

### 湘财证券研究所

#### 食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：巢枫

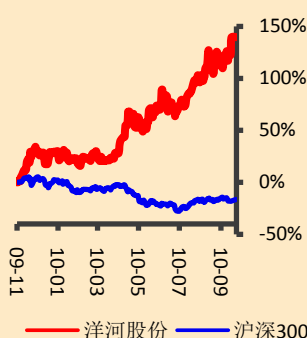
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据 2010/9/28

|            |        |
|------------|--------|
| 收盘价(元)     | 209.10 |
| 一年内最高价(元)  | 213.50 |
| 一年内最低价(元)  | 87.66  |
| 市净率        | 16.3   |
| 流通A股市值(亿元) | 94.1   |

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

《现有整合进展顺利，未来发展充满想象》2010/05/28

《股价基本反映基本面，重点关注整合》2010/08/20

**事件：**我们近期对公司进行了调研，与公司相关领导就整合事宜进行了交流。先向投资者汇报如下：

□ **首先提出行业新龙头的提法。**我们早在5月23日就发表了报告《实力与机会共振 未来白酒业的新龙头》，报告主要从外部因素（在消费时代到来时国内中高档酒市场将逐步扩大和成熟）和内部因素（洋河所具备内部营销和管理实力）两大角度阐述洋河公司存在的巨大发展机会和洋河股票的投资机会。**行业新龙头的说法也就意味着颠覆和超越**，颠覆来自于洋河自身对行业传统认识的打破和创新，超越来自从新市场（中档酒市场）切入从而实现超越对手，最后我们看到的**市值超越只是结果而已**。

□ **首先提出重点关注整合。**我们早在3月12日的报告《资产收购加速规模效应，业务整合是关键》就指出了**收购双沟给洋河带来的贡献还得看整合效果**；并在5月28日的报告《现有整合进程顺利，未来发展充满想象》中指出，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**。因此，我们在中报《股价基本反映基本面，重点关注整合》中，在公司业绩超市市场预期但低于我们的预期的情况下，上调了公司的目标价至260元，但同时指出了短期内整合或是一种忧虑所在，毕竟2季度双沟的业绩大致在230万元左右，对上市公司的业绩贡献在90万元左右。**因此我们提出了给公司更多的整合时间**。

□ **业务整合的营销统管平台（苏酒实业）股权比例合理。**公司6月7日和双沟酒业共同投资成立“苏酒实业股份有限公司”，上市公司直接占有85%的股份，通过双沟间接占有其6%的股份，合计占有91%的股份。考虑到双沟上年利润为2.34亿元，少股股东拥有的净利润为1.4亿元，占洋河双沟净利润总和的比重为9.4%，因此苏酒实业的股权比例设置较为合理。

□ **业务整合实际从7月开始。**我们注意到二季度主要是高管人员层面整合和相关的整合前期工作，苏酒实业公司成立的时间在6月份，而实际将洋河酒业和双沟工贸注入苏酒实业的时间是在7月份，这也就是说在业务执行层面的整合是在下半年发生。

□ **整合中的相关问题。**1) **洋河双沟定位重叠的问题。**洋河和双沟之前作为两个企业，其产品线基本是覆盖全价格区域的，因此说各个价位之间普遍存在品牌重叠。解决办法：a) 一般的快消品企业同一价位上会有两三种产品，之间存在一定的竞争关系，譬如宝洁和其他一些白酒企业，即同价位产品竞争并非洋河收购双沟后产生的新问题；b) 对于收购后同价位品牌之间的竞争，公司会尽量规避，公司成立了四个品牌事业部，有协作关系，也有竞争关系，通过事业部的形式保证适当的竞争，但避免过于恶劣的竞争，将竞争控制在合理水平。适度的竞争能够保持企业品牌的活力，因为即使没有内部竞争，外来对手也会带来竞争，因此竞争并不可怕，只要将企业内部的竞争控制在

合理水平就好。因此，这样一种设置会促进销售额的增长，而不是萎缩。2) **整合中的资源投入问题。**公司对于各品牌的资源投入是由销售总公司层面决定的，而非事业部决定。公司对于品牌的投入有自己的政策，会根据品牌自身的发展阶段和状况给予资源投入。3) **整合效果显现的时间问题。**今年公司关注的不是收购双沟给公司带来多少业绩，而是整合。而整合方面关注的不是形式而是效果，预计整合的效果需要 2-3 年，但短期内有些整合效应也会初步显现。4) **整合中双沟借助洋河多些，但利益一致。**双沟和洋河目前在渠道、终端、人才、关系资源等均已共享，由于洋河在全国市场的逐步迈进，双沟在这些方面借助洋河比洋河借助双沟更多一些，但由于营销统管平台的建立，销售带来的利益是一致的。5) **文化整合是难点，但可以克服。**公司董事长曾提出整合的关键在利益整合与文化整合。利益整合主要通过营销统管平台的建立来解决，而文化整合则需要双方逐步**加强认识的趋同**，譬如双沟经销商队伍需要时间来对洋河大厂小商模式形成认同感，总的来说，这种文化整合是可以实现的，因为无论是大厂小商模式（市场销售以厂家为主）还是小厂大商（市场销售以经销商为主），**在利益方面最终还是能够趋于一致的。**

- **双沟业绩贡献不能忽略季节性因素。**一般白酒企业的销售旺季在 9 月、12 月、1 月前后，二季度来讲一般是淡季，同时由于双沟的利润率比洋河要低，因此由固定成本（含相关固定费用）引发的净利润收入弹性可能大很多，因此**双沟二季度的业绩可能会是一个低谷**。当然，这种业绩低谷似乎**也不能完全归结于淡季因素，后续整合能否帮助双沟提升业绩也值得关注。**
- **盈利预测及估值** 我们维持 10-12 年的 EPS 为 5.07 元、7.16 元、9.77 元的预测。维持 6-12 个月的目标价 260 元，维持“买入”投资评级。
- **风险提示** 在公司上市满一年后即今年 11 月份，高股价可能会引发减持的担忧，我们认为减持与否取决于投资者对回报率的要求。

#### 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。