

食品饮料行业

报告原因：中报点评

张裕 A (000869)

买入

中高端增长迅速，基础建设利好长远

上调评级

2011年8月9日

公司研究/点评报告

市场数据：2011年8月8日

收盘价(元)	116.43
一年内最高/最低(元)	125.5/83.9
市净率	15.4
市盈率	32.1
流通A股市值(百万元)	40,610

基础数据：2011年6月30日

每股收益(元)	1.66
营业收入(百万元)	3,090.02
净利润(百万元)	876.95
总股本/流通A股(百万)	527/348
流通B股/H股(百万)	178/-

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	4,983	18.7	1,434	27.2	2.72	29.2	36.4	42.8
2011E	6,298	26.4	1,910	33.2	3.62	30.6	32.5	32.1
2012E	7,923	25.8	2,553	33.6	4.84	32.5	30.3	24.1
2013E	9,963	25.8	3,399	33.1	6.45	34.4	28.7	18.1

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩符合预期。**2011年公司共实现营业收入309,002.16万元,同比增长24.5%;实现归属于母公司净利润87,695.51万元,同比增长49.73%;每股收益1.66元,业绩基本符合预期。

● **中高档酒增长迅速,带动盈利能力提升。**公司持续加强了“张裕爱斐堡”、“解百纳”和“张裕黄金冰谷”等产品的品牌宣传和市场推广力度,取得了较好成效,上半年爱斐堡等酒庄酒以及解百纳等中高档产品均实现了快速增长,这不仅带动公司收入实现较快增长,更带动产品结构实现大幅提升,受此影响,上半年公司综合毛利率水平比上年提高了3.87个百分点,升至75.75%,创历史新高,公司盈利能力得到显著增强。

● **酒庄建设持续推进,利好中高端长远发展。**2011年以来,公司继续坚持中高端定位策略,为进一步提高中高端产品的生产能力和质量水平,为公司中长期发展奠定更加坚实的基础,公司进一步加强了新建项目及技术改造工作,陕西省咸阳张裕瑞那城堡酒庄、新疆石河子市张裕巴保男爵酒庄、宁夏张裕罗斯十五世酒庄等新建项目以及卡斯特、爱斐堡酒庄等改建项目均稳步推进,此举将利好公司中高端酒品的长远发展。

● **品牌国际认可度提高,出口稳步增长。**日前张裕作为唯一的中国葡萄酒品牌入选英国饮料行业权威杂志《Drinks International》评选出的“全球酒业品牌50强”,品牌国际认可度得到进一步提升。上半年公司出口额已达2300万元,比上年同期增长14.5%,增速提升8.3个百分点。国际认可度的提升以及国际市场的打开不仅有助于张裕实现国际拓展,还将有助于其进一步树立国内中高端葡萄的品牌形象。

● **投资建议:**我们预计公司2011-2013年的EPS分别为3.62、4.84、6.45元,对应的动态市盈率分别为32.1、24.1、18.1,上调至“买入”评级。

表 1：张裕 A 单季利润表

单位：百万元	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	同比变化
一、营业总收入	981	1,249	1,585	897	1,089	1,412	2,090	1,000	11.51
营业收入	981	1,249	1,585	897	1,089	1,412	2,090	1,000	11.51
二、营业总成本	632	726	1,084	624	669	700	1,344	586	(6.03)
营业成本	293	310	468	230	316	244	543	206	(10.57)
营业税金及附加	60	86	88	56	73	69	106	70	25.52
销售费用	253	256	456	305	260	318	572	298	(2.25)
管理费用	32	81	75	35	34	74	136	21	(39.29)
财务费用	-7	-8	-4	-2	-14	-10	-13	-9	356.42
资产减值损失	0	1	0	0	0	5	0	0	
三、其他经营收益	1	1	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	1	1	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	351	524	502	273	420	713	746	414	51.46
加：营业外收入	8	12	0	5	3	17	1	3	(30.34)
减：营业外支出	0	1	1	0	0	3	1	0	2148.02
五、利润总额	359	534	501	278	423	727	746	417	49.96
减：所得税	85	129	123	63	110	179	183	103	62.47
六、净利润	274	405	378	214	313	548	563	314	46.26
减：少数股东损益	2	5	0	7	14	5	-0	-1	(110.51)
归属于母公司所有者净利润	272	400	378	208	299	543	563	314	51.48
七、每股收益：	0.52	0.76	0.72	0.39	0.57	1.03	1.07	0.60	51.48
收入增长率(%)	32.10	40.40	26.06	25.95	10.95	13.10	31.85	11.51	(14.44)
毛利率(%)	70.17	75.21	70.51	74.31	70.99	82.71	74.01	79.40	5.09
营业利润率(%)	35.76	41.93	31.64	30.47	38.56	50.46	35.68	41.38	10.91
净利率(%)	27.95	32.46	23.87	23.91	28.76	38.82	26.92	31.36	7.45
销售费用率(%)	25.78	20.53	28.76	34.01	23.84	22.51	27.36	29.81	(4.20)
管理费用率(%)	3.30	6.51	4.75	3.89	3.12	5.23	6.52	2.12	(1.77)
归属于母公司净利润增长率(%)	43.36	30.71	26.68	32.42	9.86	35.67	48.78	51.48	19.06

资料来源：公司公告 山西证券研究所

表 2：张裕 A2011 年投资项目情况

序号	项目名称	项目总投资	项目进展情况
1	销售公司市场办公用房购置项目	8,244 万元	该项目 2011 年计划投资，完成 35 处房产的购置和装修工作，现已投入资金 1,666 万元，购置房产 14 处，装修 2 处。
2	在烟台西山厂区建设室内物流中心项目	3,925 万元	已投资 320 万元，完成了方案设计与审核、施工图设计与审核，以及环境评估工作，取得了项目规划许可证和建设许可证，并完成施工招标，开始土建施工。
3	扩大北京张裕爱斐堡酒庄生产规模项目	1,000 万元	已投资 670 万元，完成北京张裕爱斐堡酒庄大酒窖装修、生活楼改造，以及监控、消防、污水处理、道路等工程和设施建设。
4	陕西省咸阳张裕瑞那城堡酒庄建设项目	10,000 万元	已投资 2,973 万元，接待楼已封顶，并开始工程装修；项目主体工程和相关配套工程尚处于施工阶段。
5	新疆石河子市张裕巴保男爵酒庄建设项目	14,443 万元	已投资 8,938 万元，完成了项目主体工程、环保设施、70%的道路和管网建设，以及部分生产设备招标。
6	烟台开发区购置 110 公顷土地项目	15,000 万元	已投资 7,876 万元，完成了规划方案设计与论证工作，并取得了部分土地使用权，现正处于全面开工前的准备阶段。
7	宁夏张裕罗斯十五世酒庄项目	15,836 万元	已投入资金 3,898 万元，完成了项目大部分土建工程和部分设备安装工程，现处于工程装修和剩余设备采购及安装阶段。
8	橡木桶购置项目	9,452 万元	已完成比值比价工作，烟台厂区拟购置木桶已经定制，异地三个酒庄所用木桶已经确定生产厂家，目前还没有投资支出。
9	在西山厂区建设 1 万平米地下酒窖项目	4,991 万元	现已投资 350 万元，完成了开工前的各项准备工作，并进入基础施工阶段。
10	在烟台西山厂区建设 1.5 万吨储酒罐区项目	2,660 万元	现已投资 608 万元，完成原有设施拆除和大罐基础施工，土建工程已近尾声，罐体制作和安装正在进行，预计 8 月底投入使用。
11	在烟台张裕卡斯特酒庄建设 1.5 万平方米酒窖及会所项目	14,761 万元	现已投资 880 万元，完成了施工队伍招标和地下酒窖 80%的土方挖掘工作。

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 3：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	4,982.94	6,298.29	7,922.58	9,962.73
营业收入	4,982.94	6,298.29	7,922.58	9,962.73
二、营业总成本	3,076.60	3,750.62	4,517.65	5,428.79
营业成本	1,257.91	1,494.57	1,695.62	1,899.99
营业税金及附加	286.38	346.41	427.82	528.02
销售费用	1,338.47	1,694.24	2,131.17	2,679.97
管理费用	218.01	251.93	308.98	378.58
财务费用	-28.97	-36.53	-45.95	-57.78
资产减值损失	4.80	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.90	0.90	0.90	0.90
投资净收益	0.90	0.90	0.90	0.90
四、营业利润	1,907.24	2,548.57	3,405.84	4,534.84
加：营业外收入	25.58	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	3.18	4.00	4.00	4.00
五、利润总额	1,929.65	2,549.57	3,406.84	4,535.84
减：所得税	475.45	624.64	834.67	1,111.28
六、净利润	1,454.20	1,924.93	2,572.16	3,424.56
减：少数股东损益	19.98	14.63	19.55	26.03
归属于母公司所有者的净利润	1,434.22	1,910.30	2,552.61	3,398.53
七、每股收益：	2.72	3.62	4.84	6.45
净利润增长率(%)	27.22	33.19	33.62	33.14

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。