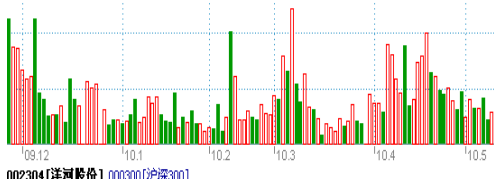
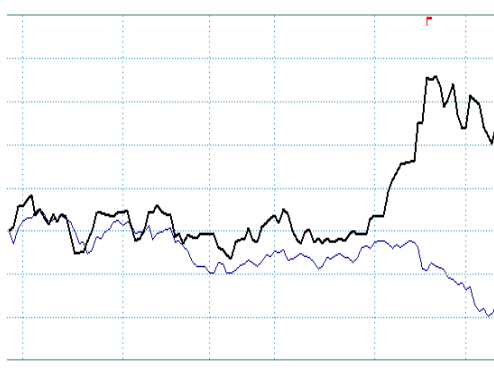




洋河股份(002304):产能扩张, 结构升级, 延续高增长

近半年该股与沪深300指数走势

002304(洋河股份) -> 日线 09.11.26~10.05.21



基础数据

总股本(百万股)	450
实际流通A股(百万股)	449.9
实际流通A股市值(亿元)	64.01

研究员: 任睿
电话: 025-933367888-3205
邮箱: rren@njzq.com.cn

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

● 内容提要

公司评级: 推荐

- **产品结构升级。**公司拥有高中低档三大产品系列,对应蓝色经典系列,洋河大曲系列和敦煌古酿系列。10年第一季度相对高端的蓝色经典系列销售占比比09年末上升了5个百分点,营业收入比上期增长5.40%,蓝色经典系列等中高档产品的市场占有率显著提高,销售结构不断优化,天之蓝和梦之蓝销售增速明显快于海之蓝。
- **做大市场蛋糕,省外放量,省内持续高速增长。**公司销售全国化分三阶段,目前,公司全国化三步走战略已经进入第二步。公司70%以上的收入来自于省内,今年一季度省内销售继续保持了高速增长态势,省外销售收入占比由原来09年的26.5%上升到了30%。江苏省白酒产量增速明显落后于全国增速,江苏省白酒产量在全国产量占比呈下降趋势,省内市场依然具有空间。全国2009年23.82%的白酒产量增长,江苏省产量占比不足5%。随着省外市场布局逐步进入收获期,洋河的省外市场有望加速增长。
- **收购双沟,进一步巩固省内市场地位。**洋河和双沟是江苏省本地品牌中排名前2位的公司,二者联合,将使得洋河成为江苏唯一一家拥有双名优品牌的白酒企业,理顺结构后,可以增强对经销商的议价能力,渠道资源进一步优化,减少本省内的恶性竞争,进一步巩固在省内的地位。
- **准确的市场定位和销售策略。**深耕省内市场,从小扶持,同时用产品升级确保省内市场的增长。通过渠道和产品划分,扩大进入渠道和规模。在省外市场,公司通过团购等渠道,逐步扩大在省外市场的占有率。1+1的营销策略,使得公司并不过分依赖于经销商,在发展和产品策略上拥有更强的独立性。目前公司品牌处于全面铺开阶段,

省外份额今年将继续保持增长势头，预计销售比例会达到35%，而省内销售份额预计会下降至65%。

- **二期改造，产能扩张，再造洋河指日可待。**年产名优基础酒20000吨，其中优级基础酒占60%(12000吨);普优级基础酒占40%(8000吨);经3年以上陈化老熟的基础酒作为业主生产线后工序的原料。项目达成后可新增净利润28748万元。拟建设10万吨名优酒陈化老熟技改项目，根据可研报告，项目所得税后全部投资财务内部收益率为19.84%;所得税后投资回收期6.86年(含建设期2年)，该项目在计算期内投资能够收回。项目全部达产后年可新增效益11027万元，将大大提升公司盈利能力。
- **盈利预测及投资建议：**公司2010年、2011年和2012年每股收益分别为4.17元、5.50元和6.92元。对应2010年PE为34.09倍，对应2011年的PE25.88倍，目前股价相对合理，考虑到公司的成长性，给予推荐评级。我们密切关注公司整合双沟后的业绩增长。
- **风险提示：**产量增长过快，带来价格下跌；整合双沟后品牌冲突，业绩表现低于预期。

正文目录

一、公司基本情况介绍.....	- 2 -
二、产品结构升级.....	- 3 -
三、做大市场蛋糕，省外放量，省内持续增长	- 5 -
四、收购双沟，进一步巩固省内市场地位	- 6 -
五、准确的市场定位和销售策略	- 7 -
六、二期改造，产能扩张，再造洋河指日可待	- 7 -
七、盈利预测.....	- 8 -

图表目录

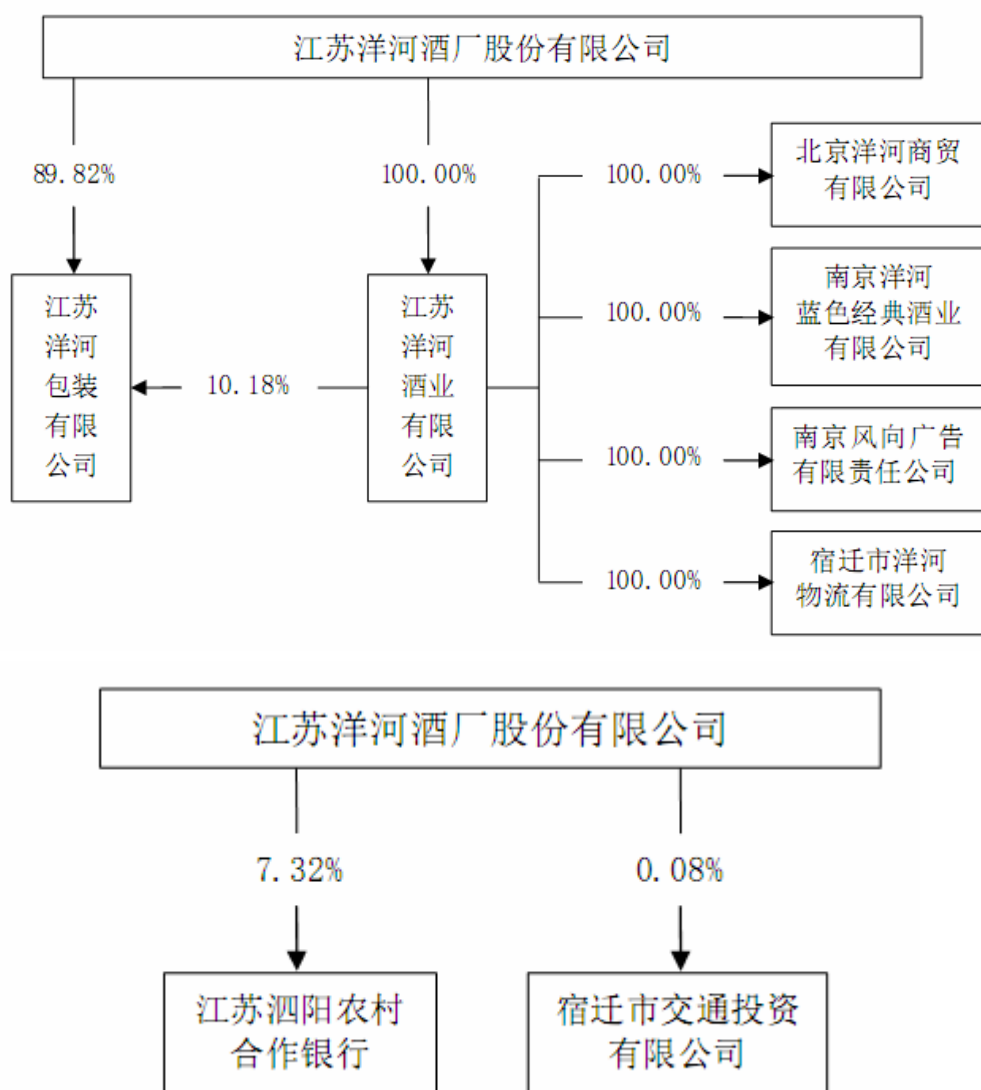
图表 1 洋河股份控股和参股公司.....	- 2 -
图表 2 公司品牌划分.....	- 3 -
图表 3 主要白酒企业净利润和营业收入.....	- 3 -
图表 4 中档酒成本占比.....	- 3 -
图表 5 普通酒成本占比.....	- 4 -
图表 6 主要白酒企业 ROE.....	- 4 -
图表 7 江苏省白酒产量及增速.....	- 5 -
图表 8 全国白酒产量及增速.....	- 6 -
图表 9 公司营销网点布局.....	- 7 -
图表 10 盈利预测基本假设:	- 8 -
图表 11 公司近几年财务指标.....	- 8 -
图表 12 利润表.....	- 9 -
图表 13 近半年股价相对于沪深 300 走势.....	- 10 -

一、公司基本情况介绍

江苏洋河酒厂始建于1949年7月，原名淮海贸易公司三分公司洋河槽坊，后改称苏北淮阴区酒类专卖事业公司洋河制酒厂，1951年9月更名为苏北行署专卖事业公司洋河酒厂，1953年4月更名为地方国营洋河酒厂，1986年8月更名为江苏洋河酒厂。1997年5月，经江苏省人民政府批准，江苏洋河酒厂整体改制为洋河集团，目前是由宿迁市国资委履行出资人职责的国有独资公司。

公司股权结构：公司控股4家公司，参股2家公司。收购双沟后，公司占有双沟40%的股权，成为又一参股公司。

图表 1 洋河股份控股和参股公司



资料来源：南京证券研究所

二、产品结构升级

公司拥有高中低档三大产品系列，对应蓝色经典系列，洋河大曲系列和敦煌古酿系列。10年第一季度相对高端的蓝色经典系列销售占比比09年末上升了5个百分点，其中海之蓝在第一季度提价5%，营业收入比上期增长75.40%，系公司深度推进全国化战略，蓝色经典系列等中高档产品的市场占有率显著提高，销售结构不断优化，天之蓝和梦之蓝销售增速明显快于海之蓝。

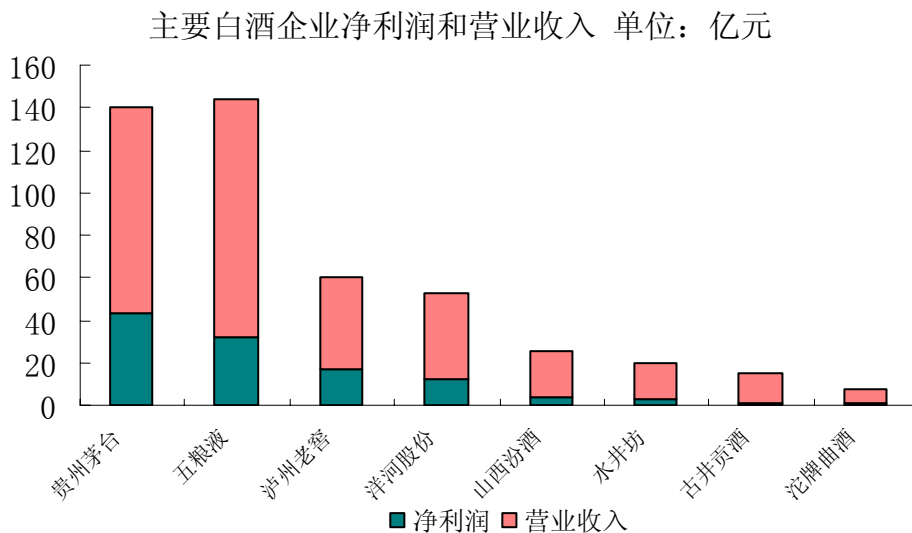
图表 2 公司品牌划分

公司品牌	原有竞争品牌	新近挑战品牌
1、洋河蓝色经典	五粮液、茅台酒、国窖 1573、水井坊、剑南春、口子窖、五粮春	苏酒、国缘、珍宝坊
2、洋河大曲	口子坊、高炉家酒、百年皖酒、迎驾酒	今世缘、金银双沟
3、敦煌古酿	双沟大曲、稻花香、浏阳河、金六福、分金亭、绵竹大曲、尖庄	汤沟、高沟、种子

资料来源：南京证券研究所

公司净利润在营业收入中的占比在同行业中处于较高水平，ROE在全行业中最高。在成本中包装和粮食占据了白酒和基酒的主要部分，这2部分成本相对稳定。

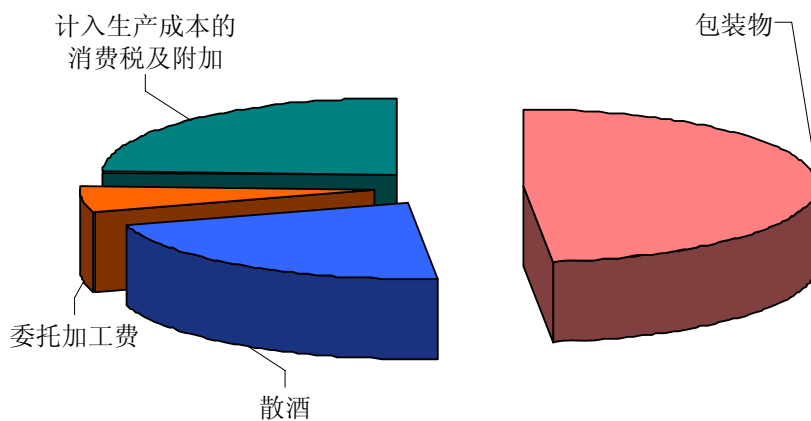
图表 3 主要白酒企业净利润和营业收入



资料来源：南京证券研究所

图表 4 中档酒成本占比

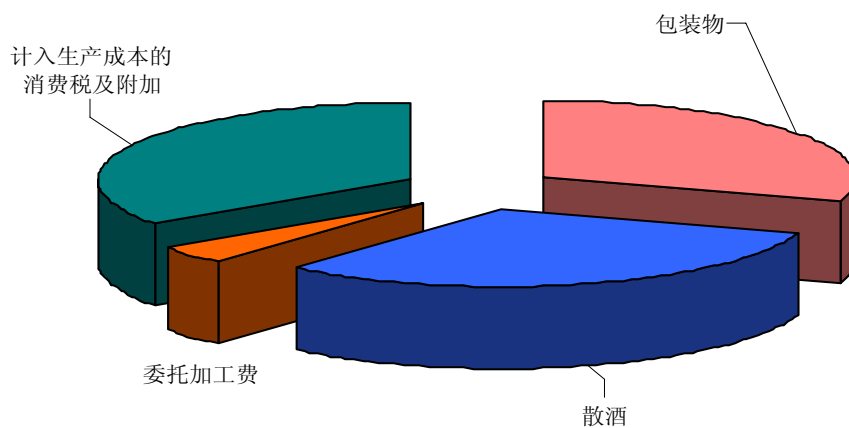
中高档酒成本占比



资料来源：南京证券研究所

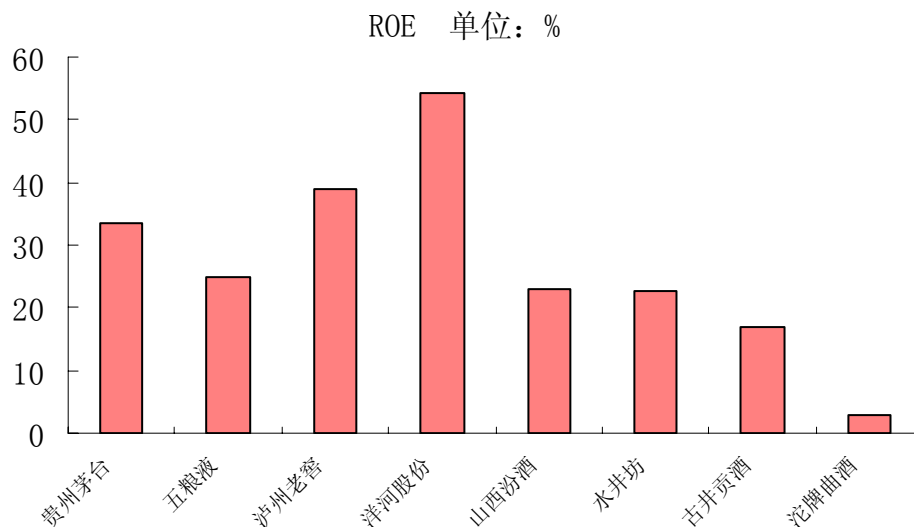
图表 5 普通酒成本占比

普通酒成本占比



资料来源：南京证券研究所

图表 6 主要白酒企业 ROE



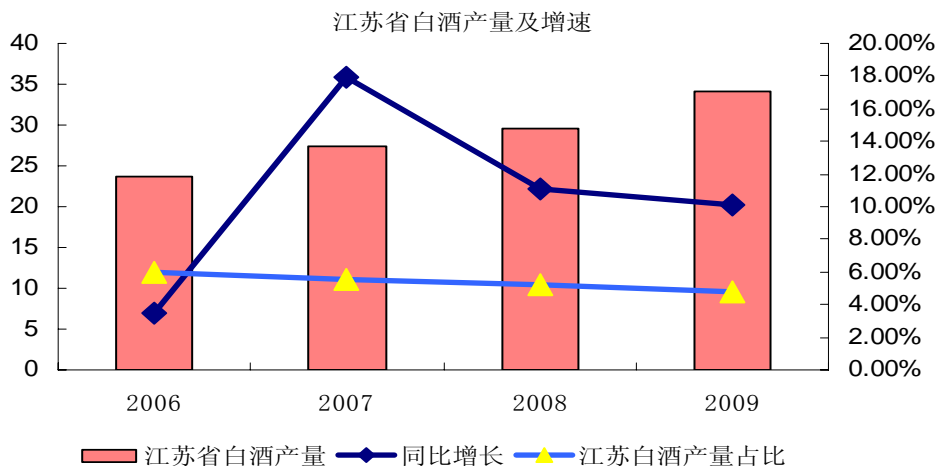
资料来源：南京证券研究所

三、做大市场蛋糕，省外放量，省内持续增长

公司销售全国化分三阶段，第一阶段08-09年，要求省外市场年增长率达到100%，这一目标基本实现；第二阶段10-11年，要求大部分省销售收入超亿元。目前河南、山东、安徽等省已超亿元收入；第三阶段是2012年，要求所有省份收入超亿元，重点省份超5亿元。目前，公司全国化三步走战略已经进入第二步。公司70%以上的收入来自于省内，今年一季度省内销售继续保持了高增长态势，省外销售收入占比由原来09年的26.5%上升到了30%。

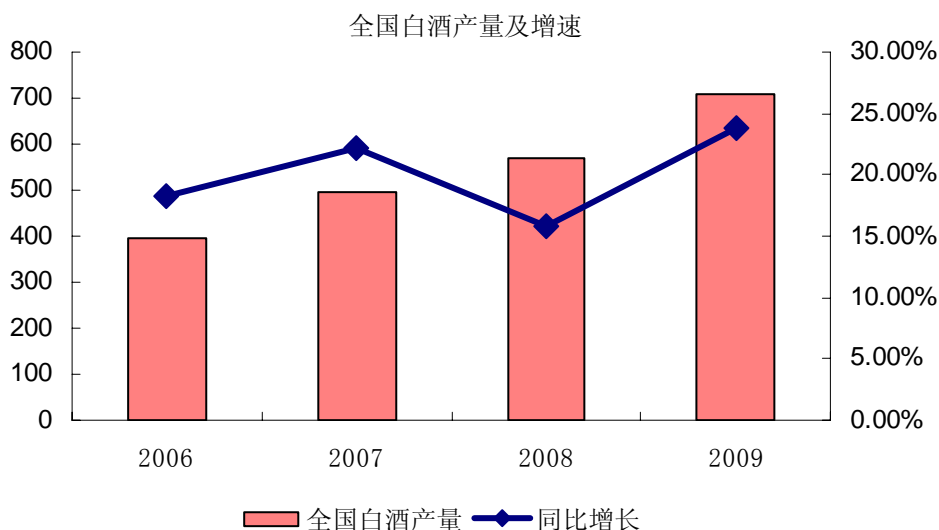
江苏省白酒产量增速明显落后于全国增速，江苏省白酒产量在全国产量占比重呈下降趋势，省内市场依然具有空间。全国2009年23.82%的白酒产量增长，江苏省产量占比不足5%。随着省外市场布局逐步进入收获期，洋河的省外市场有望加速增长。

图表 7 江苏省白酒产量及增速



资料来源：南京证券研究所

图表 8 全国白酒产量及增速



资料来源：南京证券研究所

四、收购双沟，进一步巩固省内市场地位

政策扶持：宿迁市在《关于推进酒业快速发展，打造“酒都宿迁”的意见》政府文件中，明确提出设立“宿迁市酒业发展专项资金”。2010 年及“十二五”规划期内，对“洋河”、“双沟”两大分区1,000 万元以上的技改项目免收市权规费。在政府的大力扶持下，洋河成功购买了双沟 40.59%的股权,成为双沟第一大股东。宿迁市洋河双沟产业园被授予江苏省第一批新型工业化产业示范基地。洋河工业园规划面积10平方公里,双沟工业园5平方公里,两者未来分别可达到 300 亿元和200亿元的规模。收购双沟后，我们预计洋河今年在江苏市场上的占有率

将超过30%。

洋河和双沟是江苏省本地品牌中排名前2位的公司，二者联合，将使得洋河成为江苏唯一一家拥有双名优品牌的白酒企业，理顺结构后，可以增强对经销商的议价能力，渠道资源进一步优化，减少本省内的恶性竞争，进一步巩固在省内的地位。

费用的下降，经验的共享，产品定位互补和丰富的产品线将成为收购双沟后最直接的效益体现。成立苏酒实业公司，由洋河和双沟共同合作，搭建整合双方营销资源的平台。

五、准确的市场定位和销售策略

公司拥有很强的管理和营销团队，对渠道的控制能力很强，1+1的的营销策略，使得公司并不过分依赖于经销商，在发展和产品策略上拥有更强的独立性。目前公司品牌处于全面铺开阶段，省外份额今年将继续保持增长势头，预计销售比例会达到35%，而省内销售份额预计会下降至65%。

准确的市场定位：深耕省内市场，省内市场已经做到以县划分经销，从小扶持，同时用产品升级确保省内市场的增长。通过渠道和产品划分，扩大进入渠道和规模。在省外市场，公司通过团购等渠道，逐步扩大在省外市场的占有率。完整的销售人员考核体系，确保了快速扩张中销售能力的提升。

图表 9 公司营销网点布局

销售地区	营销网点
江苏	南京、镇江、扬州、泰州、南通、苏州、无锡、常州、盐城、宿迁、徐州、连云港、淮安
南部	上海、皖南、皖中、皖北、福建、江西、浙江、湘鄂、云川渝、黔贵、海南、广州、深圳、粤中、粤东、粤西
中部	豫北、豫中、豫东、豫西、鲁南、鲁中、鲁东、晋陕、西北
北部	北京、东北、华北、辽宁

资料来源：南京证券研究所

六、二期改造，产能扩张，再造洋河指日可待

该技术改造工程在江苏洋河酒厂股份有限公司现有的北厂区内部分区域以及拟新增用地范围（洋河中大街向西延伸线以北、宿淮铁路以东、古黄河以南、酒

家北路以西)内实施,新增项目用地。年产名优基础酒20000吨,其中优级基础酒占60%(12000吨);普优级基础酒占40%(8000吨);经3年以上陈化老熟的基础酒作为业主生产线后工序的原料。根据科研报告,本项目正常年可实现销售收入92000万元,年平均利税49376.20万元,年平均利润38329.59万元。项目达成后可新增净利润28748万元,将大大提升公司盈利能力。

公司拟建设10万吨名优酒陈化老熟技改项目,项目内容包括研发中心、建造2400吨、800吨、400吨酒罐及配套厂房和设备。项目全部达产后年可新增效益11027万元。根据可研报告,项目所得税后全部投资财务内部收益率为19.84%;所得税后投资回收期6.86年(含建设期2年),该项目在计算期内投资能够收回。

七、盈利预测

图表 10 盈利预测基本假设:

产品	项目	2012E	2011E	2010E	2009年	2008年	2007年
中高档白酒	销量(吨)	49500	42500	35000	26619	20797	14027
	销售单价(元/吨)	151162	142606	134534	126919	103880	94046
	营业收入(万元)	748252	606074	470868	337843	216039	131919
普通白酒	销量(吨)	135000	120000	85000	58838	52381	45260
	销售单价(元/吨)	10307	10105	9907	9712	9404	9281
	营业收入(万元)	139141	121256	84205	57145	49259	42005
白酒收入合计		887393	727330	555073	394988	265298	173924
白酒成本							
中高档白酒	成本单价(万元/吨)	4.62	4.51	4.40	4.21	3.87	3.67
	成本(万元)	228,826	191,675	154,000	111,962	80,484	51,479
普通白酒	成本单价(元/吨)	0.93	0.90	0.88	0.85	0.86	0.82
	成本(万元)	125550	108000	74800	49836	45048	37113
成本合计		354376	299675	228800	161798	125532	88592

资料来源:南京证券研究所

图表 11 公司近几年财务指标

	2006A	2007A	2008A	2009A	20101Q
综合毛利率(%)	47.38%	48.48%	52.35%	58.47%	60.09%
归属母公司净利润率(%)	16.33%	21.27%	27.70%	31.32%	37.31%
净资产收益率(%)	46.20%	51.99%	53.73%	24.70%	12.45%
资产负债率(%)	63.47%	50.94%	36.65%	21.75%	20.29%
营业费用(万元)	12,096	13,837	22,659	40,518	12,057
营业费用率(%)	11.29%	7.85%	8.45%	10.12%	6.24%
管理费用(万元)	8,843	11,297	16,973	24,598	6,224
管理费用率(%)	8.25%	6.41%	6.33%	6.15%	3.22%
财务费用(万元)	550	32	-1,696	-2,065	-404

财务费用率 (%)	0.51%	0.02%	-0.63%	-0.52%	-0.21%
期间费用(万元)	21,489	25,166	37,936	63,051	17,877
期间费用率 (%)	20.06%	14.28%	14.14%	15.75%	9.25%

资料来源：南京证券研究所

图表 12 利润表

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	268,220	400,205	561,073.22	733,329.90	893,393.00
增长率	52.22%	49.21%	40.20%	30.70%	21.83%
减：营业成本	127,807	166,225	233,300.00	304,175.00	358,876.13
毛利率	52.35%	58.47%	58.42%	58.52%	59.83%
减：营业税金及附加	2,660	4,186	5,611	7,333	8,934
销售费用	22,659	40,518	50,497	66,000	80,405
销售费用率	8.45%	10.12%	9%	9%	9%
管理费用	16,973	24,598	33,664	44,000	53,604
管理费用率	6.33%	6.15%	6%	6%	6%
财务费用	-1,696	-2,065	-2,244	-2,933	-3,574
财务费用率	-0.63%	-0.52%	-0.40%	-0.40%	-0.40%
期间费用率	14.14%	15.75%	14.60%	14.60%	14.60%
资产减值损失	1	249	0	0	0
投资净收益	18	75	10000	15000	20000
营业利润	99,835	166,569	250,246	329,755	415,148
增长率	69.29%	66.84%	50.24%	31.77%	25.90%
加：营业外收入	684	2,087	2000	2000	2000
减：营业外支出	1,235	1,325	1600	1600	1600
利润总额	99,284	167,331	250,646	330,155	415,548
增长率	71.31%	68.54%	49.79%	31.72%	25.86%
利润率	37.02%	41.81%	44.67%	45.02%	46.51%
减：所得税费用	24,978	41,970	62,862	82,803	104,219
实际税负比率	25.16%	25.08%	25.08%	25.08%	25.08%
净利润	74,306	125,361	187,784	247,352	311,328
归属母公司所有者的净利润	74,306	125,362	187,774	247,342	311,318
增长率	98.29%	68.71%	49.79%	31.72%	25.87%
净利润率	27.70%	31.32%	33.47%	33.73%	34.85%
少数股东损益	0	-1	10	10	10
总股本(万股)	40,500	45,000	45,000	45,000	45,000
每股收益(元)	1.65	2.79	4.17	5.50	6.92
PE	86.21	50.99	34.09	25.88	20.56

附注：PE以5月26日收盘价计算

资料来源：南京证券研究所

公司的股价表现强于大盘，以5月26日收盘价计算，公司对应2010年PE为34.09倍，对应2011年的PE25.88倍，目前股价相对合理，考虑到公司的成长性，给予推荐评级。我们密切关注公司整合双沟后的业绩增长。

图表 13 近半年股价相对于沪深 300 走势



资料来源：南京证券研究所

风险提示：产量增长过快，带来价格下跌；整合双沟后品牌冲突，业绩表现低于预期。

南京证券上市公司投资评级标准:

- 强烈推荐: 六个月内预计涨幅大于 30%;
- 推荐: 六个月内预计涨幅为 10%-30%之间;
- 中性: 六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间;
- 回避: 六个月内预计涨幅为-10%及以下。