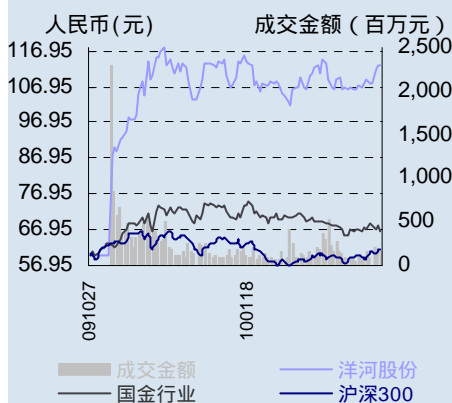


2010年04月09日

市场数据(人民币)

市价(元)	112.60
已上市流通A股(百万股)	45.00
总市值(百万元)	50,670.00
年内股价最高最低(元)	117.90/60.00
沪深300指数	3407.35
中小板指数	6284.77
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《洋河控股双沟只欠东风, 苏酒航母即将横空出世》, 2010.3.12
- 2 《走向蓝海的蓝色经典》, 2009.10.23

陈钢

 (8621)61038215
 cheng@gjzq.com.cn

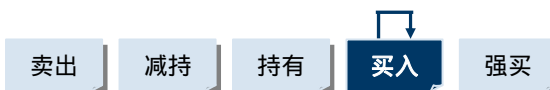
联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

洋河股份 (002304.SZ)

——2010年洋河转型年, 似慢实快求突破


公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	2.776	1.835	2.786	3.849	4.711	5.855
净利润增长率	114.16%	98.29%	68.71%	38.16%	22.40%	24.28%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	3.910	5.115	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	40.92	28.30	23.12	18.60
行业优化市盈率(倍)	103.64	33.64	65.85	65.85	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	0.60	0.74	1.03	0.77
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	36.00	45.00	45.00	45.00
总股本(百万股)	135.00	405.00	450.00	450.00	450.00	450.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 我们认为公司 2010 年将进入转型期: 即不再单纯追求销售的快速增长, 而将以结构调整为主。洋河 10 年的转型主要体现在两大方面: 一是产品结构的调整, 天之蓝将代替海之蓝成为公司主推产品, 此产品 10 年将进入成熟阶段, 有望实现爆发式增长; 二是营销思路的转型, 从过去强调营销的落地, 到更加重视品牌的升空。梦之蓝很可能作为独立子品牌运营, 并承担洋河品牌升空的使命。
- 10 年公司增长空间主要体现在两方面: 一是省内市场产品结构的升级; 二是省外市场的拐点放量, 山东、安徽和上海等核心省外市场将有望放量增长。
- 我们判断洋河的及时转型, 将有效克服发展的两大瓶颈--品牌力瓶颈和资源瓶颈。针对品牌力瓶颈, 目前公司已经未雨绸缪, 通过不断加大央视的投放力度, 以持续提升品牌美誉度。针对资源瓶颈, 公司已经着手进行了一系列资源配置与整合, 同时公司产品结构的升级也将有助缓解资源瓶颈。
- 基于以上判断, 我们认为 10 年公司将因为转型导致增速有所放缓, 但利润率将得到进一步提升。10 年公司销售收入将达到 50.43 亿, 同比增加 25%, 净利润增加至 16.32 亿, 同比增加 30%。10-11 年的 EPS 分别为 3.63 和 4.46 元。
- 洋河成功控股双沟, 其 10 年每股收益将有望提升 6.03%, 10-11 年 EPS 将实现 3.849 和 4.711 元, 以 11 年 30 倍市盈率来估值, 目标价位 141.33 元。

及时转型，未来增长仍可期

- 上周我们在南京参加了公司的股东大会，其后调研了公司在宿迁的酒厂。总体上我们对公司的未来发展充满信心。
- 我们认为公司 2010 年将进入转型期：即不再单纯追求销售的快速增长，而将以结构调整为主。公司 10 年将在两个主要方面实现转型，其增长空间也体现在两个方面：
 - ◆ **10 年的转型主要表现在两方面：**一是产品结构的调整，天之蓝将代替海之蓝成为公司主推产品，2010 年有望呈现爆发式增长；二是营销思路的转型，从强调营销的落地，到重视品牌的升空。品牌的升空尤其体现在超高端梦之蓝的打造上：今年“梦之蓝”从原有的蓝色经典系列中裂变出三个子品牌即：M3、M6、M9。未来公司有可能将以“梦之蓝”为独立品牌，进行事业部管理。目前，公司针对“梦之蓝”系列专门推出了相应的广告词：一个梦，两个梦，三个梦，十三亿人的梦。“中国梦·梦之蓝”的品牌定位已经跃然纸上。

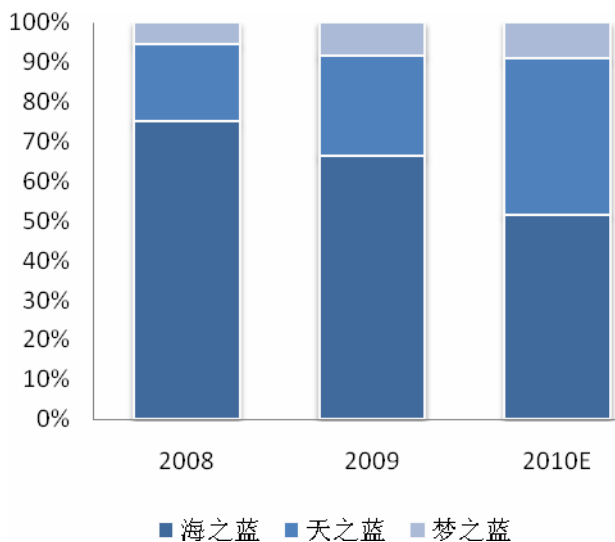
图表1：洋河超高端品牌的新定位：中国梦·梦之蓝



来源：国金证券研究所

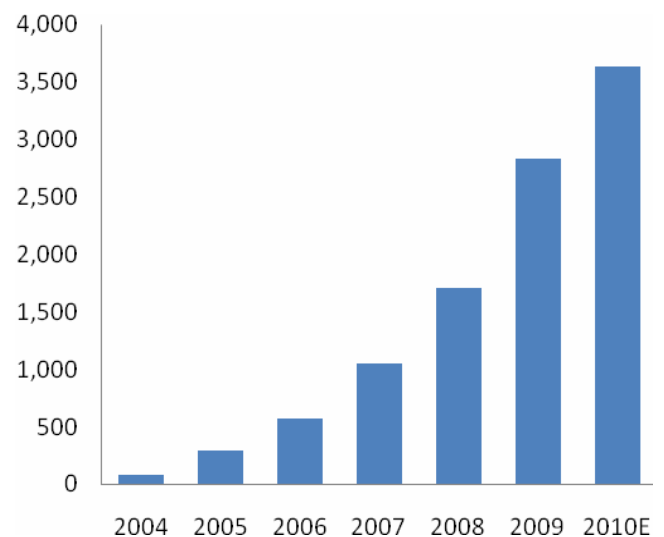
- ◆ **10 年的增长空间主要体现在两个方面：**一是产品结构升级，天之蓝表现有望超预期。我们判断天之蓝已经进入产品放量期，其增长势头将如同前几年的海之蓝，10 年增长将有望继续翻番。

图表2：天之蓝进入快速增长通道



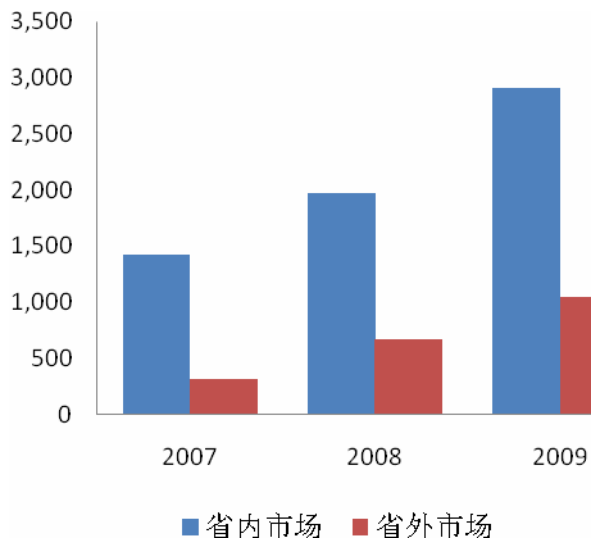
来源：国金证券研究所

图表3：历年蓝色经典系列的销售收入（单位：百万元）

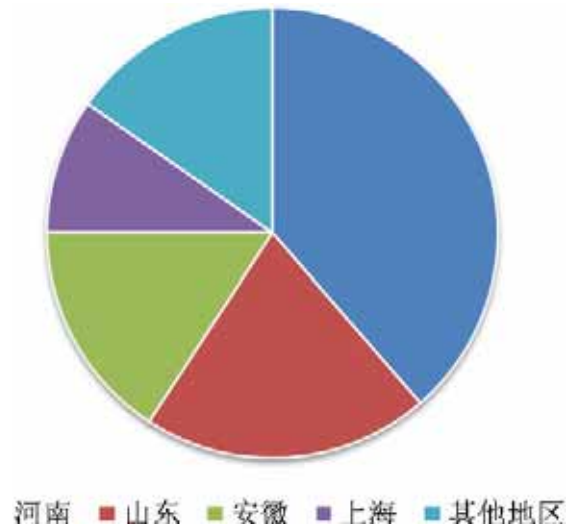


- ◆ **二是部分省外市场进入增长拐点：四大过亿市场放量增长。**10 年，河南市场将有望突破 5 亿大关，山东、安徽和上海等核心省外市场将有望放量增长。

图表4：省内外市场增长情况（单位：百万元）



图表5：省外市场分布情况



来源：国金证券研究所

洋河核心竞争优势，竞争对手难以复制

- 我们认为 2010 年尽管洋河进入调整阶段，但短暂的调整将为公司未来 2-3 年的厚积薄发奠定扎实的基础。整体上洋河将继续延续其错位竞争的思路：跟一线酒比营销，跟二线酒比品牌。
- ◆ 与一线名酒相比，洋河最大的优势来自于激励机制的到位。白酒上市公司只有两家完成了股权激励，洋河是其一。洋河的股权结构设计堪称典范，兼顾各方利益的同时，给予高管和中层足够的激励空间。我们认为洋河激励机制的设计是天时地利人和下的产物，在中国白酒行业中无先例，也难有后者。即使与老窖的股权激励方案相比，洋河上市前的方案也显得到位得多。

图表6：与泸州老窖股权激励方案的比较

	泸州老窖	洋河股份
1	0.04%	4.84%
2	0.04%	4.48%
3	0.03%	1.34%
4	0.03%	1.65%
前 11 位公司高管的股权占比	0.03%	1.30%
5	0.03%	1.30%
6	0.03%	1.30%
7	0.03%	1.30%
8	0.03%	1.30%
9	0.03%	1.30%
10	0.03%	0.55%
11	0.03%	0.55%
公司中层	132 人 分 0.64%	125 人 分 7.74%
总市值	450 亿	500 亿

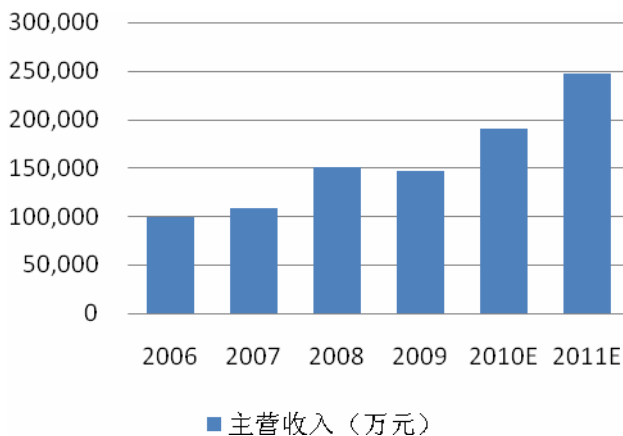
来源：国金证券研究所

- ◆ 公司对中层干部有很强的控制力。有严格的考核，中层干部中同样有调岗和降职的情况。严格的奖惩制度加上足够的激励，确保了企业源源不断的内生动力。
- ◆ 与二线名酒相比，洋河有的是先发优势和品牌基础。次高端白酒营销的核心要素正逐渐公开化、越来越多二线名酒效仿洋河的做法。然而洋河毕竟第一个吃螃蟹的人，当洋河的经验普遍化之后，后来者将很难复制和超越洋河。

洋河新的竞争优势正在形成：收购双沟将形成洋河独有的品牌管理能力和整合能力

- ◆ 正如我们之前报告中的分析，洋河收购双沟 40.60%的股权是志在必得。若股权受让成功，洋河和双沟将实现强强联合，打造出苏酒航母级组合：江苏两大老名酒将组成一家，有利于江苏做大做强整个白酒产业；两公司的中高端产品实现互补，双沟珍宝坊的加盟，无疑将极大的丰富洋河中高端产品组合，增强其中高端白酒的话语权；洋河和双沟的“联姻”将有助于两家企业协同开拓江苏省内市场，实现良性竞争，共同做大苏酒板块。
- ◆ 收购双沟一事除了有望提升洋河的销售与利润之外，我们认为收购后两个企业整合的过程，其意义与影响远比收购本身更加深远。
- ◆ 中国白酒行业相对分散，整合是大势所趋。据有关数据显示，我国目前白酒企业有 2 万多个，达到 500 万以上年销售的规模企业就有 1124 家，行业前 10 在规模企业销售当中，仅占 40% 的市场份额。
- ◆ 面对相对分散的白酒行业，谁率先探索出一套收购整合的经验，谁就可能占据未来竞争的制高点。纵观世界上最大的两家烈性酒企业，皆是通过一系列收购整合，将众多世界顶级烈酒品牌收入囊中，终成烈性酒巨擘。今天洋河对双沟的收购仿佛有这些白酒巨擘昔日的影子，是洋河整合整个白酒行业的一次试水和练兵。双沟如果整合成功，将形成良好的示范作用，带动之后更多的兼并收购与整合。同时，收购整合的过程将有望形成洋河独有的品牌管理能力和整合能力。

图表7：近几年双沟实现了快速增长



来源：国金证券研究所

图表8：双沟酒业的拳头产品：双沟珍宝坊



洋河的两大大瓶颈：品牌瓶颈与资源瓶颈

- 品牌瓶颈：未雨绸缪，以时间换空间
 - ◆ 针对品牌的瓶颈，我们认为洋河有足够的时间和资金去投入，用时间换空间。从品牌积淀来说，洋河的确跟一线品牌还有不小的差距，一时难以望茅台和五粮液之项背，即便跟国窖 1573 和郎酒都有不小的差距。

茅台和五粮液全国性高端品牌的形象毕竟深入人心，泸州老窖和郎酒在高端品牌的投入上比洋河起步更早，而汾酒和古井贡则曾经都辉煌过，瘦死的骆驼比马大。

然而，品牌上的差距并不是无法赶超的，远看老窖、近看郎酒都是非常成功的案例。我们认为洋河未来将效仿郎酒的做法，将逐步加大央视的投放力度，不断提升品牌美誉度。目前“梦之蓝”作为公司高端产品代表，仍处于培育期，是公司为未来埋下的“伏笔”。

- ◆ 洋河主推天之蓝，意图将竞争带入新的价格维度（终端价 250-500 的维度）。对于这个价位维度，二线名酒短时间内没有实力染指，一线名酒则无暇顾及，洋河直接的竞争对手只有剑南春一家。剑南春这几年的“低调”，恰恰给洋河上位的时机。
- ◆ 今年洋河在央视的广告只是开始，未来的投放将有增无减。今年洋河以 6000 万取得青歌赛冠名权，冠以洋河蓝色经典—天之蓝杯。50 场次的青歌赛从四月中旬开播，将拉开洋河借助央视平台系统提升品牌力的序幕。

图表9：洋河与古井贡的比较



来源：国金证券研究所

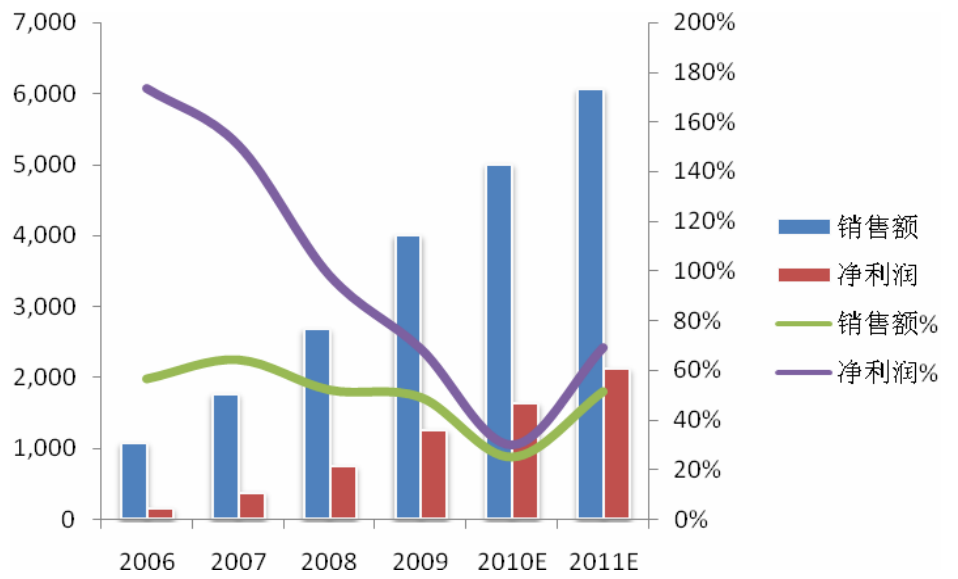
■ 资源瓶颈，有待资源整合

- ◆ 面对这几年快速增长，洋河的资源瓶颈问题，尤其是基酒资源短板将很可能成为洋河未来高速发展的最大瓶颈。孔府家的由盛转衰以及水井坊的上升“天花板”都是前车之鉴。
- ◆ 我们认为市场上普遍担心的资源瓶颈问题并非无风不起浪，但也不必在这个问题上矫枉过正。公司很清楚主导品牌，尤其是天之蓝和梦之蓝的品质稳定是第一位的，也有能力确保主导品牌品质的稳定。针对非主导品牌，公司适当整合全国性资源也无可厚非。
- ◆ 通过资源的有效调配与整合，我们相信公司有能力和平衡好发展的速度与发展的质量。

销售预测及估值

- 基于以上判断，我们认为 10 年公司将因为转型导致增速有所放缓，但利润率将得到进一步提升。10 年公司销售收入将达到 50.43 亿，同比增加 25%，净利润增加至 16.32 亿，同比增加 30%。10-11 年的 EPS 分别为 3.63 和 4.46 元。
- 洋河成功控股双沟，其 10 年每股收益将有望提升 6.03%，10-11 年 EPS 将实现 3.849 和 4.711 元，以 11 年 30 倍市盈率来估值，目标价位 141.33 元。

图表10：洋河 10 年调结构为主，增速将放缓（单位：百万元）



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,762	2,682	4,002	5,043	6,064	7,256
增长率		52.2%	49.2%	26.0%	20.3%	19.7%
主营业务成本	-908	-1,278	-1,662	-1,980	-2,363	-2,788
% 销售收入	51.5%	47.7%	41.5%	39.3%	39.0%	38.4%
毛利	854	1,404	2,340	3,063	3,701	4,468
% 销售收入	48.5%	52.3%	58.5%	60.7%	61.0%	61.6%
营业税金及附加	-16	-27	-42	-50	-61	-73
% 销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-138	-227	-405	-555	-546	-580
% 销售收入	7.9%	8.4%	10.1%	11.0%	9.0%	8.0%
管理费用	-113	-170	-246	-378	-546	-653
% 销售收入	6.4%	6.3%	6.1%	7.5%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	587	981	1,647	2,079	2,549	3,162
% 销售收入	33.3%	36.6%	41.1%	41.2%	42.0%	43.6%
财务费用	0	17	21	97	118	160
% 销售收入	0.0%	-0.6%	-0.5%	-1.9%	-1.9%	-2.2%
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	0	1	131	157	188
% 税前利润	0.7%	0.0%	0.0%	5.7%	5.5%	5.4%
营业利润	590	998	1,666	2,306	2,824	3,510
营业利润率	33.5%	37.2%	41.6%	45.7%	46.6%	48.4%
营业外收支	-10	-6	8	3	3	3
税前利润	580	993	1,673	2,309	2,827	3,513
利润率	32.9%	37.0%	41.8%	45.8%	46.6%	48.4%
所得税	-205	-250	-420	-577	-707	-878
所得税率	35.3%	25.2%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	375	743	1,254	1,732	2,120	2,635
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	375	743	1,254	1,732	2,120	2,635
净利率	21.3%	27.7%	31.3%	34.3%	35.0%	36.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	375	743	1,254	1,732	2,120	2,635
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	22	33	61	81	88
非经营收益	-3	-4	0	-115	-160	-191
营运资金变动	85	-96	142	169	65	73
经营活动现金净流	477	665	1,428	1,847	2,106	2,605
资本开支	-80	-155	-214	-790	-6	-407
投资	-6	1	-6	-1	0	0
其他	4	1	1	131	157	188
投资活动现金净流	-82	-154	-219	-660	151	-219
股权募资	0	0	2,609	0	-190	0
债权募资	-78	-7	-7	-150	0	0
其他	-38	-82	-167	0	-59	-59
筹资活动现金净流	-115	-89	2,435	-150	-248	-59
现金净流量	280	422	3,644	1,036	2,009	2,327

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	610	1,032	4,676	5,712	7,721	10,049
应收款项	33	15	47	156	187	224
存货	450	595	914	868	1,036	1,222
其他流动资产	26	33	140	200	238	281
流动资产	1,119	1,675	5,778	6,936	9,183	11,776
% 总资产	76.2%	76.7%	89.0%	82.9%	87.1%	87.5%
长期投资	9	8	7	8	7	7
固定资产	216	349	550	1,273	1,194	1,509
% 总资产	14.7%	16.0%	8.5%	15.2%	11.3%	11.2%
无形资产	115	136	136	144	152	160
非流动资产	350	508	713	1,427	1,355	1,677
% 总资产	23.8%	23.3%	11.0%	17.1%	12.9%	12.5%
资产总计	1,469	2,183	6,491	8,363	10,538	13,453
短期借款	14	7	0	0	0	0
应付款项	373	407	912	1,050	1,252	1,474
其他流动负债	209	234	349	561	662	778
流动负债	596	647	1,261	1,611	1,914	2,252
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	152	152	150	0	0	0
负债	748	800	1,412	1,611	1,914	2,253
普通股股东权益	721	1,383	5,075	6,748	8,620	11,196
少数股东权益	0	0	4	4	4	4
负债股东权益合计	1,469	2,183	6,491	8,363	10,538	13,453

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	2.778	1.835	3.039	3.849	4.711	5.855
每股净资产	5.339	3.414	11.277	14.996	19.156	24.881
每股经营现金净流	3.535	1.642	3.174	4.104	4.681	5.788
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	51.99%	53.73%	24.70%	25.67%	24.59%	23.53%
总资产收益率	25.51%	34.04%	19.31%	20.71%	20.12%	19.58%
投入资本收益率	51.61%	52.82%	24.29%	23.09%	22.17%	21.17%
增长率						
主营业务收入增长率	64.45%	52.22%	49.21%	26.00%	20.25%	19.65%
EBIT增长率	105.56%	67.26%	67.83%	26.26%	22.59%	24.06%
净利润增长率	114.16%	98.29%	68.71%	38.16%	22.40%	24.28%
总资产增长率	41.69%	48.57%	197.37%	28.85%	26.00%	27.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.0	0.6	1.4	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	153.7	149.2	165.7	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	33.7	27.6	29.9	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	39.4	32.1	45.0	80.7	56.4	57.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-82.67%	-74.10%	-92.07%	-84.59%	-89.53%	-89.71%
EBIT利息保障倍数	1,822.3	-57.9	-79.7	-21.5	-21.6	-19.8
资产负债率	50.94%	36.65%	21.75%	19.26%	18.16%	16.74%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	2	6	6	6
买入	3	6	8	9	10
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.85	1.75	1.73	1.72

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-10-23	持有		70.25 ~ 77.28
2 2010-03-12	买入	106.01	N/A

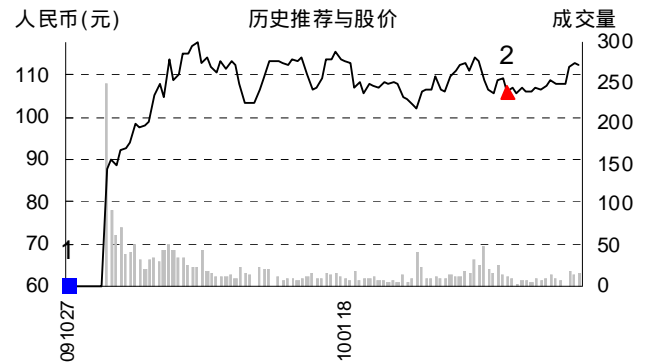
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我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。