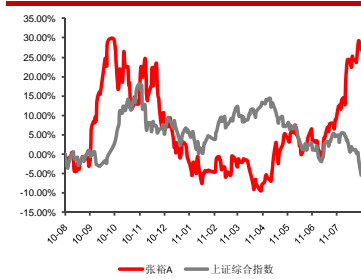


公司评级

谨慎推荐(维持)

公司近一年走势



相关报告

《张裕 A (000869) 中报点评：中高端产品快速增长带动盈利提升》

2011年8月18日

《通胀升级 酒香四溢——食品饮料 2011 年投资策略》

2010年12月30日

《啤酒迎夏余热雨 白酒中报有惊喜》

2010年7月28日

《寻找确定性——食品农业 2011 年中期投资策略》

2011年6月30日

研发部

分析师：冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

盈利提升 稳健成长

——张裕 A (000869) 三季度点评

事件：

公司公布 2011 年三季度报。

点评：

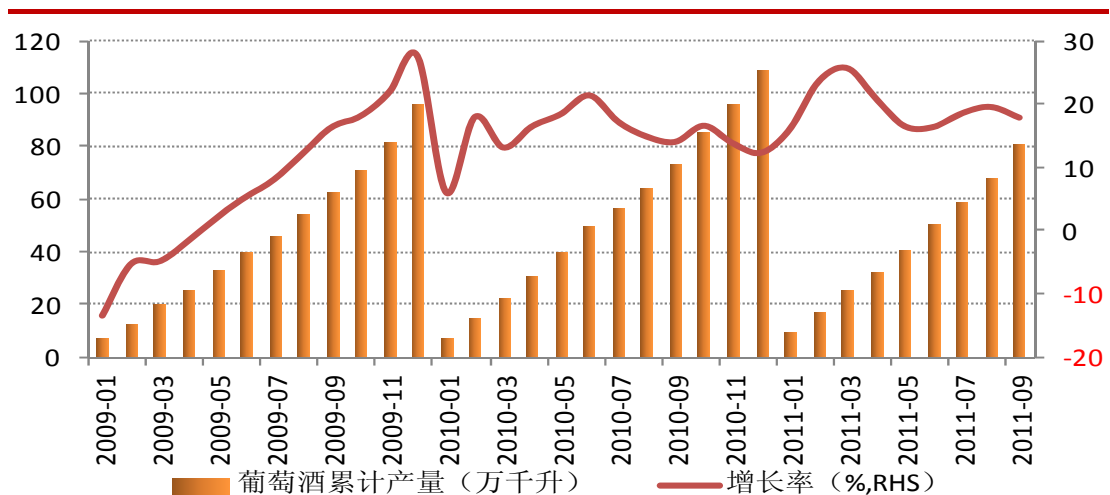
- **业绩概况。**2011 年 1-9 月，公司营业收入为 44.14 亿元，同比增长 23.61%；营业利润 16.79 亿元，同比增长 40.52%；归属于上市公司股东的净利润为 12.64 亿元，同比增长 41.77%；每股收益 2.4 元。
- **毛利率提升源于产品结构升级。**报告期内，公司综合毛利率提升 3.74 个百分点，至 75.35%。毛利率提升主要源于中高档酒销售实现快速增长和年初的产品提价。上半年，百年酒窖和爱斐堡酒庄酒的收入增速超过 50%，卡斯特酒庄酒的增幅超过 20%。
- **规模效应显现，费用率下降。**报告期内，公司期间费用率下降 0.84 个百分点至 31.25%，其中，销售费用率因较强的管控能力和收入规模上升而下降 0.82 个百分点至 27.76%；管理费用率因绿化费用增加而上升 0.16 个百分点；财务费用率下降 0.18 个百分点。
- **公司未来看点：**(1) 酒庄酒规模扩大，放量可期。公司今年对爱斐堡酒庄进行扩产，新建咸阳酒庄、石河子酒庄、宁夏酒庄，这些有利于公司酒庄酒规模扩大和产品结构升级，预计今明两年公司酒庄酒产能为 5000 吨和 1 万吨；(2) 深度分销和分类营销继续加强；(3) 葡萄酒行业十二五期间有望保持 15-20% 之间的增速。
- **盈利预测和评级。**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 3.58 元、4.73 元和 6.12 元，以最新收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 30X、23X 和 18X。我们看好葡萄酒行业的增长空间，公司作为行业龙头，长期竞争力明显，维持“谨慎推荐”的评级。
- **风险提示：**(1) 食品安全的风险；(2) 进口葡萄酒冲击的风险；(3) 葡萄原料种植的自然风险。

图表 1: 公司毛利率和费用率变化

	2,008	2,009	2,010	2010年1-9月	2011年1-9月	变动
毛利率	70.00%	71.62%	74.76%	71.61%	75.35%	上升3.74个百分点
销售费用率	25.19%	26.04%	26.86%	28.58%	27.76%	下降0.82个百分点
管理费用率	5.62%	5.24%	4.38%	4.04%	4.20%	上升0.16个百分点
财务费用率	-1.02%	-0.72%	-0.58%	-0.53%	-0.71%	下降0.18个百分点
期间费用率	29.79%	30.56%	30.65%	32.08%	31.25%	下降0.84个百分点

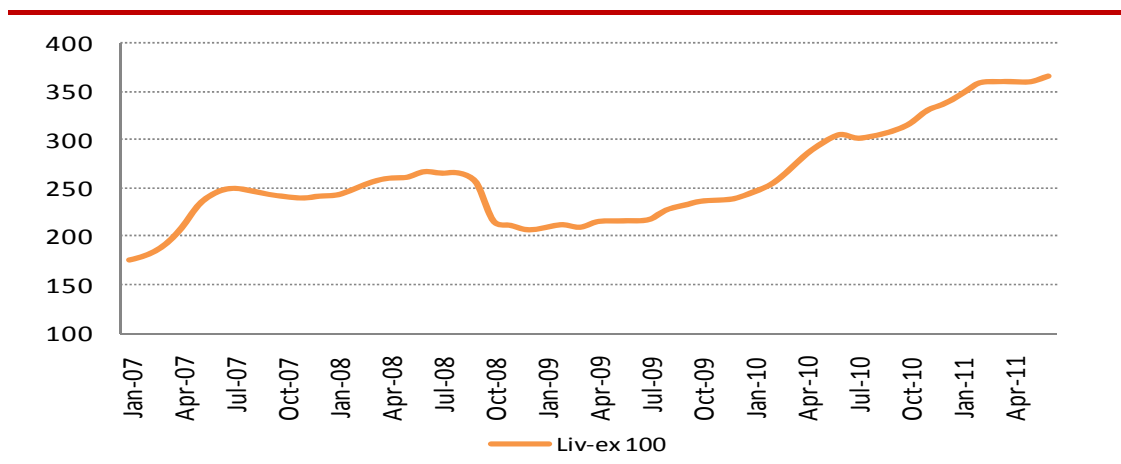
数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 2: 国内葡萄酒 1-10 月产量增长 17.93%



数据来源: 中邮证券研发部 公司公告

图表 3: Liv-ex100 指数走势



数据来源: bloomberg, 中邮证券研发部

图表 4: 公司盈利预测表

单位: 万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	498,294	622,269	787,698	998,161
增长率	18.66%	24.88%	26.58%	26.72%
减: 营业税金及附加	28,638	36,092	45,686	57,893
销售费用	133,847	161,790	204,801	259,522
管理费用	21,801	27,380	34,659	43,919
财务费用	(2,897)	(3,734)	(4,726)	(4,991)
期间费用率	30.65%	29.80%	29.80%	29.90%
资产减值损失	480	0	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	90	10	0	0
营业利润	190,724	253,872	335,980	434,912
增长率 (%)	29.56%	33.11%	32.34%	29.45%
加: 营业外收入	2,558	500	0	0
减: 营业外支出	318	200	0	0
利润总额	192,965	254,172	335,980	434,912
增长率 (%)	28.71%	31.72%	32.19%	29.45%
利润率 (%)	38.73%	40.85%	42.65%	43.57%
减: 所得税费用	47,545	63,543	83,995	108,728
实际税负比率 (%)	24.64%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	145,420	190,629	251,985	326,184
归属母公司所有者的净利润	143,422	188,722	249,465	322,922
增长率	27.22%	31.59%	32.19%	29.45%
净利润率 (%)	29.18%	30.63%	31.99%	32.68%
少数股东损益	1,998	1,906	2,520	3,262
总股本 (万股)	52,728	52,728	52,728	52,728
每股收益 (元)	2.72	3.58	4.73	6.12

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。