



买入

12% ↑

目标价格: 人民币 148.30

002304.CH

价格: 人民币 131.99

目标价格基础: 24.5 倍 12 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

■ 半年报点评

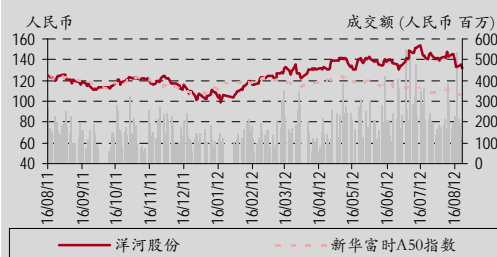
我们的观点有何不同?

- 2012-13 年盈利预测均高于市场一致水平

主要催化剂/事件

- 高端酒需求继续反弹向上
- 深度全国化标志性事件发生
- 三季报继续达到预期

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	28	(7)	(6)	11
相对新华富时 A50 指数	30	(2)	6	23

发行股数(百万)	1,080
流通股(%)	65.95
流通股市值(人民币 百万)	94,011
3 个月日均交易额(人民币 百万)	177
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
江苏洋河集团有限公司	34.05

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 22 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*苏斌为本报告重要贡献者

洋河股份

半年收入规模近百亿, 收入增速超 50%

公司 12 年上半年实现销售收入 93.10 亿元, 同比增长 50.85%; 实现营业利润 42.05 亿元, 同比增长 63.04%; 实现利润总额 42.39 亿元, 同比增长 63.90%; 归属上市公司股东净利润 31.74 亿元, 同比增长 74.98%。每股收益 2.94 元。归属股东的扣除非经常性损益的净利润为 31.05 亿元, 同比增长 71.58%。上半年业绩符合公司此前预增的 60%-80% 的范围, 稍好于预期。2 季度淡季因素以及春节后提价因素导致 1 季度和 2 季度收入增速波动较大, 但从 1-6 月份情况看, 增速可观, 而且我们预计 3 季度收入增速优于 2 季度。我们维持摊薄后 148.30 元目标价, 相当于 2012 年 24.5 倍市盈率, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年收入近百亿元, 且收入和利润增长处行业较高水平。受提价和季节因素影响, 2 季度收入增速较 1 季度有较大幅度下滑, 预计 3 季度收入增速优于 2 季度。
- 高毛利率的中高档产品的快速增长继续带动利润增速高于收入增速。上半年综合毛利率同比增长 4.59 个百分点, 费用率合计上升 1.68 个百分点, 净利润率仍同比上升 2.82 个百分点, 剔除少数股东损益影响, 净利率提升 4.70 个百分点。
- 省内省外增速均较快。上半年省内收入同比增长 47.13%, 增速依然很快; 省外销售收入增速达到 58.11%, 省内省外市场仍然是全面增长的良好格局, 深度全国化背景下, 省内市场并未放松, 并且市场地位得到进一步的巩固。
- 预计 2012-13 年净利润分别增长 62.4% 和 47.1%。公司以领先前瞻的发展战略和深入细致的执行力获得资本市场肯定。

评级面临的主要风险

- 经济增长减速导致高端白酒消费不振, 不利于次高端升级占位。
- 竞争加剧; 不利于白酒行业的政策颁布。

估值

- 按最新股本, 我们略调整 2012-13 每股收益预测至 6.05 元和 8.90 元, 维持摊薄后目标价 148.30 元, 相当于 2012-2013 年 24.5 倍和 16.7 倍市盈率, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	7,619	12,741	18,915	26,148	34,740
变动(%)	90.4	67.2	48.5	38.2	32.9
净利润(人民币 百万)	2,205	4,021	6,532	9,609	13,201
全面摊薄每股收益(人民币)	2.04	3.72	6.05	8.90	12.22
变动(%)	75.9	82.4	62.4	47.1	37.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	5.97	8.59	11.70
先前预测每股收益(人民币)	-	-	6.05	8.84	12.44
调整幅度(%)	-	-	(0.03)	0.62	(1.75)
核心每股收益(人民币)	2.04	3.72	6.05	8.90	12.22
变动(%)	75.9	82.4	62.4	47.1	37.4
全面摊薄市盈率(倍)	64.7	35.5	21.8	14.8	10.8
核心市盈率(倍)	64.7	35.5	21.8	14.8	10.8
每股现金流量(人民币)	8.53	6.17	10.72	11.02	14.19
价格/每股现金流量(倍)	15.5	21.4	12.3	12.0	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.7	20.2	15.0	9.8	6.7
每股股息(人民币)	0.42	1.25	1.81	2.67	3.67
股息率(%)	0.32	0.95	1.37	2.02	2.78

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩概述

洋河股份 2012 年上半年实现销售收入 93.10 亿元，同比增长 50.85%；实现营业利润 42.05 亿元，同比增长 63.04%；实现利润总额 42.39 亿元，同比增长 63.90%；归属上市公司股东净利润 31.74 亿元，同比增长 74.98%。每股收益 2.94 元。归属股东的扣除非经常性损益的净利润为 31.05 亿元，同比增长 71.58%。

公司上半年业绩稍好于预期。公司此前发布的业绩预增范围为 60%-80%，实际业绩较为接近区间上限。

图表 1. 公司上半年主要财务数据摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动(%)
一、营业总收入	6,171.74	9,309.77	50.85
营业收入	6,171.74	9,309.77	50.85
二、营业总成本	3,592.39	5,162.65	43.71
营业成本	2,646.98	3,565.64	34.71
营业税金及附加	92.74	153.20	65.19
销售费用	583.86	993.50	70.16
管理费用	291.18	494.91	69.97
财务费用	(25.02)	(50.22)	100.69
三、其他经营收益			
投资净收益	0.00	58.23	
四、营业利润	2,579.35	4,205.35	63.04
加：营业外收入	23.02	37.11	61.22
减：营业外支出	16.11	3.53	(78.11)
五、利润总额	2,586.26	4,238.93	63.90
减：所得税	657.07	1,066.64	62.33
六、净利润	1,929.19	3,172.30	64.44
减：少数股东损益	115.33	(1.59)	(101.38)
归属于母公司所有者的净利润	1,813.86	3,173.89	74.98
七、每股收益(人民币, 元)	1.68	2.94	
盈利能力(%)			变化百分点
毛利率	57.11	61.70	4.59
经营利润率	41.79	45.17	3.38
税前利润率	41.90	45.53	3.63
净利率	29.39	34.09	4.70

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 2. 公司单季度收入和利润增速分析

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	全年
2011 年 收入增速(%)	87.95	63.35	70.55	47.40	67.22
净利润增速(%)	62.39	85.76	135.27	65.18	82.39
2012 年 收入增速(%)	64.06	31.92			
净利润增速(%)	88.82	49.74			

资料来源：公司资料，中银国际研究

2 季度收入增速下滑明显，预计 3 季度回升

2 季度单季度收入增速为 31.92%，较 1 季度的 64.06% 有所下滑。我们预计 3 季度收入增速优于 2 季度。

2 季度收入增速之所以出现下滑，一个重要原因是公司销售政策的调整。春节后公司对中高价位酒进行了调价，其中一个重要效果就是使得部分销售转向 1 季度实现，从而对 2 季度有所影响。从 1-6 月份整体情况看，收入增速可观，超过 50%，达到 50.85%。从 3 季度情况来看，预计收入增速要好于 2 季度。

中高档酒收入增长快，毛利率明显提升

收入结构来看，公司收入的主体是中高档酒，占比达到 93.14%，上半年中高档酒收入增速达到 56.91%，而普通酒收入同比下降 1.30%。酒业整体收入同比增长 50.81%，由中高档酒带动。

酒类业务毛利率提升明显，提高幅度达 4.70 个百分点至 62.2%，其中，中高档酒毛利率 67.54%，同比提高 4.07 个百分点，普通酒毛利率下降 16.88 个百分点至 -10.31%，处于不盈利的状态。

春节后提价对中高档酒收入增长和毛利率贡献较大；而普通酒毛利率大幅下降，一方面是生产成本增加，另一方面，普通酒并未提价，导致原本毛利率就不高的普通酒盈利能力进一步下滑。

费用率有所提升，但毛利率提升幅度更大，净利润率上升

1 季度销售费用率同比已经有所上升，上升幅度达 1.37 个百分点；1-6 月份销售费用率 10.67%，同比提高 1.21 个百分点。

销售费用率提升，主要是因为随销售收入增长发生的运输费、广告费、差旅费、劳务费等相应增加。

三项费用率合计增加 1.68 个百分点，但由于综合毛利率同比提升 4.59 个百分点，净利润率仍同比提高 2.82 个百分点，扣除少数股东损益，净利润率同比提升 4.70 个百分点，导致利润增速大幅高于收入增速。

省内增速依然很快，省外增速达 58.11%

上半年省内收入 59.77 亿元，同比增长 47.13%，增速依然很快；省外销售收入 32.41 亿元，增速达到 58.11%，省内省外市场仍然是全面增长的良性格局，深度全国化背景下，省内市场并未放松，并且市场地位得到进一步的巩固。

市场未必乐观，公司依然领先发展

2012 年是公司全面深度全国化第一年，前期市场全面布局基础工作卓有成效，收获也是必然。2011 年公司省外销售占比 35% 左右，省内销售占比仍占绝对多数，省外销售占比的提升意味着省外销售收入的大幅增长。公司 5,000 营销人员，7,000 多经销商队伍，“1+1”营销，实现对 300 多个地级市，2,900 个县的覆盖，既有的 20 多个过亿省级市场 30 多个亿元县积点成面，更多基础布局完成的市场将迎来低基数高增长，拐点市场的放量增长。深度全国化的结果必然带来省外收入占比的进一步提升。

从大的环境而言，真正具备核心竞争力的企业，无惧行业从全面繁荣转向竞争增长这一情势的不利变化。中价位、次高端市场属于消费品市场常见的消费结构当中最为宽厚的腰部市场，在经济增速变化、高端消费的隐形限制等作用下，中价位和次高端直接承压小，既享受了消费升级，同时也承接了超高端的市场让出，从实际市场调研情况来看，基本符合这一逻辑。

我们认为，洋河持续快速增长的原因归根结底是商业模式领先，这种模式在白酒行业最为优秀的股权制度设计、最为高效的团队执行力、最为极致的“1+1”营销和快速扩张能力、最为出色的本土市场的强势占有等要素的支撑下，推动洋河高速成长为次高端领先企业。只要企业层面不要出现大的战略失误和经营的松懈，公司仍将保持相对行业更好的增长。

在双轮驱动之下，在公司核心竞争优势的保障下，我们预计预计 2012-13 年净利润分别增长 62.4%和 47.1%。公司以领先前瞻的发展战略和深入细致的执行力获得资本市场肯定，继续维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	7,619	12,741	18,915	26,148	34,740
销售成本	(3,329)	(5,329)	(7,265)	(9,530)	(12,067)
经营费用	(1,262)	(2,043)	(3,130)	(4,068)	(5,440)
息税折旧前利润	3,140	5,526	8,693	12,810	17,554
折旧及摊销	(112)	(158)	(173)	(260)	(321)
经营利润(息税前利润)	3,028	5,368	8,520	12,550	17,233
净利息收入/(费用)	52	157	206	297	417
其他收益/(损失)	(4)	6	8	0	0
税前利润	3,076	5,531	8,734	12,847	17,650
所得税	(778)	(1,394)	(2,201)	(3,237)	(4,448)
少数股东权益	(94)	(116)	(1)	(1)	(1)
净利润	2,205	4,021	6,532	9,609	13,201
核心净利润	2,205	4,021	6,532	9,609	13,201
每股收益(人民币)	2.04	3.72	6.05	8.90	12.22
核心每股收益(人民币)	2.04	3.72	6.05	8.90	12.22
每股股息(人民币)	0.42	1.25	1.81	2.67	3.67
收入增长(%)	90.38	67.22	48.46	38.24	32.86
息税前利润增长(%)	84.08	77.27	58.71	47.31	37.32
息税折旧前利润增长(%)	87.44	75.96	57.32	47.36	37.04
每股收益增长(%)	75.86	82.39	62.45	47.10	37.39
核心每股收益增长(%)	75.86	82.39	62.45	47.10	37.39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	3,076	5,531	8,734	12,847	17,650
折旧与摊销	112	158	173	260	321
净利息费用	(52)	(157)	(206)	(297)	(417)
运营资本变动	1,376	1,096	2,784	922	499
税金	(778)	(1,394)	(2,201)	(3,237)	(4,448)
其他经营现金流	104	323	2,292	1,412	1,721
经营活动产生的现金流	3,840	5,557	11,576	11,906	15,326
购买固定资产净值	(776)	(1,934)	(2,200)	(1,760)	(1,408)
投资减少/增加	(3)	(2,924)	(500)	(500)	(500)
其他投资现金流	(385)	(1)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资活动产生的现金流	(1,164)	(4,859)	(4,700)	(4,260)	(3,908)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(450)	(1,350)	(1,960)	(2,883)	(3,961)
其他融资现金流	(18)	866	206	297	417
融资活动产生的现金流	(468)	(484)	(1,753)	(2,586)	(3,544)
现金变动	2,208	214	5,123	5,060	7,874
期初现金	4,676	6,884	7,098	12,220	17,281
公司自由现金流	2,675	698	6,876	7,646	11,418
权益自由现金流	2,624	542	6,670	7,349	11,001

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	6,884	7,098	12,220	17,281	25,155
应收帐款	158	1,431	1,173	1,360	1,806
库存	1,871	3,793	4,359	6,195	8,085
其他流动资产	156	1,869	3,713	6,043	8,463
流动资产总计	9,069	14,192	21,465	30,878	43,509
固定资产	880	1,565	3,863	4,728	5,833
无形资产	715	790	764	738	711
其他长期资产	816	2,336	2,586	3,739	4,239
长期资产总计	2,411	4,692	7,213	9,205	10,784
总资产	11,480	18,883	28,678	40,084	54,293
应付帐款	433	629	727	953	1,207
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,328	8,051	13,175	17,628	22,342
流动负债总计	3,762	8,680	13,902	18,581	23,548
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	331	294	294	294	294
股本	450	900	1,080	1,080	1,080
储备	6,469	8,991	13,383	20,108	29,349
股东权益	6,919	9,891	14,463	21,188	30,429
少数股东权益	468	18	19	20	21
总负债及权益	11,480	18,883	28,678	40,084	54,293
每股帐面价值(人民币)	15.38	10.99	13.39	19.62	28.18
每股有形资产(人民币)	13.17	9.80	12.43	18.68	27.26
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.37)	(7.74)	(14.33)	(20.87)	(30.01)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	41.22	43.37	45.96	48.99	50.53
息税前利润率(%)	39.74	42.13	45.04	48.00	49.61
税前利润率(%)	40.38	43.41	46.18	49.13	50.81
净利率(%)	28.94	31.56	34.53	36.75	38.00
流动性					
流动比率(倍)	2.41	1.63	1.54	1.66	1.85
利息覆盖率(倍)	(58.5)	(34.3)	(41.3)	(42.3)	(41.3)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.91	1.20	1.23	1.33	1.50
估值					
市盈率(倍)	64.66	35.45	21.82	14.84	10.80
核心业务市盈率(倍)	64.66	35.45	21.82	14.84	10.80
目标价对应核心业务市盈率(倍)	72.65	39.83	24.52	16.67	12.13
市净率(倍)	8.04	11.99	9.84	6.72	4.68
价格/现金流(倍)	15.47	21.38	12.31	11.97	9.30
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.72	20.21	14.99	9.78	6.69
周转率					
存货周转天数	89.61	108.67	84.12	86.47	84.95
应收帐款周转天数	1.52	1.04	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数	47.53	43.11	36.50	36.50	36.50
回报率					
股息支付率(%)	20.41	33.57	30.00	30.00	30.00
净资产收益率(%)	29.84	40.58	45.11	45.31	43.35
资产收益率(%)	19.20	21.29	22.78	23.97	24.32
已运用资本收益率(%)	30.74	40.63	44.12	44.38	42.45

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371