

洋河股份(002304.SZ)

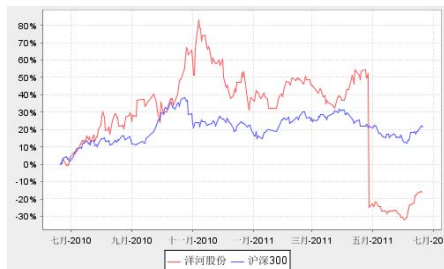
增长战略清晰，增长质量全面提升

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 158.9-175.6
 联系人: 邢庭志 分析师: 谢刚
 食品饮料小组 S0740510120005
 021-20315162 021-20315178
 xingtz@qlzq.com.cn xiegang@qlzq.com.cn
 2011年7月6日 2011年7月6日

基本状况

总股本(百万股)	900.00
流通股本(百万股)	438.77
市价(元)	127.74
市值(百万元)	114966.00
流通市值(百万元)	56048.99

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,002.0	7,619.0	11,660.	17,190.	24,970.
营业收入增速	49.21%	90.38%	53.04%	47.43%	45.26%
净利润增长率	68.71%	75.86%	70.61%	60.09%	56.81%
摊薄每股收益(元)	2.79	4.90	4.18	3.35	2.62
市盈率(倍)	40.92	45.72	31.34	19.58	12.49
PEG	0.60	0.60	0.44	0.33	0.22
每股净资产(元)	11.28	15.38	10.87	16.56	26.05
每股现金流量	3.17	8.53	4.41	7.66	11.86
净资产收益率	24.70%	31.86%	38.46%	40.41%	40.28%
市净率	10.11	14.57	12.05	7.91	5.03
总股本(百万股)	450.00	450.00	900.00	900.00	900.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

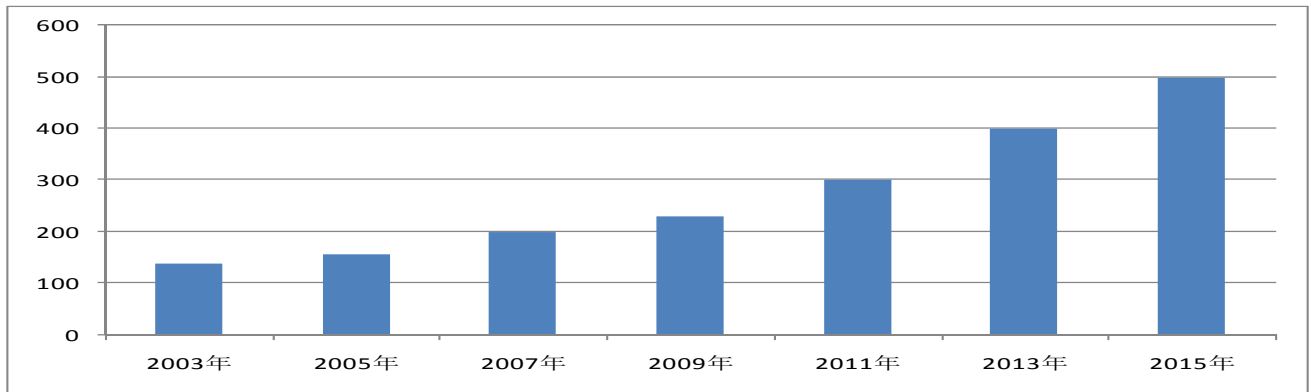
- 自 2011 年 4 月 12 日强烈推荐以来，已经上涨 23.8%，跑赢沪深 300 指数 29.7 个百分点；
- 我们经过最近一周的全国主要市场调研，公司 2011Q2 的营收增长超过第一季度，由于产品结构进一步提升，我们预测 2011 年 Q2EPS 增速有望超过 70%，由于 Q2 是白酒最淡的一个季节，公司全年业绩实现 EPS4.18 元和 70.61% 的增速几无悬念，考虑到公司从 Q2 开始不再产生少数股东损益，超预期可能性进一步加大；
- 当前洋河在省外已经逐步完成地级市场的布局，正在向 70% 的县级空白市场布局；最近两年开发的市场正处于低基数高成长阶段，增速在 100% 以上，2 年前已经开发的市场正处于深度细化和结构升级阶段，成长速度均在 80-100% 之间，在安徽、浙江和北京等老市场的增速不减，产品结构以天之蓝和梦之蓝高价位为主导；新的地级城市和县级市场布局更是公司未来 5 年高成长的强力保障；
- 公司正在进行的运营架构重心下沉、市场细化和新苏酒的推广会进一步推动公司的品牌地位提升和市场竞争能力巩固，公司品牌价位升级和组织布局调整为正在进行的新一轮成长打下坚实基础。
- 预计 2011-2013 年公司营收达到 116.66、171.90 和 249.7 亿元，分别增长 53.04%、47.43% 和 45.26%，净利润分别增长 70.61%、60.09% 和 56.81%；营收质量持续改善空间巨大，公司的估值继续以 PE 和 PEG 结合的方式，根据 2011 年 PE31.3 倍和 2012 年 PE19.6 倍，六个月目标价 158.9-175.6 元，建议机构投资者积极买入；

增长质量稳健提升，天梦主导品牌开始全国发力

结构持续升级，品牌运营能力持续提升

- 洋河的市场占有率稳步提升，当前在省内外的主流销售品牌开始以洋河天之蓝为主导，其零售价位约为过去主流价位的一倍，梦之蓝这一高端品牌正在江苏省内外的快速增长，预计在2年内成为公司核心利润来源；

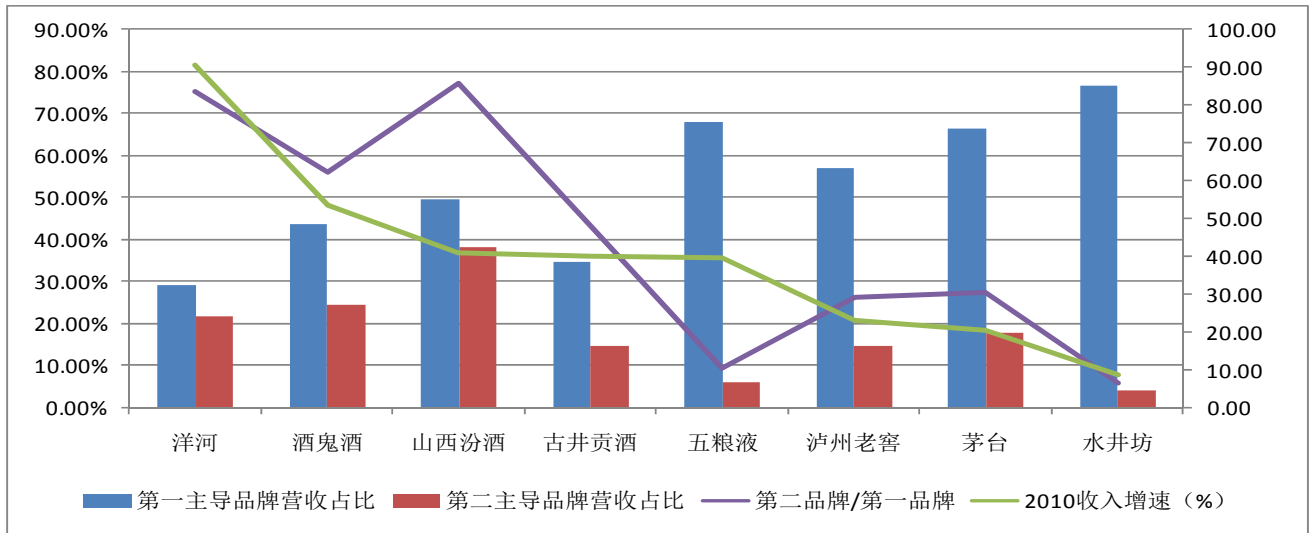
图表 1: 洋河股份营收的价格中位数升级图 (元/瓶)



来源: wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 公司的产品结构优势特别明晰，多价格带增长路径清晰；

图表 2: 2010 年主流名酒增速与多价位运营关系图



来源: 齐鲁证券研究所

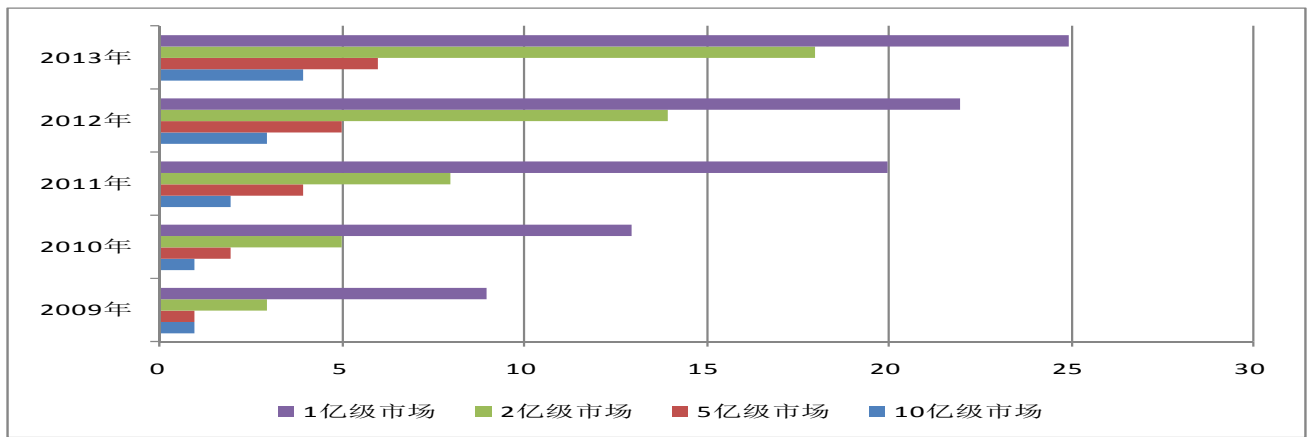
- 公司产品架构清晰，未来的增长路径清晰，价位的成长代表了公司强大的运营能力和老名酒血统的有效结合，其他公司难以模仿；

图表 3: 洋河股份的运营品牌重心变化表

年度	2003-2007 年	2008-2009 年	2010-2012 年	2013 年以后
运营价位重心	100-150 元	300 元	500-800 元	800-2000 元
重点打造品牌	海之蓝	天之蓝	梦之蓝 M3、M6	苏酒、M9
储备品牌	天之蓝	梦之蓝	梦之蓝 M9、苏酒	苏酒高档次系列产品
企业重点覆盖价位	100-200 元	150-300 元	150-800 元	300-2000 元

来源：齐鲁证券研究所

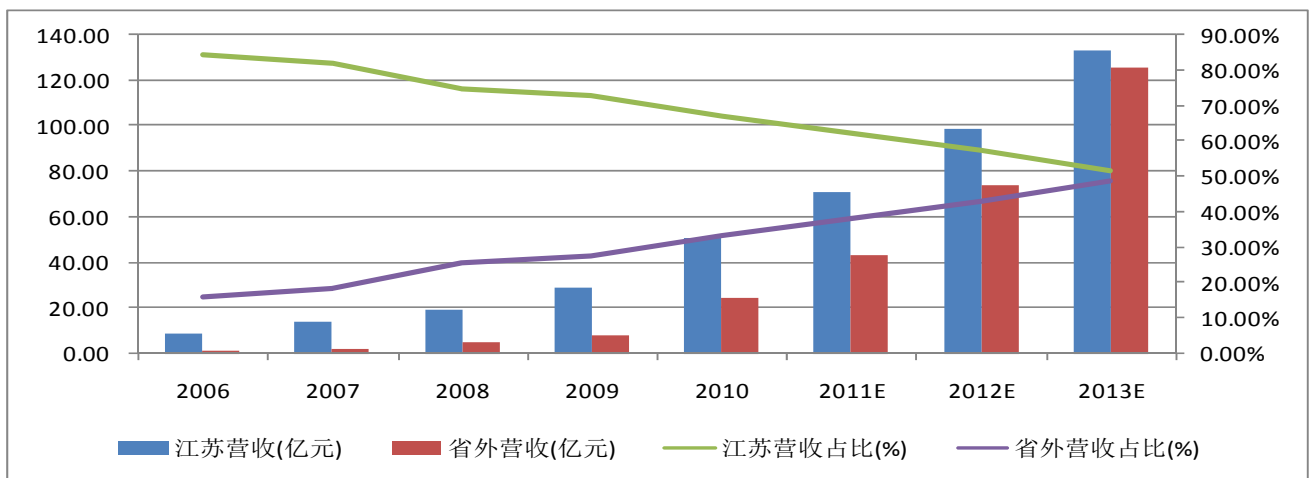
- 公司的市场深度发展，梯队清晰。

图表 4: 洋河亿级市场发展数量梯队图 (含税)


来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

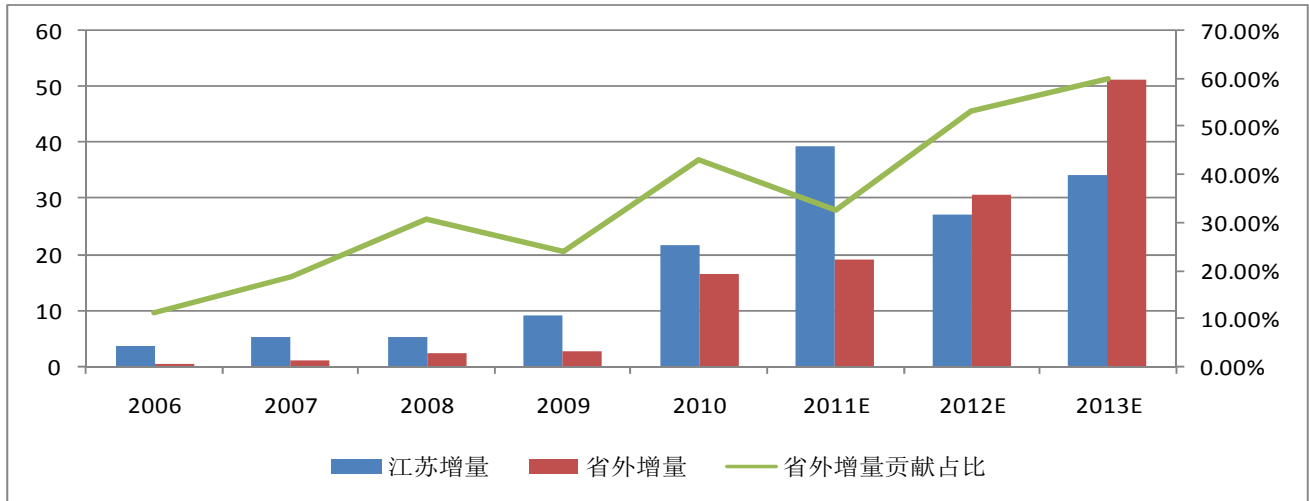
低价位增长和依赖江苏的增长风险基本化解，全国化和高价位增长已成定势

- 省外已开发市场基本处于量价齐升期，到 2013 年预计省内比重下降到 51.39%，企业营收区域结构持续优化，这也是新一轮增长的核心驱动力。

图表 5: 洋河省内外营收结构图


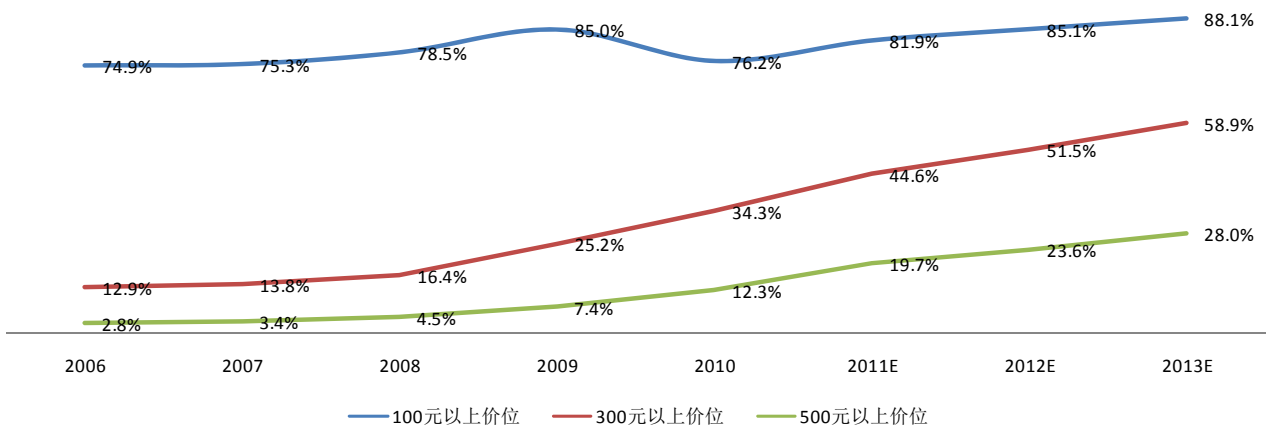
来源：wind 资讯 上市公司公告 齐鲁证券研究所

- 省外市场对整体增长贡献率 2010 年已经达到 42.97%，到 2013 年预计达到 59.83%，企业已经处于典型的全国化增长阶段。2011 年开始，江苏仍然处于较为稳定的升级趋势，目前主流价位在 300 元的天之蓝产品和 150 元的海之蓝、双沟珍宝坊产品，进一步升级的空间仍然巨大，梦之蓝在江苏的快速发展即可证明；

图表 6：省内外业绩增量对年度业绩增长的贡献及省外贡献占比


来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 公司营收结构持续安全稳健，区域名酒的主流价位在 100 元以下，部分名酒如古井贡酒年份原浆在 150 元以下，继续升级的难度较大，洋河逐步与区域名酒拉开竞争层次，从而继续分享白酒行业高端化和持续升级带来的蛋糕，而这一蛋糕恰是未来白酒行业的最主要利润来源；

图表 7：公司不同价位以上产品结构占比测算


来源：齐鲁证券研究所

- 案例：从安徽市场的调研来看，洋河已经成为这个地产品牌极为强势的区域里高档次品牌的代表，也预示着区域名酒进一步升级的天花板很明显，这也是洋河全国化的核心优势之一。

更远的未来要看公司领导的能力和魄力

组织架构进一步下沉，图谋全国各地深度增长，全面掌控各地市场

- 公司运营重心由总部逐步转移到各大区事业部；
- 公司正在强化分公司的职能，强化区域的精细化管理；
- 公司全面加强经销商的精细化管理，推动公司标准化运营。

公司高增长背景下越来越安全

图表 8：洋河的股份的战略优势

战略优势	竞争意义	下一步发展
品牌优势	老八大名酒，区域酒水进一步升级的难度极大，洋河全国化面对的区域竞争压力减小	持续强化
品质品类优势	浓香基础全国适应，绵柔品类适应越来越庞大的消费群和新消费需求；整个产业都在模仿其首创香型，但是洋河是这个品类规模龙头和价位龙头	洋河持续享受品类发展蛋糕
渠道能力	逐步细化，构建了强大的规模优势和经验壁垒	区域品牌难以复制，优势逐步强化
全国化	基本成型，正在细化深化	区域品牌和全国名酒改善空间较小
根据地市场	江苏为独一无二的经济大省、白酒消费大省，洋河作为地产酒优势突出	持续享受江苏结构升级的优势
组织架构	管理持续优化，管理的精细化程度竞争对手短期难以模仿	进一步精细化，经验壁垒和规模优势持续强化
体制优势	国有控股，省市政府支持，民营管理体制	独一无二
综合优势	先发优势、老名酒优势、管理体制优势等	独一无二，持续强化

来源：齐鲁证券研究所

外延式增长志在必得，董事长深度关注和理解白酒市场

- 杨廷栋董事长在 4 月份的投资者交流会上阐述行业并购思路清晰，各项基础正在成熟，他在第四届中国白酒东方论坛的演讲中，谈到白酒的新时代在四个方面的体现“**市场不断放大和景气度持续提升、消费的不断升级和结构的持续优化、名优骨干企业市场占比不断提高，竞争优势持续增强、无序竞争时代不断向巨头竞争时代过渡**”；
- 洋河的组织架构得到调整，适应未来的全国化整合需要。从上市公司总部组织定位中的决策中心和投资中心出发，增加管控中心和资源要素配置中心两个新功能定位，逐步优化配置；
- 洋河投资参与“中金产业整合基金”，可以通过第三方的力量帮助自身实现行业整合的目的。同时杨董事长通过多家公司和地方政府部门上门寻求合作的事例暗示了洋河下一步持续进行行业整合的动作。
- 综合判断：2011 年洋河行业并购整合的超预期收益可能性较大。

张雨柏总裁及公司管理层对下一轮增长路径理解清晰，逻辑顺畅

- 增长的动力来源清晰。张雨柏总裁判断未来的高增长主要来自于国民经济发展和居民收入增长带来的行业高端化和洋河自身的高端化能力和基础，同时洋河全国化基础能力较强，但是从量上看还很有限，进一步深

度全国化大有作为，在山东、河南、浙江、上海均实现大幅度的增长即为例证，特别是在上海市场实现了突破，代表全国化的能力基本形成。

- 张雨柏总裁对运营模式的高度解析。首先，是公司的品牌品类模式，主打绵柔的新品类，一方面具有广泛的群众基础，同时满足消费者新的品类需求，并提出了行业按照消费者需求重新划分品类的新趋势和主张；其次，形成模式的标准化的，使得洋河的运营和扩张更加稳健，为企业今后长期稳定增长打下了较好的基础；最后，洋河的增长模式在于对增长点的把握，企业的模式在于充分发挥产品力和品牌力，保持创新和学习的管理文化。

维持 2011 年 EPS4.18 元预测，建议积极买入

维持 2011 年 EPS 至 8.36 元，目标价 158.9-175.6 元

- 预测公司营收 2011-2013 年的增长率为 53.04%、47.43%和 45.26%；净利润增长率为 70.61%、60.09%和 56.81%。估值水平维持 40 倍不变，给予目标价 158.9-175.6 元，综合分析给予“买入”评级，强烈建议广大投资者长期价值投资洋河股份，享受时间带来的空间。

附件一：洋河股份财务报表预测

图表 9：洋河股份财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
销售净收入	2,682	4,002	7,619	11,660	17,190	24,970	36,070
增长率	52.22%	49.2%	90.4%	53.0%	47.4%	45.3%	44.5%
销售成本	-1,256	-1,632	-3,216	-4,474	-6,230	-8,187	-10,876
%收入	46.8%	40.8%	42.2%	38.4%	36.2%	32.8%	30.2%
毛利	1,426	2,370	4,403	7,186	10,960	16,783	25,194
%收入	53.2%	59.2%	57.8%	61.6%	63.8%	67.2%	69.8%
销售及行政费用	-423	-693	-1,265	-1,905	-2,776	-4,008	-5,753
%收入	15.8%	17.3%	16.6%	16.3%	16.2%	16.1%	16.0%
EBITDA	1,003	1,677	3,137	5,281	8,184	12,775	19,441
%收入	37.4%	41.9%	41.2%	45.3%	47.6%	51.2%	53.9%
折旧与摊销	-22	-30	-112	-102	-133	-151	-169
%收入	0.8%	0.8%	1.5%	0.9%	0.8%	0.6%	0.5%
EBIT	981	1,647	3,025	5,179	8,050	12,624	19,271
%收入	36.6%	41.1%	39.7%	44.4%	46.8%	50.6%	53.4%
利息费用	17	21	52	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0	0
税前经营收益	998	1,668	3,077	5,179	8,050	12,624	19,271
%收入	37.2%	41.7%	40.4%	44.4%	46.8%	50.6%	53.4%
其他非经营收益	-6	5	-1	0	0	0	0
税前利润	993	1,673	3,076	5,179	8,050	12,624	19,271
%收入	37.0%	41.8%	40.4%	44.4%	46.8%	50.6%	53.4%
所得税	-250	-420	-778	-1,305	-2,029	-3,181	-4,856
所得税率	25.2%	25.1%	25.3%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
少数股东损益	0	0	94	112	0	0	0
归属于普通股股东净利润	743	1,254	2,205	3,761	6,022	9,443	14,415
净利率	27.7%	31.3%	28.9%	32.3%	35.0%	37.8%	40.0%

资产负债表 (人民币百万元)							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,032	4,676	6,884	9,696	15,492	25,066	40,098
应收款项	15	47	214	139	206	299	431
存货	595	914	1,871	1,880	2,615	3,427	4,539
其他流动资产	33	140	100	389	541	709	939
流动资产合计	1,675	5,778	9,069	12,105	18,854	29,500	46,007
%总资产	76.7%	89.0%	79.0%	79.1%	85.2%	89.9%	93.2%
长期投资	8	7	14	20	20	20	20
固定资产	349	550	1,258	1,453	1,520	1,569	1,600
无形资产	136	136	992	1,582	1,582	1,582	1,582
非流动资产合计	508	713	2,411	3,203	3,269	3,318	3,349
%总资产	23.3%	11.0%	21.0%	20.9%	14.8%	10.1%	6.8%
资产总计	2,183	6,491	11,480	15,308	22,123	32,819	49,356
短期借款	7	0	0	0	0	0	0
应付款项	407	912	2,781	2,570	3,639	4,935	6,739
其他流动负债	234	349	981	2,249	2,874	3,731	4,949
流动负债	647	1,261	3,762	4,819	6,512	8,665	11,688
长期借款	0	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	152	150	331	331	331	331	331
负债	800	1,412	4,093	5,150	6,843	8,996	12,019
普通股股东权益	1,383	5,075	6,919	9,781	14,903	23,445	36,960
少数股东权益	0	4	468	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,183	6,491	11,480	14,931	21,746	32,441	48,979

比率分析							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
每股指标							
每股收益(元)	1.835	2.786	4.899	4.179	6.691	10.492	16.017
每股净资产(元)	3.414	11.277	15.377	10.868	16.558	26.050	41.067
每股经营现金净流(元)	1.642	3.174	8.533	4.406	7.662	11.860	17.924
每股股利(元)	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
回报率							
净资产收益率	53.73%	24.70%	31.86%	38.46%	40.41%	40.28%	39.00%
总资产收益率	34.04%	19.31%	19.20%	25.19%	27.69%	29.11%	29.43%
投入资本收益率	209.58%	311.56%	391.93%	2547.50%	-1153.49%	-607.75%	-469.50%
增长率							
主营业务收入增长率	52.22%	49.21%	90.38%	53.04%	47.43%	45.26%	44.45%
EBIT增长率	67.26%	67.83%	83.69%	71.20%	55.44%	56.81%	52.66%
净利润增长率	98.23%	68.71%	75.86%	70.61%	60.09%	56.81%	52.66%
总资产增长率	48.57%	197.37%	76.87%	33.34%	44.52%	48.35%	50.39%
资产管理能力							
应收账款周转天数	0.6	1.4	1.4	2.0	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	149.2	165.7	152.7	150.0	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	27.6	29.9	33.0	30.0	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	29.0	33.3	32.9	33.8	27.9	20.0	14.3
偿债能力							
净负债/股东权益	-74.10%	-92.07%	-93.18%	-99.13%	-103.95%	-106.91%	-108.49%
EBIT利息保障倍数	-59.2	-81.2	-60.6	-	-	-	-

现金流量表 (人民币百万元)							
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
净利润	743	1,254	2,299	3,874	6,022	9,443	14,415
少数股东损益	0	0	0	112	0	0	0
非现金支出	22	33	109	102	133	151	169
非经营收益	-4	0	-121	0	0	0	0
营运资金变动	-96	142	1,553	-11	741	1,080	1,547
经营活动现金净流	665	1,428	3,840	4,077	6,896	10,674	16,132
资本开支	155	214	773	1,090	200	200	200
投资	1	-6	-392	-6	0	0	0
其他	1	1	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-154	-219	-1,164	-1,096	-200	-200	-200
股权募资	0	2,609	2	0	0	0	0
债权募资	-7	-7	-109	0	0	0	0
其他	-82	-167	-361	-57	-900	-900	-900
筹资活动现金净流	-89	2,435	-468	-57	-900	-900	-900
现金净流量	422	3,644	2,208	2,925	5,796	9,574	15,032

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308