

食品饮料行业

报告原因：公司调研

洋河股份 (002304)

承天时之利，谱苏酒新篇章

买入

维持评级

2011年9月15日

公司研究/调研报告

市场数据：2011年9月14日

收盘价(元)	143.18
一年内最高/最低(元)	283.8/102.6
市净率	16.3
市盈率	33.1
流通A股市值(百万元)	56,970

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	7,619	90.4	2,205	75.9	4.90	30.2	31.1	56.8
2011E	12,181	59.9	3,782	71.6	4.20	32.4	34.8	33.1
2012E	17,669	45.1	5,911	56.3	6.57	34.9	35.2	21.2
2013E	24,862	40.7	8,758	48.2	9.73	36.7	34.3	14.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

公司近期市场表现(最近一年)：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

投资要点：

● **白酒行业发展转型，洋河将承天时之利。**我国白酒行业正处在快速发展与结构转型期，随着居民收入的不断提高，中端白酒迅速崛起，产品结构逐步上移，同时，消费逐步向优质企业倾斜，龙头企业优势地位不断巩固，行业集中度逐渐提升。未来，一方面高端白酒的快速提价与发展拉开了白酒行业内部的结构层次，为中端白酒提供了进一步的发展空间；另一方面，城镇中产收入阶层的逐步崛起推动的消费升级也将为中端白酒持续增长创造良好的物质条件，中端白酒有望进一步发展壮大，实现加速前行。在此背景下，洋河作为一家基础扎实、营销渠道畅通且产品结构完善的老牌名酒企业将承天时之利，持续快速发展极为可期。

● **启动5大工程，谱苏酒新篇章。**2011年公司启动5大工程建设，以保持洋河优势，实现洋河速度，谱写苏酒新篇章：(1) **推进集团一体化工程。**努力完成股权一体化工作，打造和强化集团公司的集团管控平台，建立利益、组织框架、资源配置、文化4个一体化。(2) **推进市场全国化工程。**加强洋河、双沟两大品牌市场网络建设，推动品牌结构、区域结构两个优化，以及人员队伍、营销模式创新、激励机制、企业文化等四大保障工作。

(3) **推进技改扩建工程。**持续开展名优酒技改工程和储酒工程建设，保障企业的进一步发展。(4) **推进管理升级工程。**进一步引进先进管理模式嫁接基础管理，向苏宁等其他行业优秀企业学习，打造学习型企业。(5) **推进资本市场的建设工程。**在行业并购上进行探索，为公司持续发展奠定基础。5大工程有助于推动公司产品力、品牌力、渠道力持续优化，利好公司长远发展。

● **持续加强产能建设，为长期发展奠定基础。**洋河是我国第一批白酒产能过万吨企业，上市后公司持续加强产能建设投入，先后开展了名优酒酿造技改二期工程及十万吨名优酒陈化老熟技术改造等项目等工程，使得公司的

生产条件、生产规模、研发能力得到明显改善和提升,目前二期建设已于 10 年 12 月投料,今年 4 月出产。近期公司股东大会已审议通过启动 3 万吨名优酒酿造技改工程、双沟酒业园区包装物流项目、名优酒酿造技术改造工程(三期)及包装物流中心(二期)项目,整体生产能力有望得到进一步增强,强大的基酒生产基础将对公司市场销售的持续增长形成良好支撑。未来,公司将继续坚持可持续发展与质量至上原则,进一步加强产能投入,5 大功能区同步建设,目标建设成为全国规模最大、现代化程度最高的白酒生产园区。

● **省外市场持续增长,进入深度全国化阶段。**作为江苏老牌名酒企业,洋河省内销售基础扎实,具有较强的垄断地位,在此背景下,公司逐步迈开全国化发展步伐,自 2008 年起即提出 5 年全国化发展目标,力争实现所有省份销售超亿元,重点省市过 5 亿元,市场布局到县一级。近年来,已取得显著成效,公司省外市场持续实现高增长,增速远快于省内,至今年上半年,公司省外市场销售占比已由 08 年的 25.52% 上升至 33.21%,预计年底销售过亿元的省份地区将超 20 个,初步目标基本实现。今年年初,公司进一步调整了全国化目标,进入深度全国化阶段,目标在所有省份实现销售收入 3-5 亿元,重点省份 10 亿元,并打造出 3-5 个新江苏。未来,洋河全国化步伐将进一步加快,省外市场发展将为洋河高速增长提供持续动力。

● **精耕细作、滚动发展,实现样板化、连片化、全国化三步走。**在全国化发展战略上,洋河选择精耕细作、滚动发展路径,自 2008 年开始打造样板市场,在省外选重点市场作样板,通过样板市场带动作用实现连片化、全国化目标。2011 年初公司进一步调整样板范围,改变原有的以江苏周边省份为样板的策略,将全国一线城市、省会市场、所有副省级市场均列为样板市场,力求通过重点城市打造,实现由点到线到面的全国化三步走目标。目前,安徽、山东已率先实现销售收入破 5 亿元目标,北上广深、长三角、珠三角等重点市场亦实现突破,部分市场亦已进入拐点发展前期。

● **持续高端化,绵柔苏酒再推产品结构上移。**近年来,公司坚持高端化发展方向,在蓝色经典系列带动下,中高端产品持续快速增长,产品结构不断优化。近期,公司进一步在江苏地区推出高端产品——绵柔苏酒系列,终端售价在 1300 元左右,将为公司产品结构上移再添助力。与当前高端产品不同,绵柔苏酒在产品力上将突出“高而不烈、低而不寡”品质效果,推广上着重展现绿色健康的水乡文化;在品牌力方面主打“苏”这一重要元素,展示鱼米之乡特色,以江苏为主体进行推广;在渠道力上,作为一款高端战略性产品,将侧重高端酒团购主渠道。目前来看,市场反映较好,



经过品质调整后，9 月份将开始推出新款产品，预计月销售收入可达千万。

- **投资建议：**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 4.2、6.57、9.73 元，对应动态 PE 分别为 33.1、21.2、14.3 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济的不确定性；食品安全问题。

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	7,619.09	12,180.62	17,668.64	24,861.65
营业收入	7,619.09	12,180.62	17,668.64	24,861.65
二、营业总成本	4,539.22	6,906.42	9,448.54	12,684.17
营业成本	3,328.59	4,994.06	6,798.25	9,128.95
营业税金及附加	87.33	182.71	265.03	372.92
销售费用	737.00	1,120.62	1,519.50	2,013.79
管理费用	441.17	682.11	954.11	1,292.81
财务费用	-51.76	-73.08	-88.34	-124.31
资产减值损失	-3.10	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	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	3,079.87	5,274.20	8,220.09	12,177.48
加：营业外收入	32.15	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	35.81	6.00	6.00	6.00
五、利润总额	3,076.22	5,272.20	8,218.09	12,175.48
减：所得税	777.53	1,328.59	2,054.52	3,043.87
六、净利润	2,298.69	3,943.61	6,163.57	9,131.61
减：少数股东损益	94.02	161.29	252.09	373.48
归属于母公司所有者的净利润	2,204.67	3,782.31	5,911.48	8,758.13
七、每股收益：	4.90	4.20	6.57	9.73
净利润增长率(%)	75.86	71.56	56.29	48.15

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。