

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名: 赵军

Tel: 021-68634510-8562

E-Mail: zj2890@xcsc.com

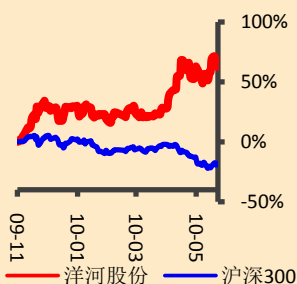
姓名: 朱毅

Tel: 021-68634510-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

市场数据	2010/5/27
收盘价(元)	142.25
一年内最高价(元)	152.99
一年内最低价(元)	87.66
市净率	11.8
流通A股市值(亿元)	64.0

上市后股价与大盘的涨幅



相关研究报告:

《资产收购加速规模效应, 业务整合是关键》2010/03/12

《男人情怀激荡男人需求》

2010/04/21

《酒业投资和金融投资续绘宏伟战略展开图》2010/05/11

《机会和实力共振, 未来白酒业的新龙头》2010/05/23

《经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》

2010/05/20

事件: 我们近期对公司进行了调研, 与公司董事长、董秘以及其他高管进行了深入友好地交流。本次调研参与的投资者较多, 谈及的问题也比较宽泛, 我们就其中比较重要的问题介绍如下, 并作简要点评:

□ **现有整合进程顺利。**自收购双沟以来, 在人事和组织结构方面发生了较多的变动, 例如: 1) **人事方面**, 原双沟酒业的董事长兼党委书记赵凤琦在整合后担任洋河股份的党委书记, 5月27日的临时股东大会通过其担任公司董事的议案, 随后的董事会选举其担任公司副董事长; 原双沟酒业的总经理李风云, 目前已经担任洋河股份的副总裁, 临时股东大会通过其担任公司董事的议案; 而公司总经理张雨柏将担任双沟酒业的董事长, 此外公司提名的董事占双沟酒业董事会成员的绝对多数, 对双沟酒业的生、经营、财务实现了实质性控制。2) **组织结构方面**, 公司将整合销售公司, 即将原双沟酒业的销售公司和洋河股份的销售公司进行整合。最终整合后的公司架构如下: 洋河股份旗下将有洋河包装、洋河酒酿造分公司(原洋河酒酿制生产部分)、**苏酒实业**、双沟酒业、泗阳农合行等五家子公司, 而其子公司**苏酒实业**将是公司的营销统管平台, 旗下将有洋河酒业和双沟工贸。

□ **营销整合是利益整合和文化整合的最佳切入点。**5月27日的董事会通过了设立《关于出资设立江苏苏酒实业股份有限公司的议案》。苏酒实业由公司和双沟酒业共同出资, 其中上市公司占有苏酒实业85%的股权, 而双沟酒业占有苏酒实业15%的股权, 如果考虑上市公司对双沟酒业的股权占比, 整个上市公司股东实际拥有苏酒实业91%的股权比例, 整体的结果还算理想, 符合双方的共同战略利益。我们完全赞同公司董事长对其营销整合的看法, 即营销整合是利益整合和文化整合的最佳切入点。我们在报告《男人情怀激荡男人需求》中提到比渠道整合更高一层的是营销整合, 目前组织架构的调整只是其营销整合的第一步, 未来在品牌定位、产品开发、定价、推广等方面将进一步实现营销整合。随着营销整合的逐步深入, 最后才能实现强强联合之后的1+1>2的规模经济效应, 这种规模经济不仅在于内耗的减少, 成本的降低, 更为重要的是理念的融合互补, 市场层面的共同拓展, 增加创收才是营销整合的最大受益之处。

□ **对双沟酒业的股权占比仍有较大的想象空间。**我们在《男人情怀激荡男人需求》和《酒业投资和金融投资续绘宏伟战略展开图》中提到, 洋河收购双沟时有一个对双沟巨额的投资承诺, 未来扩大对双沟酒业股权比例的想象空间巨大。我们认为, **洋河与双沟整合的关键是利益的整合, 而用洋河股份的股权来换双沟酒业其它近60%的股权, 才能实现双方利益的完全整合, 也是最优的方案。**除此以外, 采用单方增资或非原比例增资的方式实现股权比例的扩大, 都将是次优的选择, 会留有隐患。因为未来在品牌定位上的整合可能因双沟酒业股权的问题而牵涉到利益的问题, 从而影响整合的进程。此外换一个角度讲, 洋河卓越的经营能力必将大大改善双沟的经营业绩, 上市公司股东有理由要求对双沟酒业更大的股权比例, 从而分享双沟酒业业绩改善的

收益。对于这一问题，公司董事长表示双方整合如果能够从战略的角度来看未来，什么事都可以解决。因此，我们认为未来对双沟的股权占比进一步提高的可能性是存在的。

- **收购双沟酒业对报表的业绩贡献。**我们在之前的盈利预测中已经将双沟并入了报表，只是当时指出是一种假设，其实并不并表只是对收入有影响，对最终归属于母公司的净利润没有影响。而公司在《第三届董事会第九次会议决议公告》中提到，双沟酒业是公司控股子公司，纳入合并报表范围。这与我们的预期一致。
- **公司的基酒供应具有一定的保障。**对于市场担心，洋河基酒的供应能否跟上市场快速的发展。公司董事长解释说，洋河既有的生产能力较强；历史上一一直重视基酒的生产，1995-2003 年，洋河发展处于低谷，2002 年白酒全行业亏损，那时候很多企业减少基酒生产，但洋河没有；而最近三四年公司基酒产能每两年翻一番。所以洋河的基酒供应能够满足市场的需求。所以对于洋河的基酒供应，我们觉得市场的担心有一定的道理，但这种担心也是可以适当消除的。
- **公司管理层思维清晰，具有长远战略眼光。**我们从公司董事长对公司品牌处于什么样的阶段的回答以及公司董事长对公司广告词的点睛之笔中看出，董事长具有难得的战略眼光。董事长认为，产品有生命周期，品牌可以摆脱生命周期而永葆青春活力，并认为年轻的品牌具备四点：品牌是年轻的；不断的创新精神、整个企业职工和管理层的拼搏精神和创业精神、具备力量。我们认为持续的创新精神才是青春永驻的关键，洋河在产品包装和产品开发、推广等方面的持续创新，就是最好的创新例证。此外，公司董事长将雨果诗中的“胸怀”改为“情怀”而成就目前的广告词和品牌定位。我们认为一个字的修改，其背后体现的是修养和境界以及一种创新精神。
- **行业领先者应该为白酒业的发展多做贡献。**公司董事长认为，白酒业目前的高景气度与统计标准有关，由于统计口径只是统计一千多家规模企业，实际还存在一些非常小的企业或作坊，而白酒数量的不断高增长应该是一种行业集中度提高的结果而并非消费量的提升。由于消费升级，人们由喝散装改为喝瓶装，同时瓶装酒消费的价位也在不断的提高，因此整个白酒业的收入是以一定的速度增长的。不过作为白酒业的领先者，有必要改变目前白酒在白领导和高级知识分子中消费不多的情况，通过将白酒与生活时尚联接、引导适当饮酒的健康理念来将白酒的消费人群扩大，从而贡献全行业的发展。目前日本对酒的消费习惯可能为白酒业的发展指明了方向。我们认为这也是董事长和公司在白酒业发展方面的新的发展思路，未来如果体现在公司的营销（产品设计、定位、推广等）上也不会有什么意外。
- **行业整合或将继续展开，但可能要等到整合双沟基本完成之后。**我们提到了中国经济结构调整、人口红利拐点出现、收入结构分配体制改革给公司带来的机遇，并提出公司未来收购其他白酒企业的计划。董事长表示，公司看到了消费升级的机遇，未来将从生产层面和行业整合角度通盘考虑，有市场、

有品牌、有发展空间、有要素资源的企业均会成为洋河的目标。市场对公司目前超常规的发展存在的种种担忧，我们认为公司完全可以通过收购具备优质酿造能力的企业来实现更为稳健的发展，只是当前对双沟的整合可能暂时延缓公司的收购步伐。我们相信，**如果真的全面完成对双沟的整合，那么那时的洋河将不再是现在的洋河，而是以行业整合者的姿态出现，行业龙头指日可待，所以现在的关键还是看其对双沟的整合。**

- 关于洋河在各个市场的表现，以及成功的秘诀等等，我们在研究报告《男人情怀激荡男人需求》中已经做了阐述。而关于渠道政策，基本可以概括为大厂小商，公司一定要保持对市场的掌控力和发展的可持续力。
- **盈利预测及估值。**我们维持先前的预测，公司10-12年的收入增长高达85%(双沟并表)、35%和25%，利润增长高达91.76%、36.25%和27.93%，EPS为5.34元，7.28元，9.31元，给予10年每股收益40倍的市盈率，11年30倍的市盈率计算，未来12个月的合理股价在213-218元。而保守DCF估值显示未来12个月的股价合理值在243.1元。**维持未来12个月的目标价至230元。维持3月12日、4月21日、5月11日给出的“买入”投资评级。**并且请投资者关注中央政府的收入分配体制改革进程，如果改革措施有力的话，对公司目前和未来的股价走势均是强有力的支撑。
- **风险提示** 公司销售快速增长过程中的产品质量控制风险。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。