



**买入**

**28% ↑**

目标价格: 人民币 78.00

原目标价格: 人民币 148.30

002304.CH

价格: 人民币 61.07

目标价格基础: 11倍14年市盈率

板块评级: 中立

**本报告要点**

■ 2012年报和2013年1季报点评

**我们的观点有何不同?**

- 我们2012年的判断是白酒看两极, 淡化次高端, 目前来看, 二线品牌的次高端产品承压明显, 增速明显下滑
- 我们下调公司盈利预测, 基于行业调整可能耗时较长的判断, 预计公司高端酒销售增长较慢

**主要催化剂/事件**

- 若市场环境好转, 高端酒需求强劲反弹
- 若半年报销售增速环比提升明显

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(35)	(9)	(34)	-
相对新华富时A50指数	(32)	(5)	(29)	-

发行股数(百万)	1,080
流通股(%)	66.95
流通股市值(人民币 百万)	85,571
3个月日均交易额(人民币 百万)	302
净负债比率(%) (2013E)	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2013年4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**

**苏铖**

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

# 洋河股份

## 高端承压, 销售增速大幅下滑

公司13年1-3月实现销售收入63.23亿元, 同比增长6.06%; 实现营业利润31.40亿元, 同比增长6.39%; 归属上市公司股东净利润23.56亿元, 同比增长6.53%, 每股收益2.18元。公司1季度销售增速同上年全年增速相比大幅下滑近29.5个百分点, 2012年收入增长前高后低, 第4季度增速已经下滑到7.55%。宏观经济增速放缓、三公消费收缩导致高端酒市场疲软, 公司高端酒2012年上半年同比增长56.9%, 下半年增速下滑到21.6%, 而普通白酒销售增速由上半年的-1.3%提升到14.6%。总体而言, 行业整体景气度下降, 高端白酒市场短期呈现一定程度萎缩, 次高端承压明显, 公司销售收入增速下滑在我们意料之中。调整是公司2013年主线, 包括产品和市场两个方面。以2014年11倍市盈率估值, 下调目标价至78.00元, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- 1季度毛利率同比下降1.18个百分点, 主要由于高端“梦之蓝”系列收入增速下滑; 销售费用率同比下降约1个百分点, 导致净利润率同比没有下滑。
- 1季度末预收账款余额4.88亿元较12年底下降43.41%, 公司2011年底余额35.13亿元是历史高点。虽然参考性不强, 但仍反映需求变化。
- 公司2013年营销重点是“顺应新变化”和“拓展新空间”, 公司会加大研发和推广中价位产品力度, 增强商务市场和大众消费市场的拓展, 适应形势转变销售结构, 以保障收入增长。
- 从2012年形势看, 预计2013年将延续普通价位酒销售增速更快的态势。
- 公司拟以不超过10亿元资金进行股票回购, 回购价不高于70元/股。

**评级面临的主要风险**

- 行业调整期较长, 竞争持续激烈, 挤压式增长导致公司收入增速缓慢而销售费用增长过快; 限售股解禁后抛售。

**估值**

- 我们一次性调整2013-14每股收益预测至6.14元和7.06元, 目标价由148.30元下调至78.00元, 相当于2013-2014年12.7倍和11.0倍市盈率, 维持买入评级。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	12,741	17,270	18,733	21,673	25,037
变动(%)	67.2	35.6	8.5	15.7	15.5
净利润(人民币 百万)	4,021	6,154	6,628	7,630	8,827
全面摊薄每股收益(人民币)	3.72	5.70	6.14	7.07	8.17
变动(%)	82.4	53.1	7.7	15.1	15.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	7.7	9.7	10.0
先前预测每股收益(人民币)	-	-	8.8	12.1	-
调整幅度(%)	-	-	(30)	(41)	-
核心每股收益(人民币)	3.72	5.70	6.14	7.07	8.17
变动(%)	82.4	53.1	7.7	15.1	15.7
全面摊薄市盈率(倍)	16.4	10.7	10.0	8.6	7.5
核心市盈率(倍)	16.4	10.7	10.0	8.6	7.5
每股现金流量(人民币)	6.17	5.09	6.51	8.00	9.74
价格/每股现金流量(倍)	9.9	12.0	9.4	7.6	6.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	7.0	6.4	5.2	4.1
每股股息(人民币)	1.25	2.00	2.15	2.47	2.86
股息率(%)	2.05	3.27	3.52	4.05	4.69

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 业绩概述

公司13年1-3月实现销售收入63.23亿元,同比增长6.06%;实现营业利润31.40亿元,同比增长6.39%;归属上市公司股东净利润23.56亿元,同比增长6.53%,每股收益2.18元。公司1季度销售增速同上年全年增速相比大幅下滑近29.5个百分点。

2012年收入增长前高后低,第4季度增速已经下滑到7.55%。宏观经济增速放缓、“三公消费”收缩导致高端酒市场疲软,公司高端酒2012年上半年同比增长56.9%,下半年增速下滑到21.6%,而普通白酒销售增速由上半年的-1.3%提升到14.6%。总体而言,行业整体景气度下降,高端白酒市场短期呈现一定程度萎缩,次高端承压明显,公司销售收入增速下滑在我们意料之中。

公司2013年营销重点是“顺应新变化”和“拓展新空间”,从网络、渠道、区域、结构、竞争、品类、资源等七个方面做好空间拓展。公司会加大中价位产品的研发和推广,加强对商务市场以及大众消费市场的开拓。**我们认为公司2013年是个结构调整的年份,这同以前的以高端化为核心的结构升级有本质区别,因此业绩弹性将大不如前。**

图表1. 公司利润表分析

(人民币, 百万)	2011年	2012年	同比变动(%)	2012年1-3月	2013年1-3月	同比变动(%)
一、营业总收入	12,740.92	17,270.48	35.55	5,961.71	6,322.82	6.06
营业收入	12,740.92	17,270.48	35.55	5,961.71	6,322.82	6.06
二、营业总成本	7,228.32	9,216.40	27.50	3,032.87	3,213.22	5.95
营业成本	5,329.37	6,294.20	18.10	2,268.10	2,480.07	9.35
营业税金及附加	179.17	241.15	34.59	110.97	95.37	(14.06)
销售费用	1,209.43	1,774.90	46.76	457.00	424.13	(7.19)
管理费用	660.98	1,020.22	54.35	230.97	263.43	14.05
财务费用	(156.54)	(120.71)	(22.89)	(37.31)	(52.66)	41.17
资产减值损失	5.92	6.65	12.33	3.14	2.89	(8.02)
三、其他经营收益						
投资净收益	12.00	134.68	1,022.70	22.24	30.00	34.92
四、营业利润	5,524.60	8,188.76	48.22	2,951.07	3,139.60	6.39
加: 营业外收入	37.10	48.67	31.19	2.88	3.96	37.52
减: 营业外支出	30.98	21.97	(29.09)	1.70	0.18	(89.60)
五、利润总额	5,530.72	8,215.46	48.54	2,952.25	3,143.39	6.47
减: 所得税	1,394.11	2,063.56	48.02	739.94	786.86	6.34
六、净利润	4,136.61	6,151.91	48.72	2,212.31	2,356.53	6.52
减: 少数股东损益	115.62	(2.40)	(102.07)	0.26	0.04	(85.41)
归属于母公司所有者的净利润	4,020.99	6,154.30	53.05	2,212.05	2,356.49	6.53
七、每股收益(元)	3.72	5.70		2.05	2.18	
<b>盈利能力(%)</b>			<b>百分点变动</b>			<b>百分点变动</b>
毛利率	58.17	63.56	5.38	61.96	60.78	(1.18)
经营利润率	43.36	47.41	4.05	49.50	49.66	0.15
税前利润率	43.41	47.57	4.16	49.52	49.71	0.19
净利率	31.56	35.63	4.08	37.10	37.27	0.17

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	32.95	7.55	35.55
净利润增速(%)	88.82	49.74	50.10	20.01	53.05
2013年 收入增速(%)	6.06				
净利润增速(%)	6.53				

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	12,741	17,270	18,733	21,673	25,037
销售成本	(5,329)	(6,294)	(6,851)	(7,998)	(9,304)
经营费用	(2,043)	(2,908)	(3,239)	(3,705)	(4,259)
息税折旧前利润	5,526	8,307	8,973	10,416	11,971
折旧及摊销	(158)	(239)	(329)	(446)	(497)
经营利润(息税前利润)	5,368	8,068	8,644	9,969	11,474
净利息收入/(费用)	157	121	194	214	327
其他收益/(损失)	6	27	8	0	0
税前利润	5,531	8,215	8,846	10,183	11,801
所得税	(1,394)	(2,064)	(2,220)	(2,556)	(2,962)
少数股东权益	(116)	2	3	3	(12)
净利润	4,021	6,154	6,628	7,630	8,827
核心净利润	4,021	6,154	6,628	7,630	8,827
每股收益(人民币)	3.72	5.70	6.14	7.07	8.17
核心每股收益(人民币)	3.72	5.70	6.14	7.07	8.17
每股股息(人民币)	1.25	2.00	2.15	2.47	2.86
收入增长(%)	67.22	35.55	8.47	15.69	15.52
息税前利润增长(%)	77.27	50.30	7.14	15.33	15.09
息税折旧前利润增长(%)	75.96	50.34	8.02	16.07	14.93
每股收益增长(%)	82.39	53.05	7.70	15.12	15.69
核心每股收益增长(%)	82.39	53.05	7.70	15.12	15.69

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	5,531	8,215	8,846	10,183	11,801
折旧与摊销	158	239	329	446	497
净利息费用	(157)	(121)	(194)	(214)	(327)
运营资本变动	1,096	(1,024)	(2,348)	57	570
税金	(1,394)	(2,064)	(2,220)	(2,556)	(2,962)
其他经营现金流	323	253	2,616	718	943
经营活动产生的现金流	5,557	5,500	7,029	8,635	10,523
购买固定资产净值	(1,934)	(3,373)	(2,500)	(2,000)	(1,600)
投资减少/增加	(2,925)	(209)	(200)	(200)	(200)
其他投资现金流	0	(5)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
投资活动产生的现金流	(4,859)	(3,588)	(3,700)	(3,200)	(2,800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	(0)	0	0	0
支付股息	(1,350)	(2,160)	(2,319)	(2,670)	(3,094)
其他融资现金流	866	809	194	214	327
融资活动产生的现金流	(484)	(1,351)	(2,125)	(2,456)	(2,767)
现金变动	214	561	1,204	2,979	4,956
期初现金	6,884	7,098	7,659	8,863	11,842
公司自由现金流	698	1,912	3,329	5,435	7,723
权益自由现金流	542	1,791	3,135	5,221	7,396

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	7,098	7,659	8,863	11,842	16,798
应收帐款	1,431	108	1,161	1,127	1,302
库存	3,793	5,923	6,508	7,598	8,373
其他流动资产	1,869	1,831	3,596	4,827	5,997
流动资产总计	14,192	15,521	20,128	25,394	32,470
固定资产	1,565	3,123	7,177	7,247	8,388
无形资产	790	1,511	1,460	1,410	1,360
其他长期资产	2,336	3,504	1,863	3,583	3,783
长期资产总计	4,692	8,137	10,500	12,240	13,531
总资产	18,883	23,658	30,628	37,634	46,001
应付帐款	629	750	685	800	930
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	8,051	7,933	10,662	12,596	15,086
流动负债总计	8,680	8,683	11,347	13,395	16,017
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	294	264	264	264	264
股本	900	1,080	1,080	1,080	1,080
储备	8,991	13,615	17,924	22,885	28,619
股东权益	9,891	14,695	19,004	23,965	29,699
少数股东权益	18	16	13	10	22
总负债及权益	18,883	23,658	30,628	37,634	46,001
每股帐面价值(人民币)	10.99	13.61	17.60	22.19	27.50
每股有形资产(人民币)	9.80	11.95	15.99	20.63	25.98
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.74)	(8.48)	(10.52)	(14.21)	(19.72)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	43.37	48.10	47.90	48.06	47.81
息税前利润率(%)	42.13	46.72	46.14	46.00	45.83
税前利润率(%)	43.41	47.57	47.22	46.99	47.13
净利率(%)	31.56	35.63	35.38	35.21	35.26
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.63	1.79	1.77	1.90	2.03
利息覆盖率(倍)	(34.3)	(66.8)	(44.6)	(46.6)	(35.1)
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)	1.20	1.11	1.20	1.33	1.50
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	16.40	10.72	9.95	8.64	7.47
核心业务市盈率(倍)	16.40	10.72	9.95	8.64	7.47
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	20.95	13.69	12.71	11.04	9.54
市净率(倍)	5.55	4.48	3.47	2.75	2.22
价格/现金流(倍)	9.89	11.99	9.38	7.64	6.27
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.66	7.02	6.36	5.20	4.11
<b>周转率</b>					
存货周转天数	108.67	125.18	126.80	127.97	122.07
应收帐款周转天数	1.04	1.17	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数	43.11	43.50	36.50	36.50	36.50
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	33.57	35.10	34.99	34.99	35.05
净资产收益率(%)	40.58	41.84	34.85	31.83	29.70
资产收益率(%)	21.29	26.01	21.64	20.27	19.19
已运用资本收益率(%)	40.63	41.13	34.09	31.19	28.96

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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