

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

强强联合 打开向上空间

事件

洋河股份第三届董事会第九次会议，选举赵凤琦先生为公司第三届董事会副董事长，审议通过了《关于出资设立江苏苏酒实业股份有限公司的议案》，《关于公司内部组织机构调整的议案》。

评论

洋河已经实质性控股双沟，双沟的整合体现管理层高度智慧。

双沟酒业原董事长兼党委书记赵凤琦担任洋河股份的副董事长，双沟酒业原总经理李风云担任洋河股份副总裁，两人同时入选洋河董事会。双沟酒业董事会成员目前为7名，其中5名由股份公司提名，公司对双沟酒业的生、经营、财务构成实际控制影响，双沟酒业是公司控股子公司，纳入合并报表范围。成立销售平台苏酒实业，组织整合从销售开始。新成立的苏酒实业公司将统管洋河及双沟两家的销售公司。洋河股份直接持有苏酒实业85%的股权，总共持有其91.1%的股权，双沟酒业则直接持有苏酒实业15%的股权。苏酒实业将承担洋河利润中心的职能，双方只剩下生产性资源有待整合。

双沟的整合将带来两重效果。

两家企业将形成营销协同力，起到开源节流的效果。开源：双品牌为公司的市场操作提供很大余地，能发挥出组合效应，对竞品的杀伤力会很大。双沟的中低端产能也能很好的起到互补作用（目前双沟的青花瓷增长幅度非常快），有利于洋河将江苏市场打造成铁板一块。节流：两家从竞争走向合作，将大大减少内耗，以往互相抬价互相拆台的情况将得到避免，同时渠道谈判力的增强也将有效降低各种渠道费用。双沟拥有大量优质基酒将有利于缓解洋河基酒供应紧张的局面。洋河进一步收购双沟是必然之选，只是时间问题。洋河全资收购双沟将是最有可能的方案，事情推进的关键还是利益平衡问题。我们认为洋河将尽快实现对双沟全资控股，收购越早对洋河越有利。

看好洋河近两三年的发展。

优秀的管理团队将引领洋河继续保持快速健康的发展。公司目前的运作模式有力的将传统白酒资源禀赋型的特点跟现代快速消费品企业的经营理念相结合。传统资源禀赋型白酒企业强调的是自身的出身，历史和品质。洋河在品牌宣传上则不提历史有多悠久、水有多好、原料有多好，直接从卖产品进入卖文化的阶段，紧紧抓住快速消费品的经营本质，即卖给消费者最想要的东西。洋河在两点上去满足消费者，引领消费：一是精神诉求上不断求新求变，跟洋酒的营销比较相似，从以前男人的情怀到现在推举中国梦梦之蓝的品牌诉求。二是从产品内涵上，做消费者想喝和喜欢喝的产品。比如坚持每个月做酒体分析，分析市场上最畅销的产品酒质，然后借此不断提升改善自己的产品，去贴近消费者的喜好。洋河1+1的厂商模式，难以为竞争对手复制。这为洋河的发展提供了可靠的保证。1+1的厂商模式强调厂方在市场开发上的主观能动性，厂方掌控市场开发的主导权并承担绝大部分的费用投入，经销商则承担物流财务等事务性职能。洋河的渠道和经销商模式并没有多少神秘之处，但却难以为竞争对手所学习。这是因为行业前几位的名酒厂长期执行着依靠经销商打天下的思路，要转换成洋河精耕细作式的市场操作模式将遇到很大的阻力。只有痛定思痛遇到瓶颈之后，企业才会有图改变，改变后才能迎来新的发展，这与我们一直推荐古井贡的思路是一致的。

投资建议

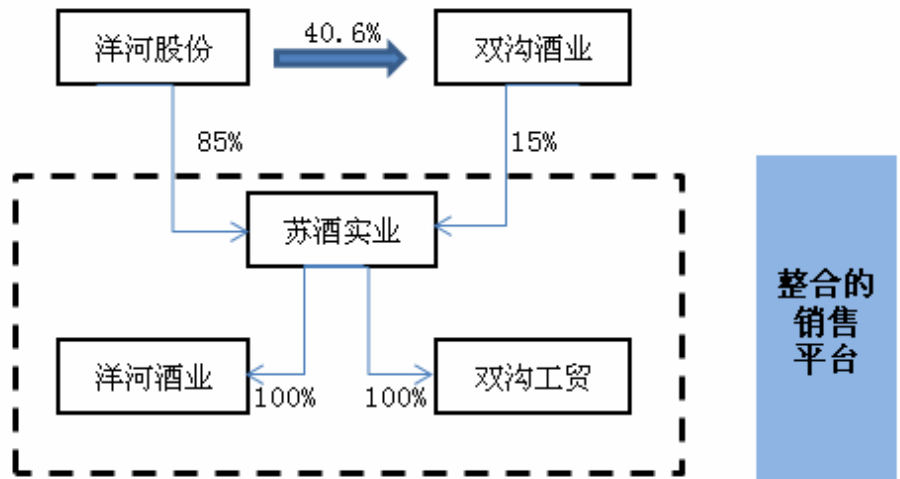
目前公司销售情况良好，今年省外预计将有10个省份突破一亿销售（09年只有4个省）。我们略微提升对洋河的盈利预测，预计洋河股份10-12年分别实现净利润21.09、27.39和34.79亿。对应10-12年EPS分别为4.69、6.09和7.73元，我们维持买入评级，以11年28倍市盈率来估值，目标价位170元。

实质性控股双沟，短期利好不断

洋河已经实质性控股双沟，双沟的整合体现管理层高度智慧。

- 双方互派高层，高层人事整合到位。双沟酒业原董事长兼党委书记赵凤琦担任洋河股份的副董事长，双沟酒业原总经理李风云担任洋河股份副总裁，两人同时入选洋河董事会。双沟酒业董事会成员目前为 7 名，其中 5 名由股份公司提名，公司对双沟酒业的生 产、经营、财务构成实际控制影响，双沟酒业是公司控股子公司，纳入合并报表范围。
- 成立销售平台苏酒实业，组织整合从销售开始。新成立的苏酒实业公司将统管洋河及双沟两家的销售公司。洋河股份直接持有苏酒实业 85% 的股权，总共持有其 91.1% 的股权，双沟酒业则直接持有苏酒实业 15% 的股权。苏酒实业将承担洋河利润中心的职能，双方只剩下生产性资源有待整合。

图表1：销售平台—苏酒实业是组织整合的第一步

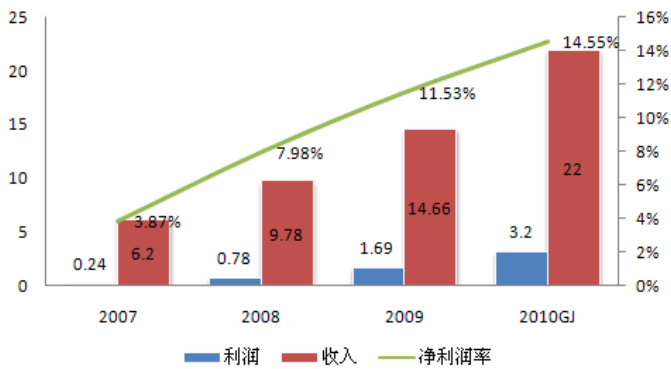


来源：国金证券研究所

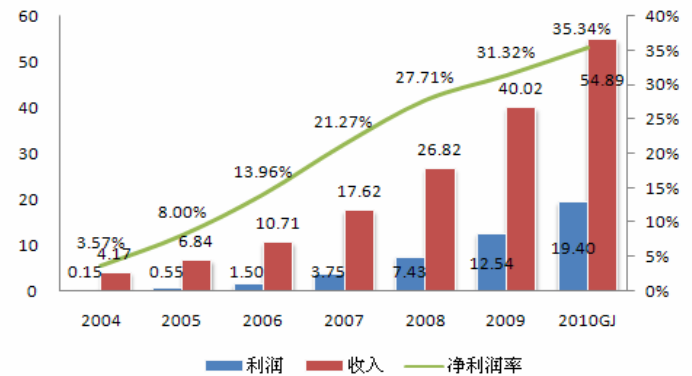
双沟的整合将带来两重效果。

- 两家企业将形成营销协同力，起到开源节流的效果。开源：双品牌为公司的市场操作提供很大余地，能发挥出组合效应，对竞品的杀伤力会很大。双沟的中低端产能也能很好的起到互补作用（目前双沟的青花瓷增长幅度非常快速），有利于洋河将江苏市场打造成铁板一块。节流：两家从竞争走向合作，将大大减少内耗，以往互相抬价互相拆台的情况将得到避免，同时渠道谈判力的增强也将有效降低各种渠道费用。
- 双沟拥有大量优质基酒将有利于缓解洋河基酒供应紧张的局面。
- 洋河进一步收购双沟是必然之选，只是时间问题。洋河全资收购双沟将是最有可能的方案，事情推进的关键还是利益平衡问题。我们认为洋河将尽快实现对双沟全资控股，收购越早对洋河越有利。

图表2：双沟收入及利润预测



图表3：洋河收入及利润预测



来源：国金证券研究所 注：洋河 10 年预测不包含双沟的

看好洋河近两三年的发展

- 优秀的管理团队将引领洋河继续保持快速健康的发展。洋河管理团队对白酒行业有深刻的认识，同时充满危机感和变革意识。管理层认为行业未来发展的关键是寻找和现代生活的切合点，对目前的白酒消费形式有着充分的危机意识。在看到行业发展前景及存在问题的同时，管理层作出多项变革措施，推出绵柔型的产品，寻找与现代生活的结合点，赞助情歌赛及世界杯，努力赢得年轻人及高知群体的认可。
- 公司目前的运作模式有力的将传统白酒资源禀赋型的特点跟现代快速消费品企业的经营理念相结合。
- 传统资源禀赋型白酒企业强调的是自身的出身，历史和品质。洋河在品牌宣传上则不提历史有多悠久、水有多好、原料有多好，直接从卖产品进入卖文化的阶段，紧紧抓住快速消费品的经营本质，即卖给消费者最想要的东西。
- 洋河在两点上去满足消费者，引领消费：一是精神诉求上不断求新求变，跟洋酒的营销比较相似，从以前男人的情怀到现在推举中国梦梦之蓝的品牌诉求。二是从产品内涵上，做消费者想喝和喜欢喝的产品。比如坚持每个月做酒体分析，分析市场上最畅销的产品酒质，然后借此不断提升改善自己的产品，去贴近消费者的喜好。永远做消费者喜欢的产品，引领消费的趋势，这样的快速消费品企业必当基业长青。
- 洋河 1+1 的厂商模式，难以为竞争对手复制。这为洋河的发展提供了可靠的保证。
- 1+1 的厂商模式强调厂方在市场开发上的主观能动性，厂方掌控市场开发的主导权并承担绝大部分的费用投入，经销商则承担物流财务等事务性职能。
- 洋河的渠道和经销商模式并没有多少神秘之处，但却难以为竞争对手所学习。这是因为行业前几位的名酒厂长期执行着依靠经销商打天下的思路，要转换成洋河精耕细作式的市场操作模式将遇到很大的阻力。只有痛定思痛遇到瓶颈之后，企业才会有图改变，改变后才能迎来新的发展，这与我们一直推荐古井贡的思路是一致的。

公司销售预测及估值

- 目前公司销售情况良好，今年省外预计将有 10 个省份突破一亿销售（09 年只有 4 个省）。我们略微提升对洋河的盈利预测，预计洋河股份 10-12 年分别实现净利润 21.09、27.39 和 34.79 亿。对应 10-12 年 EPS 分别为 4.69、6.09 和 7.73 元，以 11 年 28 倍市盈率来估值，目标价位 170 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	2010-04-09	买入	122.90	N/A
4	2010-04-20	买入	146.87	152.00 ~ 152.00

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

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室