

洋河股份

在电商渠道强于同业

洋河对电商渠道的掌控力较强

我们认为，洋河对电商渠道的掌控力是白酒企业中相对较强的。在白酒行业中，洋河的渠道扁平化程度相对较高。在洋河的销售体系中，经销商的作用是配送商，渠道利润相对固定和稳定（毛利率 10% 左右）。因此，洋河在电商渠道的经销商也只是作为电商平台配送商的角色出现，并不会对洋河相关产品的价格体系产生太大影响。

“洋河 1 号”未来有望成拓展成移动电商平台

从 2014 年初开始，洋河在江苏省内开始试点“洋河 1 号” Apps 软件，通过强大的经销商配送线上，实现移动终端 O2O 销售。由于移动终端的白酒消费需要先品牌认知后消费者积累，所以“洋河 1 号”目前还仍然只能在其主销区域积累流量，未来逐步推广到全国范围。我们认为，“洋河 1 号”在消费者流量积累到一定程度之后，应该会向移动电商平台纵向发展，形成相关产业的多元化。

预计蓝色经典成为 2015 年收入增长最快的品类

我们预计，洋河 2015 年收入增长 8%，其中，蓝色经典整体同比增长 10%，海之蓝已经成为全国最大的单品。我们认为，洋河在 2014 年做了大量的渠道梳理工作，包括对经销商体系的重新梳理，对渠道终端的纵向拓展以及对品牌品类的重新整理。我们预计 2015 年洋河的增长会明显快于行业平均水平。

估值：维持买入评级，目标价 94.00 元

我们基于瑞银 VCAM 现金流贴现模型（WACC 假设为 9.3%）得出目标价，对应 2014/2015/2016 年 PE 为 21/20/18 倍。

Equities

中国
酿酒业

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb94.00

股价

Rmb79.05

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	Rmb79.85-38.48
市值	Rmb85.4 十亿/US\$13.6 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)	2,915
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb195.1
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb19.9 十亿
市净率 (12/14E)	4.3x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	4.20	4.20
12/15E	4.63	4.82
12/16E	5.06	5.40

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	12,741	17,270	15,024	14,658	15,841	17,084	18,234	19,431
息税前利润(UBS)	5,399	7,989	6,484	5,882	6,480	7,025	7,620	8,266
净利润 (UBS)	4,021	6,154	5,002	4,524	4,989	5,450	5,954	6,487
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	3.72	5.70	4.63	4.20	4.63	5.06	5.53	6.03
每股股息 (Rmb)	1.25	2.00	2.00	2.10	2.41	2.73	3.10	3.50
现金 / (净债务)	8,357	9,158	7,114	10,303	12,864	15,457	18,757	22,218
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	42.4	46.3	43.2	40.1	40.9	41.1	41.8	42.5
ROIC (EBIT) (%)	>500	268.2	91.1	65.6	74.4	78.7	85.4	95.9
EV/EBITDA(core)x	18.9	15.1	7.8	12.1	10.5	9.4	8.3	7.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	28.1	21.7	12.5	18.8	17.1	15.6	14.3	13.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.2	1.6	0.8	5.9	5.4	5.7	6.9	7.5
净股息收益率(%)	1.2	1.6	3.5	2.7	3.0	3.5	3.9	4.4

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 2015 年 01 月 04 日 21 时 02 分的股价(Rmb79.05)得出；

投资主题

洋河股份

投资理由

我们认为，公司核心竞争力在于创新的产品体验、贴近客户的营销体系及行业领先的议价能力。我们认为公司的渠道效率是行业中最高、管理能力为行业最强。洋河是首家将重点从三公消费转向大众消费的白酒企业，我们认为价格在 80-150 元的老字号产品可望成为另一主要增长点。我们认为促销费用的显著下降、精准的市场营销及管理应会有助于公司温和削减销售管理费用占比。洋河在 2014 年做了大量的渠道梳理工作，包括对经销商体系的重新梳理，对渠道终端的纵向拓展以及对品牌品类的重新整理。我们预计 2015 年公司收入增长约为 8%，远高于行业平均，预计蓝色经典系列的收入增长在 10%；蓝色经典现在是国内销量最大的白酒品牌。

乐观情景

如果公司营销改革获得认可，2015 年公司主打的蓝色经典产品收入实现 20% 增长，同时老字号增长迅速，那么我们预计公司每股估值可能达到 110 元。

悲观情景

如果浓香型白酒供过于求导致竞争恶化，2015 年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利，那么我们预计公司每股估值可跌至 75 元。

近期催化剂

如果 2015 年公司白酒高端销量止跌回升、次高端和中高端销量大幅增长，公司收入增长有望提前企稳，估值可望回升。我们认为高端白酒销量恢复低于预期将成为公司负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb94.00

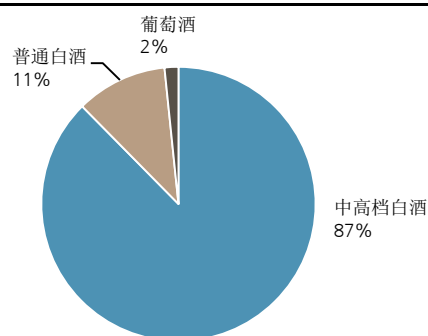
公司简介

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

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。

2013 年分业务收入占比 (%)



来源：公司数据，瑞银证券估算

各类产品毛利

(亿元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
中高档白酒	109	88	82	90	98
普通白酒	0	0	1	0	-1
葡萄酒	0	2	4	5	6
总计	110	91	87	95	103

来源：公司数据，瑞银证券估算

洋河股份 (002304.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	12,741	17,270	15,024	14,658	-2.4	15,841	8.1	17,084	18,234	19,431
毛利	7,412	10,976	9,078	8,790	-3.2	9,714	10.5	10,530	11,436	12,373
息税折旧摊销前利润(UBS)	5,556	8,225	6,840	6,275	-8.3	6,913	10.2	7,477	8,088	8,749
折旧和摊销	(157)	(236)	(356)	(392)	10.1	(432)	10.2	(452)	(467)	(482)
息税前利润(UBS)	5,399	7,989	6,484	5,882	-9.3	6,480	10.2	7,025	7,620	8,266
联营及投资收益	12	135	51	20	-61.1	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(37)	(29)	(46)	(49)	-5.6	(35)	28.3	(35)	(18)	(21)
净利息	157	121	196	174	-11.6	207	19.5	279	338	406
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	5,531	8,215	6,686	6,027	-9.9	6,653	10.4	7,268	7,940	8,651
税项	(1,394)	(2,064)	(1,684)	(1,502)	10.8	(1,663)	-10.7	(1,817)	(1,985)	(2,163)
税后利润	4,137	6,152	5,002	4,525	-9.5	4,990	10.3	5,451	5,955	6,488
优先股股息及少数股权	(116)	2	0	(1)	NM	(1)	0.0	(1)	(1)	(1)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	4,021	6,154	5,002	4,524	-9.5	4,989	10.3	5,450	5,954	6,487
净利润 (UBS)	4,021	6,154	5,002	4,524	-9.5	4,989	10.3	5,450	5,954	6,487
税率(%)	25.2	25.1	25.2	24.9	-1.1	25.0	0.3	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	3.72	5.70	4.63	4.20	-9.2	4.63	10.3	5.06	5.53	6.03
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	3.72	5.70	4.63	4.20	-9.2	4.63	10.3	5.06	5.53	6.03
每股收益 (UBS, 基本)	3.72	5.70	4.63	4.20	-9.2	4.63	10.3	5.06	5.53	6.03
每股股息净值(Rmb)	1.25	2.00	2.00	2.10	5.1	2.41	14.7	2.73	3.10	3.50
每股账面价值	9.16	13.61	16.10	18.48	14.8	21.02	13.7	23.67	26.47	29.40
平均股数(稀释后)	1,080.00	1,080.00	1,080.00	1,076.42	-0.3	1,076.42	0.0	1,076.42	1,076.42	1,076.42
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	8,358	9,159	8,065	10,303	27.8	12,864	24.9	15,457	18,757	22,218
其他流动资产	5,834	6,362	9,153	5,284	-42.3	5,971	13.0	6,961	7,212	7,475
流动资产总额	14,192	15,521	17,218	15,587	-9.5	18,835	20.8	22,418	25,969	29,694
有形固定资产净值	1,565	3,123	5,345	6,137	14.8	6,288	2.5	6,218	6,134	6,035
无形固定资产净值	1,066	1,787	1,935	1,852	-4.3	1,769	-4.5	1,686	1,603	1,520
投资/其他资产	2,060	3,228	3,720	3,114	-16.3	2,814	-9.6	2,714	2,614	2,514
总资产	18,883	23,658	28,218	26,689	-5.4	29,705	11.3	33,036	36,319	39,762
应付账款和其他短期负债	8,680	8,683	9,606	6,520	-32.1	6,808	4.4	7,282	7,553	7,842
短期债务	0	0	951	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	8,680	8,683	10,557	6,520	-38.2	6,808	4.4	7,282	7,553	7,842
长期债务	0	0	0	0	0.0	0	0.0	0	0	0
其它长期负债	294	264	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)	8,975	8,947	10,822	6,784	-37.3	7,072	4.2	7,546	7,818	8,106
普通股股东权益	9,891	14,695	17,389	19,896	14.4	22,623	13.7	25,479	28,490	31,643
少数股东权益	18	16	8	9	13.0	10	11.5	11	12	13
负债和权益总计	18,883	23,658	28,218	26,689	-5.4	29,705	11.3	33,036	36,319	39,762
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	4,021	6,154	5,002	4,524	-9.5	4,989	10.3	5,450	5,954	6,487
折旧和摊销	157	236	356	392	10.1	432	10.2	452	467	482
营运资本变动净值	1,652	(615)	(2,140)	5,293	-	(397)	-	(515)	23	24
其他营业性现金流	(274)	(276)	(38)	(4,692)	NM	(209)	95.6	(280)	(339)	(404)
经营性现金流	5,555	5,500	3,180	5,517	73.5	4,816	-12.7	5,108	6,105	6,590
有形资本支出	(1,930)	(3,372)	(2,667)	(500)	81.3	(200)	60.0	(200)	(200)	(200)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	1	5	(1)	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(2,930)	(222)	1,002	20	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(4,859)	(3,588)	(1,665)	(480)	71.2	(200)	58.3	(200)	(200)	(200)
已付股息	(450)	(1,350)	(2,160)	(2,160)	0.0	(2,055)	4.9	(2,315)	(2,605)	(2,929)
股份发行/回购	12	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(46)	(1)	(110)	(639)	-482.89	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	0	0	951	(951)	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(484)	(1,351)	(1,319)	(3,750)	-184.4	(2,055)	45.2	(2,315)	(2,605)	(2,929)
现金流量中现金的增加/(减少)	212	561	196	1,287	NM	2,561	99.0	2,593	3,300	3,461
外汇/非现金项目	1,262	240	(1,290)	951	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	1,474	801	(1,094)	2,238	-	2,561	14.4	2,593	3,300	3,461

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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	28.1	21.7	12.5	18.8	17.1	15.6	14.3	13.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	28.1	21.7	12.5	18.8	17.1	15.6	14.3	13.1
股价/每股现金收益	27.1	20.9	11.7	17.3	15.7	14.4	13.3	12.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	3.2	1.6	0.8	5.9	5.4	5.7	6.9	7.5
净股息收益率(%)	1.2	1.6	3.5	2.7	3.0	3.5	3.9	4.4
市净率	11.4	9.1	3.6	4.3	3.8	3.3	3.0	2.7
企业价值/营业收入(核心)	8.2	7.2	3.6	5.2	4.6	4.1	3.7	3.5
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.9	15.1	7.8	12.1	10.5	9.4	8.3	7.7
企业价值/息税前利润(核心)	19.4	15.6	8.2	12.9	11.2	10.0	8.8	8.1
企业价值/经营性自由现金流(核心)	19.3	15.5	8.0	12.4	10.8	9.6	8.5	7.9
企业价值/运营投入资本	NM	NM	7.5	8.4	8.4	7.9	7.5	7.8
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	113,029	133,811	62,512	85,374	85,374	85,374	85,374	85,374
净债务 (现金)	(7,620)	(8,758)	(8,136)	(8,708)	(11,583)	(14,160)	(17,107)	(17,107)
少数股东权益	18	16	8	9	10	11	12	13
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	105,427	125,068	54,383	76,675	73,801	71,225	68,279	68,280
非核心资产	(519)	(627)	(970)	(970)	(970)	(970)	(970)	(970)
核心企业价值	104,908	124,441	53,413	75,704	72,830	70,254	67,309	67,310
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	67.2	35.6	-13.0	-2.4	8.1	7.8	6.7	6.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	75.3	48.0	-16.8	-8.3	10.2	8.2	8.2	8.2
息税前利润(UBS)	76.6	48.0	-18.8	-9.3	10.2	8.4	8.5	8.5
每股收益(UBS 稀释后)	82.4	53.1	-18.7	-9.2	10.3	9.3	9.2	9.0
每股股息净值	150.0	60.0	0.0	5.1	14.7	13.5	13.3	12.9
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	58.2	63.6	60.4	60.0	61.3	61.6	62.7	63.7
息税折旧摊销前利润率	43.6	47.6	45.5	42.8	43.6	43.8	44.4	45.0
息税前利润率	42.4	46.3	43.2	40.1	40.9	41.1	41.8	42.5
净利 (UBS) 率	31.6	35.6	33.3	30.9	31.5	31.9	32.7	33.4
ROIC (EBIT)	>500	268.2	91.1	65.6	74.4	78.7	85.4	95.9
税后投资资本回报率	NM	NM	68.1	49.2	55.8	59.0	64.1	71.9
净股东权益回报率(UBS)	47.8	50.1	31.2	24.3	23.5	22.7	22.1	21.6
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.5)	(1.1)	(1.0)	(1.6)	(1.9)	(2.1)	(2.3)	(2.5)
净债务/总权益 %	(84.3)	(62.3)	(40.9)	(51.8)	(56.8)	(60.6)	(65.8)	(70.2)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	NM	NM	(69.2)	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(8.0)	(7.4)	(13.3)	(13.6)	(17.7)	(22.0)	(27.9)	(33.0)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	161.6	57.2	54.1	52.0	50.1
资本支出/营业收入(%)	15.1	19.5	17.8	3.4	1.3	1.2	1.1	1.0
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.0	2.8	2.3	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
股息支付率 (UBS) %	33.6	35.1	43.2	50.0	52.0	54.0	56.0	58.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	12,741	17,270	15,024	14,658	15,841	17,084	18,234	19,431
总计	12,741	17,270	15,024	14,658	15,841	17,084	18,234	19,431
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	5,399	7,989	6,484	5,882	6,480	7,025	7,620	8,266
总计	5,399	7,989	6,484	5,882	6,480	7,025	7,620	8,266

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。