

食品饮料行业

强烈推荐（维持）

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号：S1060209040123

0755-22627143

wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号：S1060512040001

0755-22624571

tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号S1060512040003

0755-22625697

dingyunjie640@pingan.com

解睿

投资咨询资格编号S1060512070005

0755-22621631

xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

洋河股份投资者交流纪要

估值差调整后仍是好品种

事项:近日，我们在南京参加了洋河股份股东大会后的投资者交流会。

平安观点：

■ 现金分红比例升至 30%，股票回购价格与启动时点暂未定

股东大会审议通过了《关于修改<公司章程>的议案》，将现金分红比例提高至“不少于当年实现的可供分配利润的百分之三十”；二是审议通过了《<关于公司制定股份回购长效机制>的议案》，同意制定公司股份回购长效机制，在满足一定条件下长期实施股份回购计划。我们估计未来推出的股份回购计划细则对回购价格决定方式较此前的简单行业平均静态市盈率会有调整，但具体方式和细则推出时间暂未定。

■ 营收增速放缓，正谋划新的增长动力。

从二季度、三季度情况来看，洋河的业务增速的确在放缓。结合张总发言，我们简单总结，公司应有几方面认识与做法：一是认清增速放缓的现实，调整心态，强调稳量、保价、拨高，高档产品仍保持快速增长，如梦之蓝 2012 年至今估计仍有 100%增长，2011 年推出绵柔苏酒 2012 年至今同比也翻了几倍，我们估计销售口径能有 5-6 个亿。同时，与泸州老窖一样，张雨柏总也非常强调梦之蓝价格的坚挺，且强调正重新思考“梦之蓝”的品牌内涵，希望能够抓住中国消费者的心，这是塑造品牌的时刻。我们也认为，能否在高端产品上打造一个成功抓住消费者心智的品牌，对洋河的持续发展至关重要；二是新形势下，认清新的增长点，我们总结可能至少包括三点：一是深度全国化下，打造省外新江苏，这可能意味着公司会通过资源集中投入，全系列、全渠道竞争战略等，来快速推升在某些主要省外市场的市场份额。二是我们估计可能会进一步在海、天、梦现有价格带之间补充新产品，不仅使产品系列更丰富，同时利用新品提升渠道利润率，解决海、天可能面临的价格做透问题。三是我们估计，公司 2011 年提出的平台化将在 2012 年末见效，主要是葡萄酒的销售，模式上应该是进口法国、智利的产品，但采用洋河设定的品牌，利用现有渠道平台销售。就我们了解，选择经销商的工作从 2012 年 3 月份已经开始，首批两款产品可能在 12 月份上市。

■ 洋河没有“塑化剂”，之前一直是必检项目，流程保障安全

受台湾“塑化剂”事件影响，洋河一直必检此项目。另一方面，无论生产或少量外购，基酒的生产均在洋河公司管控之下，且内部有严格的质量防护体系、管控体系。

■ 估值差调整后仍是好品种

我们估计 2013 年营收增速放缓是大概率事件，这应该导致了此前其与茅台等一线白酒公司估值差的回落。我们预计洋河 2012-2014 年 EPS 为 6.07、7.86 和 9.71 元，同比增 63%、29.5% 和 23.5%。以 26 日 120.14 元收盘价计算，PE 为 16、13 和 10 倍。洋河是国内管理能力最好的白酒企业之一，虽然正经历从高增长向稳步增长过渡的阶段，估值差必然经历一段调整，但我们看好公司业绩持续增长能力，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示：塑化剂事件继续发酵导致短期股价波动；三公治理严于预期对股价负面影响。

## 附：投资者交流会纪要 Q&A

Q1：洋河在行业放缓背景下，如何持续增长？

1. 放缓是事实，二季度、下半年增速在收窄，但总体发展健康，标志一是价格稳中有升，终端表现价、成交价比 2012 年稳中有升。标志二是结构逆市优化，1-3 季度高端白酒增速远远高于中低端白酒，绵柔苏酒希望培养成高端产品，这款白酒增长好于预期，是同比几倍的速度。梦之蓝增长速度一倍左右的增速。这样的情况应该与洋河渠道掌控方式有关。第三个标志是终端商业库存基本合理。

2. 如何实现可持续增长。第一件是调整心态，三要三不要，一是不要麻木要，认识到增长放缓；不要恐慌，因为是对每个企业的挑战；不要抱怨。要重视，即战略要举重若轻，战术上要举轻若重；二是要付出；三是要支持。第二件是放下、再放下，放下架子、沉下心来，重新思考。第三件是选好发展路径，稳量、保价、走高是个长远的路径，上半年提出来要稳规模健康发展，调结构全线升级，提效益持续增长，重长远脚踏实地。

3. 增长差异性。思路上要突破，两个方面，五化八新。板块化、高端化、全国化，加上产业化、品类化。八新，新板块、新江苏、新拐点、新诉求、新价位、新品质、新资源、新品类。江苏要在渠道、产品系列上全面领先。洋河股份这个品牌在江苏绝对是第一，新产品一年就可打个翻。省外要做新江苏，这是全国化的核心内容，要复制更多本土市场。从原来选择一个点到现在选择一个面，即一个城市变为一个省，在选定的省，增速要较平均水平高 30-50 个百分点。这个从 2013 年要开始。

4. 新时期要增强渠道力，两个方面，包括渠道升级、渠道精细化运作下功夫。高端酒销售渠道从团购走向高举高打，从铺天盖地转向顶天立地，主攻政府接待等。中低档要实施五垄断，从天网工程开始转化。

新时期要加强产品力，正在谋划补充价格带、丰富产品线，走出一条创新之种，在产品基础上实施创新，包装、酒体、文化、诉求、推广。

品牌力上，讲究知名度、美誉度、忠诚度。下一步，能否情感相关，如梦之蓝做成一个民族的品牌。今年两个调整，中国梦诉求希望告诉大家是什么。

要增加平台力。2012 年准备实施利用，全国性渠道希望能力能够发挥好，近期葡萄酒品牌是平台化的第一个尝试。葡萄酒方式做了一些安排，当前做葡萄酒市场有几个机遇：一是国产品质不如进口；二是进口缺少品牌概念；三是销售方式比较原始；四是消费者对葡萄酒认知不断提升，总容量有不断提升趋势。四方面优势：一是网络强大、互补，333 个地级市，2682 个县级市都布有网，接近 7000 家代理商(含团购商)。有自己业务人员 5000 多人。客户是同一客户，代理商是同一代理商。单位一般同时采购两种酒。第二优势是品质、品牌并举。进口酒做自己的品牌，从法国和智利原瓶进口，归属自己的品牌。第三是营销方式先进，采用白酒所使用的方式，通过白酒平台、方式直接导入。第四是，3 月份开始导入，前期招商、选商已经展开，经销商跟着洋河做。上面说的效果在 2013 年 4 季度之前一定会有所体现。

Q2：塑化剂？

A2：正在谋划是否单独发个公告，公司一贯高度重视，所有产品、生产过程实施非常严格的管理监控，没有塑化剂的问题。

公司有健全有效的质量防护体系、管控体系，通过国家机关检测。24 道关键质量控制点，有专

业质量检验人 200 多，品酒师 37 人，国家级评委 16，专家组成员 2 名。在台湾曝出时，对库存酒、生产过程内、以及出厂产品大面积普查过，没有塑化剂。工艺特点决定，过程中不使用塑料，生产过程中也不产生，主要是迁移，含塑化剂的塑料制品，如管道等。使用的瓶盖也是不含塑化剂的塑料。当前对塑化剂采用最严格方法，采用直接检验法，不用对验品进行处理，对仪器伤害最大，但公司不惜成本。塑化剂之前就是检的。

Q3：最近股票跌势很猛。回购计划是长期利好，11 月 6 号解禁，大股东能否有一个表态？

A3：大股东解禁，并不代表减持，当前仍在锁定中，暂时没有做出减持的安排。关于回购，向投资者提的三方面意见：现金分红比率不低于 30%，是此基础上做出的回购处理。第二点是大非解禁但并不代表减持，当前仍在锁定。第三点是最近提出的方案，希望在大势不好的情况下，传达公司的担当，期望能有其他上市公司共同发挥作用。

Q4：关于回购。市场上没有做出很好反应，原来框架上，具体条款不是很清楚，希望公司有一个细则出来。

A4：框架已经提出来了，中国资本市场来说也是新的尝试，是一种常态化的机制。对价格制订上，会充分考虑意见，在首期回购方案中，会做适当修正。具体时间当前不好说，算敏感信息。一直在思考，包括细节性问题。

Q5：对未来白酒价格消费区间的判断。梦之蓝、苏酒推广会否受到影响。外购基酒会否有相应检测。

A5：洋河所有产品价格都会坚挺，终端价格是要保的，不是说要提价，但最少要保价。即使竞品降。第一种思考正是塑造高端品牌的最佳机会，短期降价影响不算大，但长期低位徘徊一定会被消费者认定。希望绵柔苏酒成为高端品牌，本来总量就小，要控量。梦 9 这样的产品一直就高。第二种思考是，在不同价位段，都有产品和品牌卡位。

战略储备、中低档酒少量外购来自战略合作伙伴生产基地，工艺、模式是我们的，管控是自己管的，原酒生产过程不使用任何塑料制品，酒进厂后则会严格到位检测。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257