422	11,446
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,261	3,762	5,517	8,422	11,446
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	151	331	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	150	331	0	0	0
负债合计	1,412	4,093	5,517	8,422	11,446
股本	450	450	900	900	900
资本公积	2,556	2,556	2,556	2,556	2,556
留存收益	2,068	3,913	7,685	14,066	22,889
归属母公司股东权益	5,075	6,919	11,141	17,523	26,346
少数股东权益	4	468	545	545	545
负债和股东权益	6,491	11,480	17,203	26,489	38,336

利润表

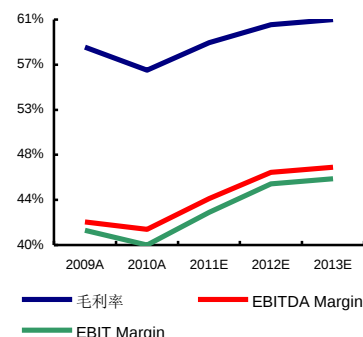
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4002	7619	12157	18956	25889
营业成本	1662	3329	4997	7472	10072
营业税金及附加	42	87	133	213	287
销售费用	405	737	1118	1706	2330
管理费用	246	441	704	948	1294
财务费用	-21	-52	9	20	50
资产减值损失	2	-3	68	68	68
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1	1
营业利润	1666	3080	5128	8530	11788
营业外收入	21	32	40	35	35
营业外支出	13	36	25	30	27
利润总额	1673	3076	5144	8535	11796
所得税	420	778	1295	2153	2973
净利润	1254	2299	3848	6382	8823
少数股东损益	0	94	77	0	0
归属母公司净利润	1254	2205	3771	6382	8823
EBITDA	1677	3137	5365	8837	12184
EPS (元)	2.79	4.90	4.19	7.09	9.80

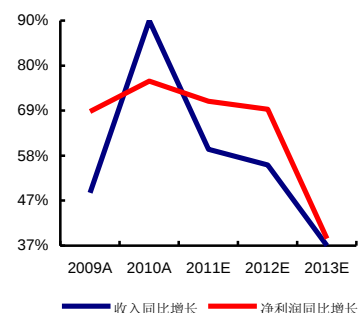
资产负债率趋势



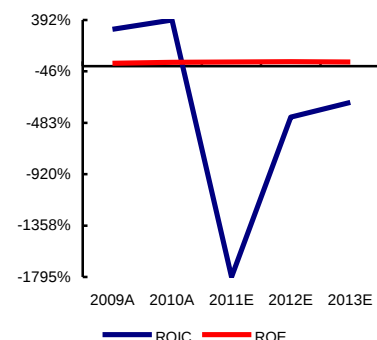
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

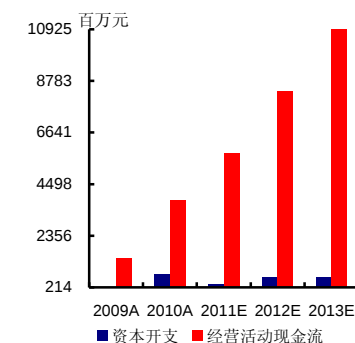
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,428	3,840	5,725	8,363	10,925
净利润	1,254	2,299	3,848	6,382	8,823
折旧摊销	30	112	161	220	279
营运资金变动	142	1,553	1,604	1,699	1,763
其它	3	-124	112	63	60
投资活动现金流	-219	-1,164	-348	-645	-642
资本支出	-214	-773	-353	-645	-642
投资变动	-5	-392	5	1	1
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	2,435	-468	-300	0	0
银行借款	5	0	0	0	0
债券融资	-12	-109	-243	0	0
股权融资	2,609	2	0	0	0
其他	-167	-361	-57	0	0
现金净增加额	3,644	2,208	5,077	7,718	10,283
期初现金余额	1,032	4,676	6,884	11,961	19,680
期末现金余额	4,676	6,884	11,961	19,680	29,963

主要财务比率

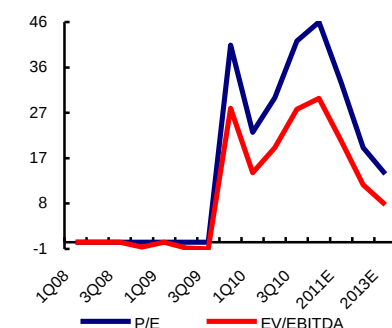
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	49.2%	90.4%	59.6%	55.9%	36.6%
营业利润	66.8%	84.9%	66.5%	66.3%	38.2%
归属于母公司净利润	68.7%	75.9%	71.1%	69.2%	38.3%
获利能力					
毛利率	58.5%	56.3%	58.9%	60.6%	61.1%
净利率	31.3%	30.2%	31.7%	33.7%	34.1%
ROE	24.7%	31.9%	33.9%	36.4%	33.5%
ROIC	311.6%	391.9%	-1795.2%	-433.7%	-309.4%
偿债能力					
资产负债率	21.8%	35.7%	32.1%	31.8%	29.9%
净负债比率	-92.1%	-93.2%	-102.4%	-108.9%	-111.4%
流动比率	4.58	2.41	2.60	2.76	3.04
速动比率	3.75	1.89	2.23	2.40	2.68
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.85	0.86	0.89	0.81
应收账款周转率	260.65	260.53	194.79	194.79	194.79
存货周转率	2.20	2.39	2.60	2.60	2.60
每股指标 (元)					
每股收益	2.79	4.90	4.19	7.09	9.80
每股经营现金流	3.17	8.53	6.36	9.29	12.14
每股净资产	11.28	15.38	12.38	19.47	29.27
估值比率					
P/E	40.9	45.7	33.2	19.6	14.2
P/B	10.1	14.6	11.2	7.1	4.7
EV/EBITDA	27.8	29.9	21.1	11.9	7.8

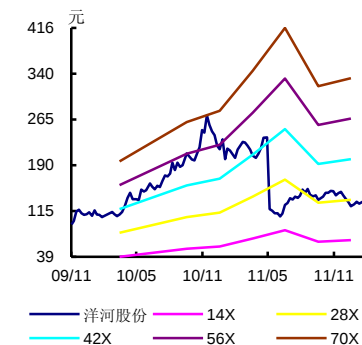
资本支出与经营活动现金流



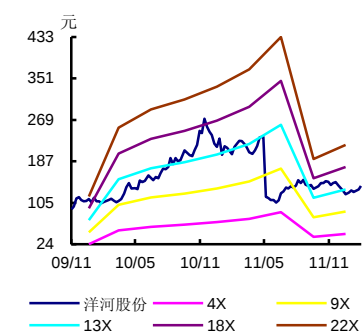
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。