

# 洋河股份 (002304.SZ) 白酒行业

评级：买入 维持评级

公司点评

陈钢

分析师 SAC 执业编号：S1130209030281  
(8621)61038215  
cheng@gjzq.com.cn

肖喆

联系人  
(8621)61038276  
xiaozhe@gjzq.com.cn

## 股权转让出炉，洋河双沟将完成最终整合

**事件：**1 月 4 日，公司董事会宣布有意向参与收购部分双沟拟转让股权。此次拟转让股权为宿迁市国有资产投资管理有限公司所持有，共 29,610,008 股，对应 26.92% 的股权，转让价格为 38446 万元。

**评论：**

### 资本层面完成最终整合

- 此次若受让成功，洋河在双沟的持股比例将提升至 67.52%，双沟剩下股权则由双沟管理团队持有。
- 此次收购方案为洋河度身订造，公司志在必得，同时转让价格合理。

### 11 年双沟盈利能力将有望超市场预期

- 双沟作为江苏市场前三名，其较强的盈利能力将为市场逐步认识。据我们从经销商了解的信息，**10 年双沟整体销售应在 25 亿以上，核心珍宝坊系列产品销售有望突破 10 亿**。从 10 年的增速来看，双沟已进入强势增长势头，11 年高增长可期。
- 我们认为双沟的整体盈利能力可比古井贡酒，两家上市企业的产品结构比较相似（珍宝坊系列产品结构与古井贡酒年份原浆相类似），品牌底蕴也有可比之处。随着洋河和双沟团队的进一步融合，渠道得以共用，未来两者的协同效应将进一步得到发挥。

### 洋河双沟协同力将从 11 年逐步体现

- 10 年是洋河和双沟的整合年，从区域市场、组织结构、产品线设计等多方面完成了梳理和整合，我们认为 11 年将是业绩贡献年。
- 同时双沟的有效整合和高速发展，也意味着洋河对外收购的步伐将可能加快。双沟整合为洋河团队提供了宝贵的多品牌运营和管理经验，必将为洋河未来的收购以及管理输出打下良好基础。

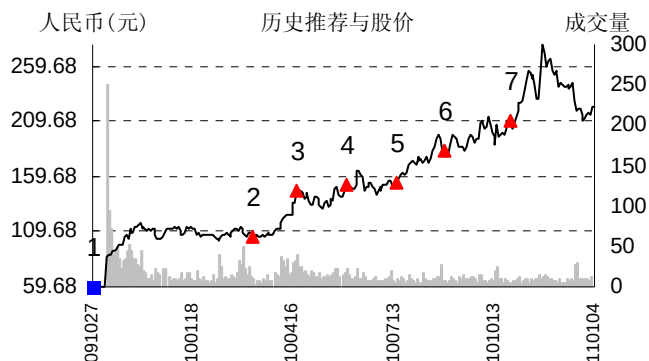
### 提升公司的盈利预测，11 年目标价 280 元

- 不考虑双沟带来的业绩贡献，公司 10-12 年的 EPS 将分别达到 4.63、7.0 和 9.1 元。鉴于公司未来较高的盈利增速，建议给予 11 年 35 倍估值，洋河对应市值为 1102 亿。
- 我们认为双沟部分由于费用比较高，10 年业绩基本没有在上市中体现，同时双沟 11 年高费用比例将有所缓解，真实业绩将得以还原。双沟估值可参考古井贡酒市值，11 年整体给予 230 亿市值，考虑到洋河在双沟持股比例 67.52%，整体估值应为 155.3 亿。
- 洋河和双沟总体市值为 1257 亿（1102 亿+155.3 亿），对应目标价为 280 元。

### 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 | 105.44 | N/A             |
| 3 | 2010-04-20 | 买入 | 146.87 | 152.00 ~ 152.00 |
| 4 | 2010-06-01 | 买入 | 151.69 | N/A             |
| 5 | 2010-07-15 | 买入 | 153.98 | N/A             |
| 6 | 2010-08-23 | 买入 | 182.40 | N/A             |
| 7 | 2010-10-27 | 买入 | 210.00 | N/A             |

来源：国金证券研究所



### 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。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

| 上海                             | 北京                              | 深圳                                  |
|--------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|
| 电话: (8621)-61038311            | 电话: (8610)-66215599-8832        | 电话: (86755)-82805115                |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: (8610)-61038200             | 传真: (86755)-61038200                |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn      | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn          |
| 邮编: 200011                     | 邮编: 100032                      | 邮编: 518000                          |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室 |