

# 洋河股份

## 看好大众酒类平台前景，上调评级至“买入”

### 如何看待洋河的成长性

与大众认识的不同之处在于，我们认为洋河成功是因为提供了更好的差异化消费体验，是可持续的，而非单纯依靠营销。13年以来我们认为洋河开始了打造新的差异化体验—转型大众酒类平台公司。打造平台的价值在于有利于开发葡萄酒的女性增量市场、很少增加渠道费用和减小业绩波动性。我们预计到2016年洋河的葡萄酒业务有望新增（相当于13年）1/6利润。

### 如何看待洋河的风险

风险一是行业景气下滑给公司的经营压力。我们认为洋河已经理顺渠道价格，14年下半年开始有望在产品结构调整到位和平台化运行见效的推动下重回上升通道；风险二是互联网电商的挑战。我们认为，公司自营的“洋河1号”有较强的落地优势，经销商没有增加送货成本却能够扩展更多客户。

### 如何看待估值和投资机会

我们认为市场对洋河差异化竞争策略下的新定位的认识不足，大众化和平台化有望推动公司加快复苏。我们预计14年一季度业绩仍有超过10%下滑，二季度降幅收窄，下半年有望见底回升，复苏进度好于其他浓香型竞争对手。我们预计，随着洋河在14年走出业绩见底回升的态势，PE估值有望回升。

### 估值：目标价上调至69.40元，评级由“中性”上调至“买入”

我们将公司13-15年EPS预期从4.64/4.55/5.07元调整为4.64/4.39/5.14元。我们在盈利预测中新增葡萄酒业务的贡献（预计16年开始利润加速体现），根据瑞银VCAM模型，WACC假设为9.3%，得到目标价69.40元（原52.10元）。我们看好公司平台化长期成长性，将评级从“中性”上调为“买入”。

Equities	
中国	
酿酒业	
12个月评级	<b>买入</b>
	之前: 中性
12个月目标价	<b>Rmb69.40</b>
	之前: Rmb52.10
股价	<b>Rmb52.96</b>
路透代码: 002304.SZ	彭博代码 002304 CH
交易数据和主要指标	
52周股价波动范围	Rmb66.30-37.11
市值	Rmb57.2十亿/US\$9.21十亿
已发行股本	1,080百万 (ORDA)
流通股比例	17%
日均成交量(千股)	4,852
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb235.2
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb17.6十亿
市净率 (12/13E)	3.2x
净债务 / EBITDA	NM
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	从 到 %市场预测
12/13E	4.64 4.64 0.00 4.65
12/14E	4.55 4.39 -3.71 4.90
12/15E	5.07 5.14 1.47 5.56

**王鹏**

分析师

S1460511040005

dennis.wang@ubssecurities.com

+86-213-866 8837

**赵琳**

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	7,619	12,741	17,270	15,028	16,431	19,260	22,984	27,246
息税前利润(UBS)	3,057	5,399	7,989	6,581	6,235	7,324	8,778	10,208
净利润 (UBS)	2,205	4,021	6,154	5,015	4,737	5,555	6,647	7,744
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	2.04	3.72	5.70	4.64	4.39	5.14	6.15	7.17
每股股息 (Rmb)	0.50	1.25	2.00	1.91	1.53	1.45	1.70	2.03
现金 / (净债务)	6,884	8,357	9,158	10,312	13,164	17,089	21,532	27,541
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	40.1	42.4	46.3	43.8	37.9	38.0	38.2	37.5
ROIC (EBIT) (%)	>500	>500	268.2	113.0	91.2	104.8	121.8	142.5
EV/EBITDA(core)x	21.8	18.9	15.1	6.8	6.8	5.4	4.1	3.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	33.8	28.1	21.7	11.4	12.1	10.3	8.6	7.4
权益 FCF (UBS) 收益率 %	4.1	3.2	1.6	5.3	7.7	9.4	10.8	14.1
净股息收益率(%)	0.7	1.2	1.6	3.6	2.9	2.7	3.2	3.8

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2014年04月11日22时38分的股价(Rmb52.96)得出；

# 投资主题

## 洋河股份

### 投资理由

公司核心竞争力在于创新的产品体验和贴近客户的营销体系。公司推广中端新品和打造酒类平台来应对行业压力，也有望受益于自建产能的成本节约。我们看好公司以大众酒类平台模式运营葡萄酒的创新。

市场可能担忧浓香型白酒供给压力和公司多元化前景。我们认为公司差异化竞争优势明显，有望提高市场份额。我们认为公司业绩和估值“底部”或将持续至14年上半年。我们预测公司13-15年EPS为4.64/4.39/5.14元（市场一致预期4.65/4.85/5.43元），目标价69.4元（WACC9.3%），对应13-15年PE为15.0/15.8/13.5，给予公司“买入”评级。

### 乐观情景

如果公司营销改革获得认可，公司主打的蓝色经典产品收入实现10%增长，同时葡萄酒业务平台化运作产生协同效应，那么基于瑞银DCF/VICAM估值模型，公司每股估值可能达到78.3元。

### 悲观情景

如果浓香型白酒供过于求导致竞争恶化，公司主打的蓝色经典系列收入同比持续下滑，而葡萄酒业务也占用公司大量资源而拓展不力，那么基于瑞银DCF/VICAM估值模型，公司每股估值可跌至49.7元。

### 近期催化剂

1) 如果葡萄酒业务14年收入同比大幅增长（例如50%以上），有望推动估值回升；2) 如果公司二、三季度白酒高端销量止跌，次高端和中端销量大幅增长，公司盈利增速有望提前走稳，估值也有望回升。

12个月评级

买入

12个月目标价

Rmb69.40

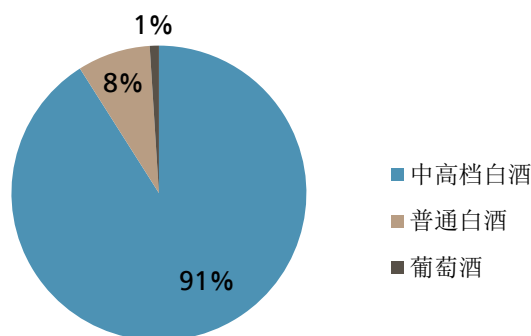
### 公司简介

洋河酒厂股份有限公司位于江苏省宿迁市，主要从事洋河蓝色经典、洋河大曲、敦煌古酿等系列品牌浓香型白酒的生产、加工和销售，产品具有“甜、绵、软、净、香”的绵柔型风格。公司产品洋河大曲曾在第三届至第五届全国评酒会上连续获得国家名酒称号。2003年公司推出中高端产品洋河蓝色经典系列后，收入利润连续8年高速增长，2010年公司又收购同城名酒双沟酒业，组建苏酒集团，公司实力再上新台阶。

### 行业展望

白酒行业全面繁荣已经结束，我们预计供给过剩和需求透支将带来行业去库存和去产能的调整，同时白酒行业收入和盈利空间都将压缩，价格体系将重新构建。公司作为行业领先企业，有望凭借资金和销售优势维护收入规模，也具备整合者的能力。

### 收入按产品分布，2012 (%)



来源: 公司公告

### 各产品毛利率

单位: 亿元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利					
中高档白酒	73.3	109.1	85.3	84.4	93.9
普通白酒	0.4	0.4	1.7	2.8	3.5
葡萄酒	0.4	0.3	3.1	5.9	9.6
总计	74.1	109.8	90.1	93.0	106.9

来源: 公司公告、瑞银证券估算

洋河从 09 年上市以后，09-13 年间收入 CAGR 为 39%。市场可能认为是深度分销优势的推动，而我们则认为更基本的原因是公司采取的差异化策略，即品牌差异（同时推多品牌）、产品设计差异（提味压香）和渠道差异（深度分销掌控终端）。

最近，我们参加了成都糖酒会，调研了行业专家和上市公司，对洋河股份进行了一些思考。在这波行业调整中，我们发现洋河开始了一个新的差异化竞争，就是打造大众酒类消费平台型公司。我们在三个方面更新我们对公司的认识。

## 如何看待洋河的成长性

我们预计 14 年洋河仍然将面临业绩下滑压力，下滑是受到了产品结构调整和销售费用增加的双重压力。在 2012 年以来的白酒行业大调整中，公司也受到一定冲击，2013 年收入和净利分别下滑 13% 和 19%。公司高端梦之蓝系列白酒销量也出现明显下滑，整体蓝色经典系列出现一定程度的价格倒挂。

不过公司及时调整，在 2013 年四季度，通过回收促销权和企业分担费用的方式，已经基本解决了倒挂问题。通过渠道调研，我们估计 14 年 1-2 月公司海之蓝和天之蓝系列白酒销量同比可能增长约 25%，中端产品已经开始回暖。我们认为展望成长性的时间到了。

## 我们和大众认识的不同之处

我们认为市场对洋河存在两个认识，1) 洋河产品口碑可能不如人意；2) 洋河主要依靠营销成功，难以持续。

我们和大众观点的不同之处在于：**洋河以往成功的深层次原因是符合了酒类发展的潮流——更好的消费体验。**“更好”的意思包括：口感提味压香——适合工作节奏加快和人际交往增多的新时代需求；贴身及时的销售员+经销商服务——全国 218 个分公司办事处；良好定位的品牌诉求——男人的情怀——海天梦。这些符合了现代消费品营销特点，又恰恰是竞争对手的软肋。

**对于产品口感**，我们认为销售数据证明了洋河受欢迎的程度。“洋河”品牌是新中国第三、四、五届评酒会选定的名酒。白酒作为快速重复消费标的，也不存在垄断和强迫消费。所以我们认为市场份额具有说明力。

对比 2013 年业绩快报，我们可以发现洋河盈利增速（-18.5%）并没有比五粮液（-19.8%）和泸州老窖（-21.6%）表现更差，我们认为这证明了口感问题并没有影响公司成长性，并不需要延续此类担忧。

**对于营销**，我们认为洋河能够在 09-11 年间大幅增长，是“品牌定位+产品设计+激励体制+营销+后台”的综合成功。相对竞争对手，洋河产品绵柔定位新颖，激励到位，后台管理先进，与经销商的利益分配合理，这些都是可持续的，也是公司的竞争优势所在。

## 公司一直在创新——实践互联网思维

在 14 年 2 月中国工信部公布的“2014 互联网和工业融合创新试点项目”名单中，洋河以“移动互联全柔性生产模式”成为白酒行业唯一入选企业。该

模式以“个性化定制”和“移动 O2O 模式创新应用”为核心。该名单共 14 家企业，包括百度、海尔等企业。

在 2014 年 3 月 26 日成都春季糖酒会“酒类互联网大会”上，苏酒集团贸易股份有限公司副董事长刘化霜提出，白酒企业应当有符合酒行业特点的独特商业模式，即大数据、闭环圈和去中介化。我们认为这可以解读为洋河公司对白酒互联网模式的最新理解，这不是依托第三方平台，而是以“我”为主的独特创新。

从商业模式来看，我们认为，大数据提供产品开发的方向，酒体设计更新速度加快；闭环圈（厂商、经销商、消费者）通过互联网完成“消费—评价—生产—消费”反馈圈，提高消费感受；去中介化进一步提高供货速度，压缩渠道费用。我们认为这三者的结合贴近了信息时代的脉搏，也是我们比较赞赏的新模式。

从实践来看，洋河已经开始在南京试点“洋河 1 号”手机软件，线上下单后 30 分钟送达，线下完成交易。据公司反映，在南京的试点进展顺利，未来将在南京全面推广，并在江苏省内扩大试点。洋河公司拥有万人销售团队（3000 名在册销售+7000 个经销商），我们认为洋河有望顺利解决 O2O 落地问题。

## 重新定位：大众酒类快消平台初见端倪

### 定位一：酒类大众品

在财务数据之外，我们注意到，公司的梦之蓝系列的定位出现变化，13 年 4 月赞助浙视《中国梦想秀》、10 月携手央视《中国星梦想》，我们认为洋河已经开始将“梦之蓝”打造成公益品牌，作为“中国梦”的积极响应者，洋河开始有意将“梦之蓝”作为企业精神旗舰，以提升品牌形象和产品价格高度。未来公司推广和盈利的重点将是 400 元以下的次高端和中端产品，这是另一种形式的“高举高打”。

从 2014 年公司推出的新品也验证了我们的观点。公司主推新版天之蓝海之蓝、老字号，洋河醇浆、柔和双沟和新并购的梨花村品牌，以及公司推出的不足百元的“拉丁之星”系列葡萄酒产品。我们认为，公司对洋河的品牌力和行业景气有明确认识，自身定位已经调整为面向大众，我们认为这是与公司现有品牌力和行业竞争格局匹配比较好的定位。

### 定位二：多品类酒类快消品平台

我们认为，公司还有第二个定位，那就是多品类酒类的平台型公司，这也是公司开展葡萄酒业务的推动力。通过交流我们发现，市场对第一个定位的争论较小，对第二个定位争议较大。争议一是酒类是不是快消品，第二是洋河能不能做平台。

我们认为，1) 大部分白酒和葡萄酒具有即饮性，高频次、重复消耗，具备一定的快消品属性（高端稀缺酒类则具有收藏价值）。洋河的产能已经在湖北十堰（13 年 1 月）、湖南长沙（13 年 12 月）和黑龙江哈尔滨（14 年 3 月）落地。未来随着份额集中，本地灌装比例将日益提高，价格也有望日益亲民；2) 洋河合理的内部激励、万人高素质销售团队、及时高效的后台工具，是打造多酒种平台的有力保障。洋河葡萄酒在 13 年 1 月上线，当年销售额达 5 亿

元（茅台葡萄酒十年才做到 3 亿元销售额），迈入中国葡萄酒公司前列。我们认为已经初步证明了公司平台化运作的的能力。

我们认为，公司对葡萄酒的理解也不同于大众。公司并不是将葡萄酒作为白酒的替代品，而是作为互补品在开发。由于葡萄酒酒精度低，有异域文化背景，可能成为众多女性在宴席上的选择，这对公司来说是增量市场。

## 两年后：洋河有望成为大众酒类平台龙头

回顾白酒行业趋势，每一轮周期过后，都是新模式带来新领导者，而不是老模式下的挑战者上位。如 80 年代率先扩产的汾酒占据后计划经济时代市场供不应求的先机，90 年代市场经济发展中的广告模式—山东白酒的兴起，鲁酒过后的总代理模式--五粮液的兴起，00 年代“国进民退”中的政务团购模式下茅台洋河兴起。

图表 1: 我们对白酒历次变革浪潮的总结和展望

	新模式	特点	领导者	发展动因
1980 年代	扩产	后计划经济的极度紧缺	汾酒	清香型扩产快，投资小
1990 年代	广告	全国性市场的信息不对称	秦池	借助外部全国性平台的公信力
	总代理	打破渠道隔离的壁垒	五粮液	工艺与市场的良好结合
2000 年代	政务团购	提价，挖掘大客户	五粮液、茅台、洋河	各立潮头，全面繁荣
2010 年代 展望	服务	重心从供给转向需求	茅台？洋河？	精准切入消费需求

来源: 瑞银证券

从 13 年年报数据来看，五粮液收入和利润规模全国第一的地位已被全面超越，我们解读认为这是新一轮的模式更替。回顾历次调整期经验，我们认为，从 2 年维度看，未来白酒行业产量大幅下降，小厂倒闭将是大概率事件。在白酒大众化市场上，竞争对手目前战略并未清晰，洋河凭借良好的销售架构和差异化的运营思路有望脱颖而出。

从 2 年跨度看，行业仍将在调整期内，我们认为白酒行业可能形成两大阵营，茅台领头的老名酒（走稀缺文化路线，量小高毛利），洋河领头的大众酒（走日用亲民快消路线，量大毛利低）；其他企业可能跨界，但品牌难以超越茅台，分销很难超越洋河。

首先从白酒品类来看，我们认为未来茅台作为高端高价高盈利的龙头地位仍将持续，那么，洋河较好的选择是在中端高销量高周转的大众白酒消费市场中取得领先，这也是一种差异化竞争。洋河打造大众白酒龙头的优势在于：

1) 高素质的销售团队。我们认为中国“深度分销”最成功的就是洋河。这除了洋河企业“大破大立”的制度优势以外，还有一个优势是江苏优秀的商业氛围，培育了众多较高商业素养的基层销售员，这是内地省份短期难以超越的。此外公司及时高效的后台软件管理，也是竞争对手短期难以模仿的。

2) 品牌区位优势。公司在 200-400 元的腰部区域（海之蓝天之蓝产品），相对其他区域性白酒品牌拥有明显优势。而主要竞品一五粮液和泸州老窖在这块区域的销售力量并不强。在这块较高利润的市场的的高占有率，有望成为洋河打造大众品平台的优势所在。此外，拥有经济发达的江苏作为基地市场，也是公司重要竞争力。

3) 业外资本需要时间。我们注意到,有一些原先是白酒行业以外的资本,如联想、哇哈哈等已经通过收购兼并等进入白酒业。但我们认为,当前白酒行业景气下行,给这些资本带来较大的拓展压力,提升品牌知名度美誉度和渠道开拓,都将耗费大量精力和时间,我们认为洋河作为老名酒和全国性品牌,有望维持大众白酒市场的领先地位。

**其次从葡萄酒业务来看,**据媒体报道,中国在 2013 年已经成为全球最大的红葡萄酒消费国。我们预计到 2016 年,公司葡萄酒业务销售收入有望达到 15-20 亿元规模。洋河开展葡萄酒业务具有的优势在于:

1) 共享白酒渠道资源,领先诸多进口品牌。一方面公司深入全国的渠道(218 个分公司和办事处、3000 名在编销售员、7000 个经销商),较众多进口品牌尚未落地依赖电商而言,更容易实现全面覆盖;另一方面众多外国酒庄品牌实际由中国人经营,但并未形成大规模集团,难以与洋河的体量抗衡。

2) 原装进口,品质不弱于国产龙头。我们认为本土葡萄酒龙头面临进口品牌品质和文化的双重冲击,产品比较老化,而如果开展进口业务则遇到“左手打右手”的问题。相比之下,洋河如能把海外优质红酒资源和公司强大的渠道有机整合,将开创中国葡萄酒新的发展模式。

## 大众酒平台的价值何在?

13 年酒类行业全面收缩,白酒和葡萄酒均出现高端下滑局面。我们认为,公司打造大众品平台,将有望获得三重价值:

1) 开发女性增量市场,提升毛利率水平。葡萄酒以低度果酒和异域文化受到中国女性越来越多的欢迎。我们从渠道了解到,在宴席上同时饮用白酒和葡萄酒的概率在提升,但消费者很少同时熟悉两个品类,对熟悉经销商的推荐较为认可,因此洋河在市场成熟区域推广较为顺畅。由于葡萄酒单价高于白酒,未来公司毛利水平有望提升。

2) 渠道共享,费用增量很少。我们认为,由于终端客户是相同的,洋河销售人员和经销商推广葡萄酒的额外费用较少。我们从渠道了解到,公司的葡萄酒销售目标是分解到各个子公司,然后和白酒业务一起考核,属于“加量不加入”。2009 年以来,公司销售费用率约 10%,我们预计推广葡萄酒并不会提高该比例。

3) 行业壁垒提高,业绩波动性减小。我们认为,通过提供多品类的产品,公司有望提高客户满意度和重复消费比例,尤其是符合餐饮酒类多样化的趋势。此外,公司葡萄酒业务总体毛利率要高于白酒(葡萄酒平均单价较高),进入盈利期后有助于提振盈利水平和平滑业绩波动。

**葡萄酒业务有望带来 1/6 的总利润增量。**2010-2012 年间洋河平均毛利率 59%,净利率 33%,即费用和所得税比例为 26%。目前洋河葡萄酒毛利率约 75%,保守估算按 70%毛利率,扣除 30%(费用+税)率,也有望做到 70%-30%=40%净利率。如果洋河 16 年实现 20 亿元葡萄酒收入,将有望带来 8 亿元净利润,相当于 13 年净利润 50.2 亿元的 16.9%。

# 如何看待洋河的风险

## 白酒景气下滑给公司的业绩压力

从全行业来看，高端酒市场萎缩，全市场“金字塔”式塌缩，市场规模和盈利全面压缩，中端和低端承受了高端降价后的压力，我们认为行业去产能将成为 2014 年的主题。尤其是浓香型白酒，前期扩产过多，面临的供求压力更大。

### 洋河已经理顺渠道价格

在这个局面下，公司作为中国白酒产量最大的企业，无法避免遭遇景气压力。但是我们认为，公司在寒冬中调整思路的策略与五粮液和泸州老窖不同。13 年内五粮液和老窖都延续了“推新品招新商”的思路，但终端动销不佳导致经销商补货热情下降，导致 14 年两家公司面临比 13 年更大的市场压力。而洋河致力于理顺渠道结构，不惜以销售费用大增为代价，并以产品更替来保持渠道利润和消费新鲜度，最终率先解决了终端产品倒挂问题。

图表 2: 三大浓香型白酒企业不同的营销策略

	营销策略调整	价格策略	产品策略
五粮液	设立 7 大营销中心	普五提价 10%到 729 元	推中端新品，招新商
泸州老窖	高端拓展定制酒业务	国窖 1573 提价 11 元至 999 元	推中端新品，招新商
洋河股份	费用由经销商改为企业承担	稳价，解决倒挂	以产品更替为主

来源: 公司数据, 瑞银证券整理

### 我们预计公司产品价量在 14 年内见底回升

我们认为，在 A 股最大的四家白酒企业中，茅台已经在 14 年初率先走出价跌量减的行业泥潭，我们预计洋河有望在 14 年二、三季度内稳定高端规模，以中端产品增长带动公司走出价量泥潭，这将领先于其他竞争对手。

我们预计 2014 年公司在调整结构中，仍有高端产品减量和销售费用压力，净利润或将下滑，在 2015 年后，在结构调整到位和平台化运行见效的推动下，收入和净利润有望重回上升通道，未来的业绩推动力将主要来自于大众酒类的消费升级。

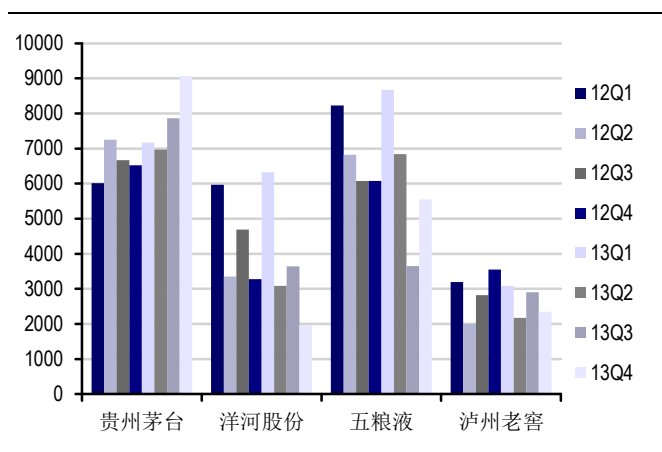
图表 3: 我们比较了 A 股 4 家最大的白酒公司 13 年的财务表现

单位:亿元	收入		净利润	
	2013	YOY	2013	YOY
贵州茅台	310.71	17%	151.37	14%
洋河股份	150.20	-13%	50.15	-19%
五粮液	247.17	-9%	79.73	-20%
泸州老窖	105.04	-9%	34.44	-22%

来源:wind

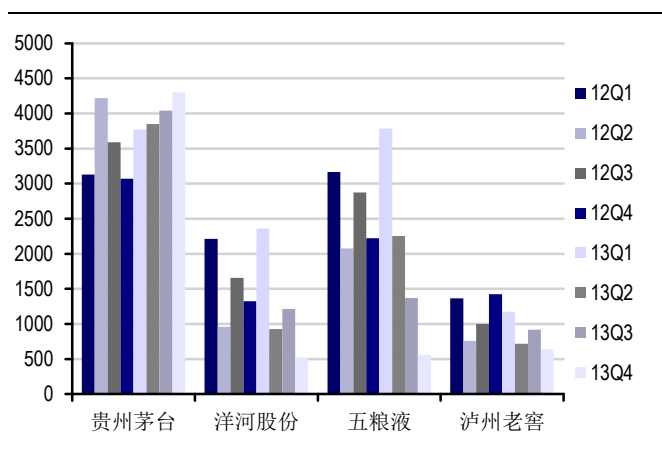
从分季度收入端来看，洋河在 13 年二季度开始收入就持续下滑，我们认为这是公司已经开始控货，减少渠道库存的表现，并非受到行业冲击更大。从利润来看，洋河的利润同比降幅小于五粮液和老窖。

图表 4: 12-13 年单季度收入比较



来源: Wind 注: 单位为百万元

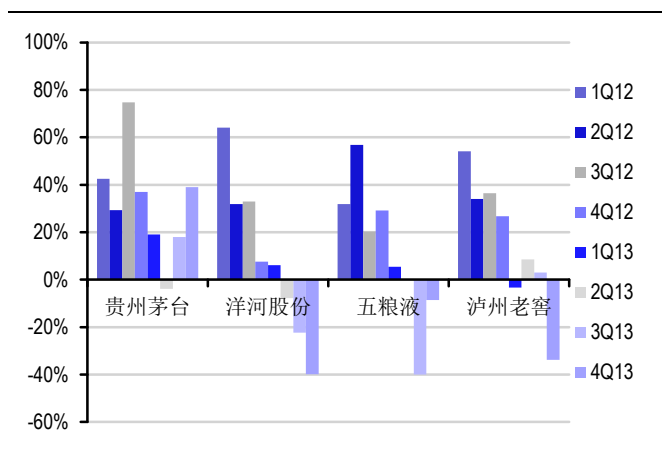
图表 5: 12-13 年单季度净利比较



来源: Wind 注: 单位为百万元

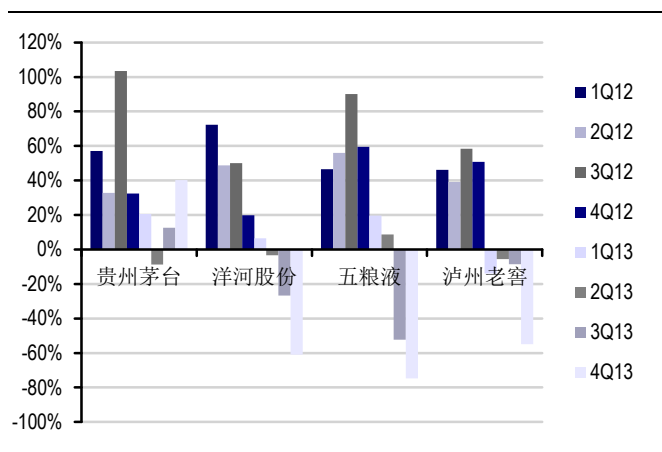
从分季度增速来看, 洋河的收入和净利同比增速均从 13 年 2 季度开始持续下滑。不过单纯从基数效应出发, 我们也认为洋河止跌应早于五粮液和老窖。

图表 6: 12-13 年单季度收入增速比较



来源: Wind

图表 7: 12-13 年单季度净利增速比较



来源: Wind

考虑到基数效应, 我们预计 14 年一季度收入和盈利仍有超过 10%幅度的下滑, 随后有望在二、三季度见底走稳, 四季度有望回升。我们预计公司 14 年整体业绩表现有望强于其他浓香型竞争对手, 成为 4 大白酒企业中第二个业绩见底回升的公司。

## 互联网电商的挑战

2013 年以来, 第三方电商和 O2O 成为白酒行业关注的热点。不少业内人士寄希望于新模式能带领白酒走出景气下滑。我们的观点恰恰相反, 电商是把双刃剑, 在开创全国性平台的同时, 电商也将打破传统酒企“根据地”带来的渠道封锁, 渠道红利将大幅减小; 众多小酒企无法支付越来越高的电商费用, 自己的根据地市场也将被侵占, 在 100 元左右也将出现越来越上规模的白酒品牌。

### 洋河自建电商平台具有 O2O 落地优势



我们看好两类电商的前景，一类是酒企自建 O2O 平台，如洋河的“洋河 1 号”和茅台的“网上商城”，优势在于线下已有庞大的经销商网点和成熟的利润分配模式，劣势是前期人力财力投入较大；二类是综合性白酒平台，优势在于多品类和价格透明。但是劣势在于缺乏大型酒厂支持且落地困难，品种可能被边缘化、低端化。

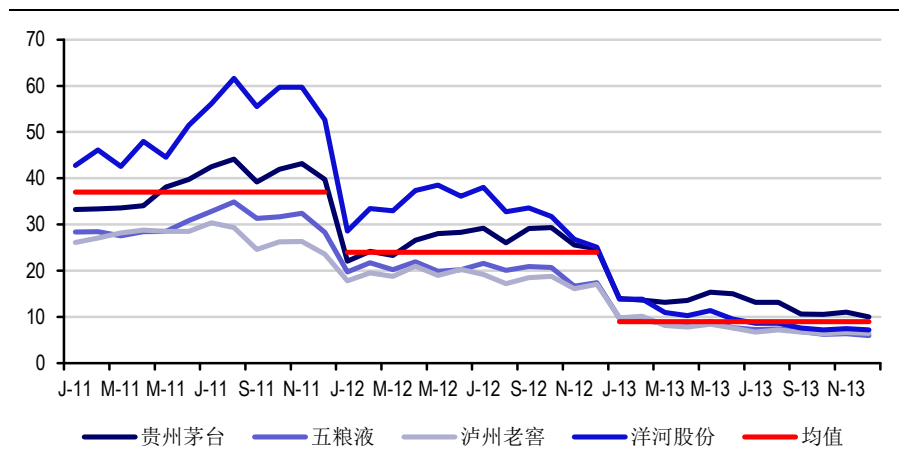
我们认为，洋河未来发展自营的“洋河 1 号”有较强的落地优势，经销商没有增加送货成本却扩展更多客户，积极性较高。由于洋河对经销商控制力较强，我们认为电商的价格竞争对洋河的压力较小。

## 如何看待洋河的估值和投资机会

### 公司和行业 PE 估值均处于历史底部

从洋河 09 年上市以来，由于行业繁荣和公司快速增长，PE 估值在 10 年最高达到 90 倍。不过这也是与行业景气走高的趋势较为一致的。2011-2013 年，最大的 4 家白酒公司的估值的平均值在不断下降，由 11 年的 37 倍下降到 24 倍，再下降到 13 年的 9 倍。目前白酒行业和洋河公司的 PE 估值均处于历史底部区域。

图表 8: 2011-2013 年 4 家最大的白酒公司 PE 走势



来源: WIND

从 A 股白酒行业内部比较来看，洋河总体上处于低位（见图表 9）。由于市场对浓香型白酒供过于求的质疑，五粮液（7.9 倍）和泸州老窖（6.1 倍）的估值在行业内偏低，而洋河股份估值（11.1 倍）和茅台（10.4 倍）基本相当。

图表 9: A 股白酒板块 14 年预测 PE 比较

证券代码	证券简称	EPS-2014E (WIND 一致预期)	股价 (20140410)	14PE
000568.SZ	泸州老窖	2.74	17.85	6.5
000858.SZ	五粮液	2.19	17.45	8.0
600197.SH	伊力特	1.01	10.08	10.0
600519.SH	贵州茅台	15.78	169.51	10.7
<b>002304.SZ</b>	<b>洋河股份</b>	<b>4.85</b>	<b>53.66</b>	<b>11.1</b>
000596.SZ	古井贡酒	1.53	18.86	12.3
600809.SH	山西汾酒	1.28	15.92	12.5
600199.SH	金种子酒	0.60	8.26	13.7
600559.SH	老白干酒	0.80	22.70	28.2
600779.SH	水井坊	0.22	8.52	39.3
600702.SH	沱牌舍得	0.17	11.71	70.7
000799.SZ	酒鬼酒	0.05	12.03	244.5

来源: WIND, 盈利预测采用一致预期。注: EPS 和股价单位为元, 截至 2014 年 4 月 10 日。

### 洋河估值上半年仍受业绩压力, 下半年内有望回升

对于 14 年上半年, 我们预计公司收入和盈利的下滑仍将继续。考虑到基数效应, 我们预计 14 年一季度收入和盈利仍有超过 10%幅度的下滑, 二季度降幅有望逐渐收窄, 下半年开始有望见底走稳, 并有望回升。整体业绩表现有望强于其他浓香型竞争对手。

长远来看, 我们认为, 消费品估值的受到两方面影响, 一是行业前景, 二是成长性。前者决定共性(天花板), 后者决定个性(个股表现)。我们认为对洋河来说行业前景仍然广阔, 公司成长性仍有望超市场预期。

1) 行业前景: 白酒行业随着居民收入水平提高, 仍有消费升级空间。落实到公司层面, 13 年中国白酒规模以上企业收入总额 5018 亿元, 相对洋河 13 年 150 亿元收入规模来说仍有较大成长空间。从国际上来看, 酒类龙头企业帝亚吉欧和保乐利加的市场份额分别达到 30%和 17%左右。

2) 成长性: 洋河的估值也从 11-12 年高于均值下降为 13 年低于均值, 我们认为这说明相比同行, 市场给予公司更低的估值, 更不看好公司前景。而我们预计公司业绩将紧跟茅台之后, 在 14 年内见底回升。我们预计, 随着洋河在 14 年走出业绩见底回升的态势, PE 估值有望回升。

## 估值：目标价上调至 69.4 元，评级由“中性”上调至“买入”

公司已经公布了 2013 年业绩快报，因此我们维持 13 年收入和净利润数据不变。

我们上调了对未来洋河葡萄酒业务的收入预期，将 14-16 年公司收入预期分别上调 2.71/6.34/9.60 亿元。出于对 14-16 年仍处于葡萄酒市场导入期的考虑，我们上调了营运用费率。出于对酒业渠道资金压力较大的考虑，我们调低了对 14-16 年的公司利息收入。

综合来看，我们将公司 13-16 年 EPS 预期从 4.64/4.55/5.07/5.91 元调整为 4.64/4.39/5.14/6.15 元。

图表 10: 我们对公司收入和净利润预期的调整

	调整后			调整前		
	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
单位：百万元						
营业收入	16,431	19,260	22,984	16,160	18,627	22,023
营业成本	7,127	8,566	10,434	7,053	8,396	10,173
销售费用	1,807	1,926	2,160	1,519	1,751	1,982
管理费用	1,068	1,213	1,333	921	1,062	1,211
财务费用	(102)	(103)	(107)	(103)	(123)	(142)
归属于母公司所有者的净利润	4,737	5,555	6,647	4,919	5,474	6,383
EPS (元)	4.39	5.14	6.15	4.55	5.07	5.91

来源:瑞银证券估算

基于调整后的盈利预测，根据瑞银 VCAM 模型，WACC 假设为 9.3%，我们得到目标价为 69.40 元（原为 52.10 元）。我们认为公司的转型已经初见成效，未来有望较快摆脱行业压力，恢复增长趋势。我们看好公司灵活运营能力和创新能力，将公司评级从“中性”上调为“买入”。

催化剂可能有两个：1) 如果葡萄酒业务 14 年收入同比大幅增长（例如 50% 以上），有望推动估值回升；2) 如果公司二、三季度高端白酒销量止跌，次高端和中端销量大幅增长，公司盈利增速有望提前走稳，估值也有望回升。

图表 11: 我们的目标价是 69.40 元

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	6,235	7,324	8,778	10,208	11,894	12,264	11,938	11,307	10,341	9,018
折旧及摊销*	354	394	414	429	444	180	201	222	243	265
资本支出	(500)	(200)	(200)	(200)	(200)	(1,804)	(2,006)	(2,217)	(2,433)	(2,652)
运营资本变动	(84)	(261)	(586)	229	276	102	569	663	759	855
所得税(营运)	(1,559)	(1,831)	(2,194)	(2,552)	(2,973)	(3,066)	(2,985)	(2,827)	(2,585)	(2,254)
其他	(42)	(85)	(112)	(128)	(149)	(116)	(122)	(126)	(130)	(131)
自由现金流	4,404	5,341	6,099	7,985	9,291	7,560	7,595	7,022	6,196	5,099
增长		21.3%	14.2%	30.9%	16.4%	-18.6%	0.5%	-7.5%	-11.8%	-17.7%

估值	
明计现金流现值	49,980
期末价值(第20年)现值	9,146
<b>企业价值</b>	<b>59,126</b>
占永续价值百分比	15%
联营公司及其他	627
-少数股东权益	17
现金盈余**	10,639
-债务***	0
权益价值	70,375
已发行股数 [m]	1,080.0
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>65.20</b>
权益成本	9.3%
股息收益率	2.8%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>69.40</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	9.0%	7.0%	5.0%
息税前利润率	17.0%	7.0%	5.0%
资本支出/销售收入	5.0%	3.0%	1.0%
投资资本回报率	47.3%	16.2%	13.8%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.0x	7.7x	8.6x
企业价值 / 息税前利润	9.5x	8.1x	9.0x
自由现金流收益率	7.4%	9.0%	7.9%
市盈率(现值)	14.8x	12.7x	14.2x
市盈率(目标)	15.8x	13.5x	15.1x

加权平均资本成本	
无风险利	4.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.95
债务/权益比	0.0%
边际税率	25.0%
权益成本	9.3%
债务成本	6.4%
<b>WACC</b>	<b>9.3%</b>

期末假设值	
VCH(年数)	20
对应的自由现金流增长	2.0%
回报率增幅	8.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前利	7.1x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券估算

## 洋河股份 (002304.SZ)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	7,619	12,741	17,270	15,028	-13.0	16,431	9.3	19,260	22,984	27,246
毛利	4,290	7,412	10,976	9,008	-17.9	9,304	3.3	10,694	12,550	14,602
息税折旧摊销前利润(UBS)	3,169	5,556	8,225	6,868	-16.5	6,589	-4.1	7,718	9,191	10,637
折旧和摊销	(112)	(157)	(236)	(286)	21.3	(354)	23.6	(394)	(414)	(429)
息税前利润(UBS)	3,057	5,399	7,989	6,581	-17.6	6,235	-5.3	7,324	8,778	10,208
联营及投资收益	0	12	135	45	-66.6	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(33)	(37)	(29)	(33)	-17.0	(20)	39.9	(19)	(20)	(20)
净利息	52	157	121	124	2.3	102	-17.1	103	107	138
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	3,076	5,531	8,215	6,716	-18.2	6,317	-5.9	7,408	8,864	10,326
税项	(778)	(1,394)	(2,064)	(1,700)	17.6	(1,579)	7.1	(1,852)	(2,216)	(2,582)
税后利润	2,299	4,137	6,152	5,016	-18.5	4,738	-5.6	5,556	6,648	7,745
优先股股息及少数股权	(94)	(116)	2	(1)	-	(1)	0.0	(1)	(1)	(1)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	2,205	4,021	6,154	5,015	-18.5	4,737	-5.6	5,555	6,647	7,744
净利润(UBS)	2,205	4,021	6,154	5,015	-18.5	4,737	-5.6	5,555	6,647	7,744
税率(%)	25.3	25.2	25.1	25.3	0.8	25.0	-1.2	25.0	25.0	25.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	2.04	3.72	5.70	4.64	-18.5	4.39	-5.6	5.14	6.15	7.17
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	2.04	3.72	5.70	4.64	-18.5	4.39	-5.6	5.14	6.15	7.17
EPS(UBS, 基本)	2.04	3.72	5.70	4.64	-18.5	4.39	-5.6	5.14	6.15	7.17
每股股息净值(Rmb)	0.50	1.25	2.00	1.91	-4.3	1.53	-19.9	1.45	1.70	2.03
每股账面价值	6.41	9.16	13.61	16.34	20.1	19.19	17.5	22.89	27.34	32.48
平均股数(稀释后)	1,080.00	1,080.00	1,080.00	1,080.00	0.0	1,080.00	0.0	1,080.00	1,080.00	1,080.00
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	6,884	8,358	9,159	10,312	12.6	13,165	27.7	17,090	21,533	27,541
其他流动资产	2,185	5,834	6,362	5,056	-20.5	6,370	26.0	8,231	10,892	13,119
流动资产总额	9,069	14,192	15,521	15,368	-1.0	19,535	27.1	25,320	32,424	40,660
有形固定资产净值	880	1,565	3,123	4,513	44.5	5,335	18.2	5,516	5,478	5,425
无形固定资产净值	991	1,066	1,787	1,711	-4.2	1,636	-4.4	1,560	1,485	1,409
投资/其他资产	540	2,060	3,228	3,021	-6.4	2,421	-19.9	2,121	2,021	1,921
总资产	11,480	18,883	23,658	24,613	4.0	28,927	17.5	34,518	41,409	49,415
应付账款和其他短期负债	3,762	8,680	8,683	6,689	-23.0	7,919	18.4	9,518	11,593	14,049
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	3,762	8,680	8,683	6,689	-23.0	7,919	18.4	9,518	11,593	14,049
长期债务	0	0	0	0	0.0	0	0.0	0	0	0
其它长期负债	331	294	264	264	0.0	264	0.0	264	264	264
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	4,093	8,975	8,947	6,953	-22.3	8,183	17.7	9,782	11,857	14,313
普通股股东权益	6,919	9,891	14,695	17,644	20.1	20,726	17.5	24,717	29,532	35,082
少数股东权益	468	18	16	17	6.4	18	6.0	19	20	21
负债和权益总计	11,480	18,883	23,658	24,613	4.0	28,927	17.5	34,518	41,409	49,415
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	2,205	4,021	6,154	5,015	-18.5	4,737	-5.6	5,555	6,647	7,744
折旧和摊销	112	157	236	286	21.3	354	23.6	394	414	429
营运资本变动净值	1,553	1,652	(615)	3,840	-	(84)	-	(260)	(586)	229
其他营业性现金流	(32)	(274)	(276)	(4,686)	-1600.0	(101)	97.8	(102)	(106)	(137)
经营性现金流	3,837	5,555	5,500	4,456	-19.0	4,905	10.1	5,586	6,369	8,264
有形资本支出	(773)	(1,930)	(3,372)	(1,400)	58.5	(500)	64.3	(200)	(200)	(200)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	(385)	1	5	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(6)	(2,930)	(222)	45	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(1,164)	(4,859)	(3,588)	(1,355)	62.2	(500)	63.1	(200)	(200)	(200)
已付股息	(360)	(450)	(1,350)	(2,160)	-60.0	(1,553)	28.1	(1,461)	(1,726)	(2,055)
股份发行/回购	2	12	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(1)	(46)	(1)	213	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	(109)	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(468)	(484)	(1,351)	(1,947)	-44.2	(1,553)	20.3	(1,461)	(1,726)	(2,055)
现金流量中现金的增加(减少)	2,205	212	561	1,153	105.6	2,853	147.4	3,925	4,443	6,008
外汇/非现金项目	2	1,262	240	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	2,208	1,474	801	1,153	44.0	2,853	147.4	3,925	4,443	6,008

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 洋河股份 (002304.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	33.8	28.1	21.7	11.4	12.1	10.3	8.6	7.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	33.8	28.1	21.7	11.4	12.1	10.3	8.6	7.4
股价/每股现金收益	32.1	27.1	20.9	10.8	11.2	9.6	8.1	7.0
权益 FCF (UBS) 收益率 %	4.1	3.2	1.6	5.3	7.7	9.4	10.8	14.1
净股息收益率(%)	0.7	1.2	1.6	3.6	2.9	2.7	3.2	3.8
市净率	10.8	11.4	9.1	3.2	2.8	2.3	1.9	1.6
企业价值/营业收入(核心)	9.1	8.2	7.2	3.1	2.7	2.2	1.6	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	21.8	18.9	15.1	6.8	6.8	5.4	4.1	3.0
企业价值/息税前利润(核心)	22.6	19.4	15.6	7.1	7.2	5.7	4.2	3.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	22.3	19.3	15.5	7.0	7.0	5.5	4.2	3.1
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	8.0	6.6	5.9	5.2	4.5
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	74,455	113,029	133,811	57,197	57,197	57,197	57,197	57,197
净债务 (现金)	(5,780)	(7,620)	(8,758)	(9,735)	(11,738)	(15,127)	(19,311)	(24,537)
少数股东权益	468	18	16	17	18	19	20	21
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>69,143</b>	<b>105,427</b>	<b>125,068</b>	<b>47,478</b>	<b>45,477</b>	<b>42,089</b>	<b>37,906</b>	<b>32,681</b>
- 非核心资产	(14)	(519)	(627)	(627)	(627)	(627)	(627)	(627)
<b>核心企业价值</b>	<b>69,129</b>	<b>104,908</b>	<b>124,441</b>	<b>46,851</b>	<b>44,849</b>	<b>41,461</b>	<b>37,278</b>	<b>32,054</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	92.4	67.2	35.6	-13.0	9.3	17.2	19.3	18.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	89.0	75.3	48.0	-16.5	-4.1	17.1	19.1	15.7
息税前利润(UBS)	85.6	76.6	48.0	-17.6	-5.3	17.5	19.8	16.3
每股收益(UBS 稀释后)	75.9	82.4	53.1	-18.5	-5.6	17.3	19.7	16.5
每股股息净值	25.0	150.0	60.0	-4.3	-19.9	-5.6	17.3	19.7
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	56.3	58.2	63.6	59.9	56.6	55.5	54.6	53.6
息税折旧摊销前利润率	41.6	43.6	47.6	45.7	40.1	40.1	40.0	39.0
息税前利润率	40.1	42.4	46.3	43.8	37.9	38.0	38.2	37.5
净利率 (UBS) 率	28.9	31.6	35.6	33.4	28.8	28.8	28.9	28.4
ROIC (EBIT)	>500	>500	268.2	113.0	91.2	104.8	121.8	142.5
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	NM	68.4	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	36.8	47.8	50.1	31.0	24.7	24.4	24.5	24.0
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.2)	(1.5)	(1.1)	(1.5)	(2.0)	(2.2)	(2.3)	(2.6)
净债务/总权益	(93.2)	(84.3)	(62.3)	(58.4)	(63.5)	(69.1)	(72.9)	(78.5)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(10.0)	(8.0)	(7.4)	(22.0)	(29.4)	(41.2)	(57.8)	(85.9)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	179.7	62.8	59.1	56.6
资本支出/营业收入(%)	10.1	15.1	19.5	9.3	3.0	1.0	0.9	0.7
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.1	3.0	2.8	2.4	2.9	3.6	3.6	3.5
股息支付率 (UBS) %	24.5	33.6	35.1	41.2	34.9	28.1	27.6	28.3
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	7,619	12,741	17,270	15,028	16,431	19,260	22,984	27,246
<b>总计</b>	<b>7,619</b>	<b>12,741</b>	<b>17,270</b>	<b>15,028</b>	<b>16,431</b>	<b>19,260</b>	<b>22,984</b>	<b>27,246</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	3,057	5,399	7,989	6,581	6,235	7,324	8,778	10,208
<b>总计</b>	<b>3,057</b>	<b>5,399</b>	<b>7,989</b>	<b>6,581</b>	<b>6,235</b>	<b>7,324</b>	<b>8,778</b>	<b>10,208</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+31.0%
预测股息收益率	2.9%
预测股票回报率	+33.9%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+24.4%

---

## 风险声明

白酒行业与经济景气度紧密相关，经济景气下滑将导致行业增速回落；公司渠道快消化可能导致竞争加剧，费用上升；基酒外购可能导致质量管控不严。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例** **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：王鹏；赵琳。

### 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
洋河股份	002304.SZ	中性	不适用	Rmb52.96	2014 年 04 月 11 日

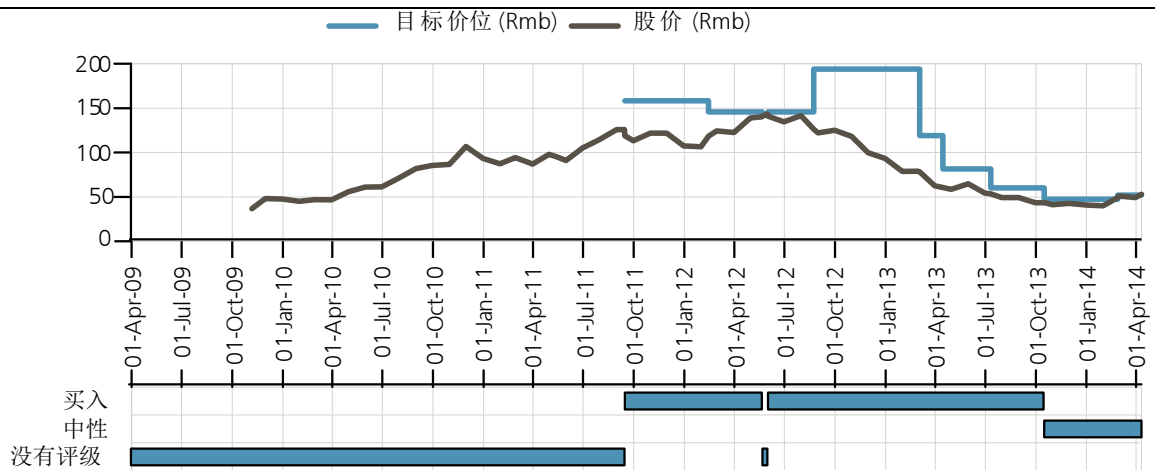
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。



## 洋河股份 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 11 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：** 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发。UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。居住在美国的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

