

张裕A (000869)

3Q11略低于预期，股价初具吸引力

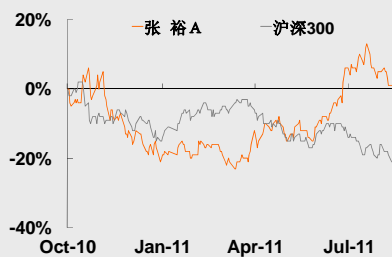
强烈推荐 (维持)

现价: 108.49 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.changyu.com.cn
大股东/持股	烟台张裕集团有限公司/50.40%
实际控制人/持股	流通 B 股股东/33.85%
总股本(百万股)	527
流通 A 股(百万股)	349
流通 B/H 股(百万股)	178
总市值(亿元)	572.05
流通 A 股市值(亿元)	378.41
每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	31.8

行情走势图



相关研究报告

《张裕A (000869) 半年报点评——股价接近2012年目标价，长期价值仍明显，维持强烈推荐》，2011年8月8日

《张裕A (000869) 股东大会投资者交流纪要——高档占比仍将上升，有望持续超越行业，维持“强烈推荐”》，2011年5月10日

证券分析师

文献 S1060209040123
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 3Q11 净利同比增 29%，略低于我们预期

10月27日，张裕公布3季报：1-3Q11，张裕营收、净利分别增24%、42%至44.1亿、12.6亿，EPS2.4元，略低于我们2.52元的预期。3Q11张裕营收、净利分别增22%、29%至13.2亿、4.87亿，EPS0.73元。

■ 3Q11 营收增速回升至 21.6%，多因素推动毛利率升 3.4%

3Q11，张裕营收增速从2Q11的11.5%回升至21.6%，这与2Q11销售人员在完成上半年计划后有意识调整销售节奏有关，也表明张裕的销售是正常的。与此同时，受益于产品提价、2010年收购新疆天珠后原酒成本降低、高档产品占比上升等因素的共同作用，3Q11成本增速较营收增速低了14个百分点，毛利率同比上升3.4个百分点至74.4%，毛利同比增长27%。

■ 销售费用大增应与 3Q10 低基数有关，预收款小幅下降

3Q11，张裕销售费用同比大增37%，而2Q11销售费用同比下降了39%，这可能缘于2Q10和3Q10销售费用的波动，3Q11的销售费用率与2010全年基本一致。3Q11末，张裕预收款余额环比2Q11减少0.6亿至2.3亿元，同比3Q10也减少了0.58亿元。

■ 股价初具吸引力，维持“强烈推荐”

中国葡萄酒行业营收增速有望保持在15%以上，张裕未来几年有能力保持15%-20%的营收增速。同时，通过提升百年老窖、酒庄酒等高档产品的占比和不断推新品提价，张裕毛利率水平仍有望稳步上升，净利年均增幅能达到20%-30%。我们预计11-13年EPS分别为3.68、4.6和5.74元，同比增35%、25%和25%。以10月26日108.49元的收盘价计算，动态PE为30、24和19倍。我们在8月8日点评时提示，公司股价已接近我们2011年底109-131元目标价的高点，此后至今股价回落了约7%，股价吸引力开始上升，且公司长期价值明显，维持“强烈推荐”评级。

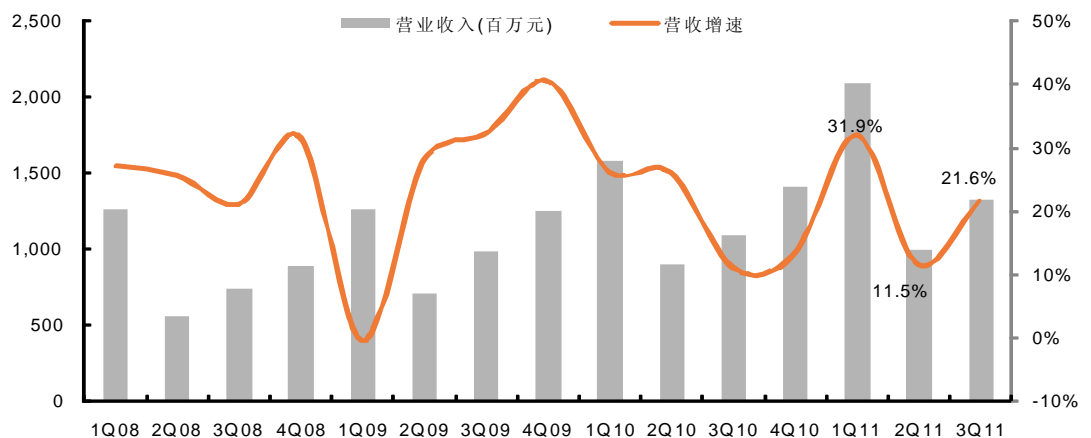
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	4,199	4,983	6,142.5	7,295.8	8,671.4
YoY(%)	21.6	18.7	23.3	18.8	18.9
净利润(百万元)	1,127	1,434	1,938.6	2,428.1	3,027.1
YoY(%)	26.0	27.2	35.2	25.2	24.7
毛利率(%)	71.6	74.8	76.4	77.0	77.6
净利率(%)	26.8	28.8	32.0	33.7	35.4
ROE(%)	37.1	37.4	49.0	51.9	50.1
EPS(摊薄/元)	2.14	2.72	3.68	4.60	5.74
P/E(倍)	50.7	39.9	29.5	23.6	18.9
P/B(倍)	18.8	14.9	14.1	10.8	8.4

图表 1 三季度快报：3Q11营收增速回升至21.6%，毛利率提高3.4个百分点

	3Q10	3Q11	QoQ	1-3Q10	1-3Q11	YoY	
营业收入	1,089	1,324	21.6%	3,571	4,414	23.6%	3Q11 营收增速回升至 21.6%
营业成本	316	339	7.3%	1,014	1,088	7.3%	
毛利率	71.0%	74.4%	3.4%	71.6%	75.3%	3.7%	部分产品提价，高档酒庄酒增长更快，产品结构优化，收购新疆天珠降低原酒成本
毛利	773	985	27.4%	2,557	3,326	30.1%	
营业税金及附加	73	92	25.8%	217	268	23.3%	3Q11税率7%，3Q10为6.7%，10年5.75%
销售费用	260	356	37.0%	1,020	1,225	20.1%	3Q11销售费用率26.9%，3Q10为23.8%，10年27%
管理费用	34	28	-18.5%	144	185	28.4%	3Q11管理费用率2.1%，2Q10为3.1%，10年4.4%。
财务费用	-14	-10	28.4%	-19	-31	-64.7%	账上现金25.1亿，扣预收款仍有约23亿
资产减值损失	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	-0	-155.2%	1	-100.0%		
营业利润	420	519	23.7%	1,195	1,679	40.5%	
营业利润率	38.6%	39.2%	0.7%	33.5%	38.0%	4.6%	
营业外收入	3	6	91.4%	8	10	24.9%	
营业外支出	0	1	884.8%	1	1	140.1%	
利润总额	423	525	24.1%	1,202	1,688	40.4%	
所得税	110	136	23.6%	296	422	42.5%	
所得税率	26.2%	26.1%	0.0%	24.8%	25.1%	0.3%	所得税率基本正常
少数股东权益	14	2	-82.8%	15	2	-88.3%	
归属于母公司净利润	299	387	29.4%	891	1,264	41.8%	
净利率	28.8%	29.4%	0.6%	25.4%	28.7%	3.3%	
EPS	0.57	0.73	29.4%	1.69	2.40	41.8%	预期全年EPS3.68元，同比增长35%

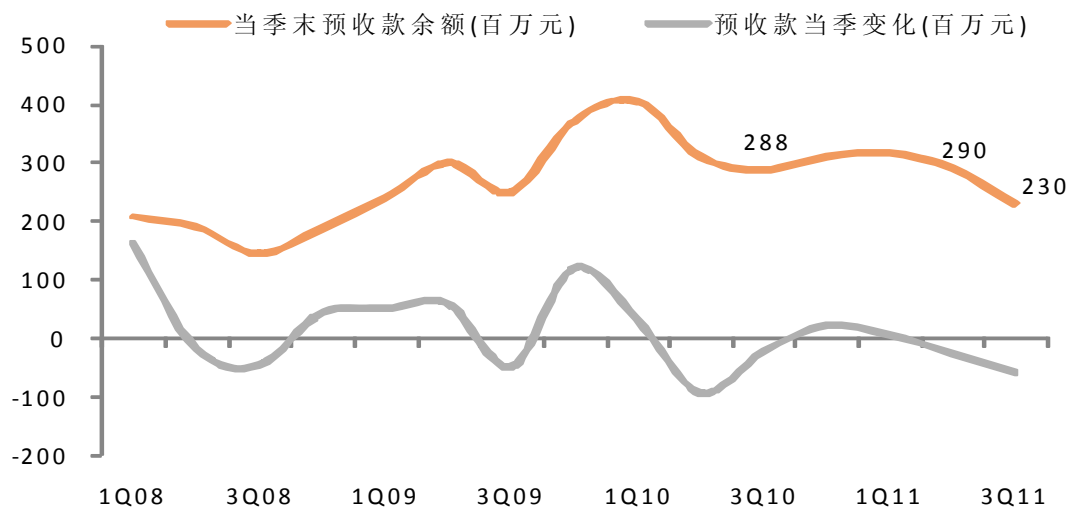
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q11营收增速回升至21.6%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 3Q11预收款余额环比和同比均有所下降



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 食品饮料重点公司估值对比

股票代码	股票名称	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			10月26日	11E	12E	13E	11E	12E	
000568.SZ	泸州老窖	40.80	1.96	2.57	3.24	20.8	15.9	12.6	强烈推荐
000858.SZ	五粮液	37.20	1.66	2.65	3.43	22.4	14.1	10.8	强烈推荐
600519.SH	贵州茅台	201.86	7.63	10.72	13.81	26.5	18.8	14.6	强烈推荐
600809.SH	山西汾酒	67.01	1.76	2.87	3.94	38.1	23.3	17.0	强烈推荐
000869.SZ	张裕A	108.49	3.68	4.60	5.74	29.5	23.6	18.9	强烈推荐
000895.SZ	双汇发展	70.80	1.80	3.47	4.69	39.3	20.4	15.1	强烈推荐
002385.SZ	大北农	36.17	1.32	1.79	2.41	27.4	20.2	15.0	强烈推荐
600600.SH	青岛啤酒	34.22	1.35	1.63	1.96	25.3	21.0	17.5	推荐
600887.SH	伊利股份	20.12	0.92	1.12	1.38	21.9	18.0	14.6	推荐
			2.45	3.49	4.51	27.9	19.5	15.1	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,983	6,142	7,296	8,671	净利润	1,454	1,966	2,462	3,069
YoY	18.7%	23.3%	18.8%	18.9%	折旧摊销	82	109	163	160
营业成本	1,258	1,452	1,675	1,941	营运资金投资	293	-316	-121	-6
毛利率	74.8%	76.4%	77.0%	77.6%	经营活动现金净流量	1,290	2,409	2,744	3,218
营业税金及附加	286	333	371	412	资本开支	-401	-917	-114	-173
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-1,421	-917	-114	-173
销售费用	1,338	1,539	1,770	2,036	债务融资	-163	0	0	0
管理费用	218	273	294	318	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-29	-40	-59	-86	支付红利	-738	-969	-1,214	-1,514
投资净收益	1	0	0	0	融资活动现金净流量	-403	-868	-698	-910
营业利润	1,907	2,586	3,245	4,051	当年现金净流量	-1,000	794	1,720	1,917
加: 营业外收入	26	26	26	26					
减: 营业外支出	3	3	3	3	资产负债表 (百万元)				
利润总额	1,930	2,609	3,267	4,073	货币资金	2,490	3,283	5,003	6,920
减: 所得税	475	643	805	1,004	应收款项	132	177	213	244
净利润	1,454	1,966	2,462	3,069	预付款项	75	44	65	83
减: 少数股东损益	20	27	34	42	存货	1,294	1,424	1,652	1,939
归属母公司所有者净利	1,434	1,939	2,428	3,027	其他流动资产	40	67	65	80
YoY	27.2%	35.2%	25.2%	24.7%	流动资产合计	4,031	4,995	6,998	9,267
销售净利率	29.2%	32.0%	33.7%	35.4%	长期股权投资	5	5	5	5
EPS (当年股本)	2.72	3.68	4.60	5.74	固定资产	1,430	2,187	2,140	2,152
EPS (最新股本摊薄)	2.72	3.68	4.60	5.74	无形资产	209	249	248	248
					其他非流动资产	309	320	320	320
					非流动资产合计	1,953	2,761	2,712	2,725
					资产总计	5,983	7,756	9,710	11,992
					短期借款	0	0	0	0
					应付款项	259	342	407	443
					预收款项	309	420	532	588
					应付股利	0	969	1,214	1,514
					其他流动负债	1,313	1,665	1,949	2,284
					流动负债合计	1,882	3,397	4,102	4,829
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	106	106	106	106
					非流动负债合计	106	106	106	106
					负债合计	1,987	3,502	4,208	4,934
					归属母公司所有者权益	3,840	4,071	5,285	6,798
					其中: 实收资本	527	527	527	527
					少数股东权益	156	183	217	260
					股东权益合计	3,996	4,254	5,502	7,058
					负债及股东权益总计	5,983	7,756	9,710	11,992

重要指标速览				
	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE(P=108.49)	39.9	29.5	23.6	18.9
PEG	1.4	1.2	1.0	1.1
PB	14.9	14.1	10.8	8.4
PS	11.5	9.3	7.8	6.6
EV/EBITDA	28.5	21.1	16.7	13.6
股息收益率	1.3%	1.7%	2.1%	2.6%
经营回报率				
ROE	41.7%	49.0%	51.9%	50.1%
ROA	24.9%	27.9%	27.5%	27.5%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	33.2%	45.2%	43.3%	41.1%
速动比率	1.5	1.1	1.3	1.5
运营效率				
存货周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
流动资产周转率	1.3	1.4	1.2	1.1
固定资产周转率	3.9	3.4	3.4	4.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257