

# 张裕 A: 快步发展, 业绩再超预期

## 张裕 A2011 年中报点评

### 报告关键点:

- 📖 业绩再超预期;
- 📖 葡萄酒是中坚力量;
- 📖 加强渠道和团购建设

### 报告摘要:

- **业绩再超预期:** 张裕公司上半年实现营业收入30.90亿元, 归属股东的净利润8.77亿元, 分别同比增长24.50%和49.73%。实现每股收益1.66元, 同比增长49.55%, 再超市场预期。公司利润增速超过收入增速的主要原因是公司中高档葡萄酒的增长显著, 加之部分产品提价, 使公司的综合毛利率同比提高了3.87个百分点至75.75%。上半年公司的销售费用率同比下降了2.51%, 管理费用率基本持平。
- **葡萄酒是中坚力量:** 葡萄酒在公司整体销售占比高达83%。我们注意到公司上半年白兰地和葡萄酒的销售收入分别增长了16.43%和25.71%, 但香槟酒销售停滞不前, 保健酒的销量有所下滑。从盈利能力看, 上半年白兰地的毛利率下降了约0.53%, 葡萄酒的毛利率同比上升了4.86个百分点, 达到78.84%。除了对部分葡萄酒产品提价外, 产品结构的提升促进了公司综合毛利率的提高。例如, 上半年公司“爱菲堡”、“解百纳”、“冰酒”和“卡斯特”等高端产品的销售增幅都在25%以上。另外, 公司还在加紧葡萄基地建设, 加快了西部3个酒庄以及烟台开发区葡萄酒工业园的建设步伐, 未来3-5年公司的产品结构还将得到提升, 从而带动综合毛利率的进一步提升。
- **加强渠道和团购建设:** 公司上半年进一步加强了细分六类渠道以及县级市场的建设工作, 增强了掌控终端的能力和产品的竞争力, 在国内45个省会和重点城市建立了团购营销部, 形成了覆盖全国重点区域的团购营销系统, 进一步完善了营销体系。我们认为, 张裕公司对比我国葡萄酒行业的其他龙头公司最大优势在于其对终端渠道的掌控能力, 现在公司又开始为其高端产品布局团购渠道, 使其在营销策略上又先行一步。
- **盈利预测和投资评级:** 根据公司2011年上半年的生产经营情况, 结合当前我国葡萄酒行业正处于快速成长期这一现状, 公司抓住当前发展的黄金机遇, 扩充实力的同时保持稳健的发展策略, 使公司的业绩在未来几年保持稳定、快速的增长。我们预计公司2011-2013年的EPS分别为3.38元、4.13元和5.07元。考虑到公司在行业中的龙头地位以及公司产品强大的品牌优势, 给予公司2012年30XPE, 6个月的目标价为124元, 维持至增持-A的投资评级。
- **风险提示:** 葡萄酒行业激烈的市场竞争和食品安全问题。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,199.4	4,982.9	5,853.0	7,185.3	8,554.7
Growth(%)	21.6%	18.7%	17.5%	22.8%	19.1%
净利润	1,136.0	1,454.2	1,856.4	2,268.7	2,781.0
Growth(%)	26.0%	27.2%	24.4%	22.2%	22.6%
毛利率(%)	71.6%	74.8%	76.5%	77.5%	78.5%
净利润率(%)	26.8%	28.8%	30.5%	30.3%	31.2%
每股收益(元)	2.14	2.72	3.38	4.13	5.07
每股净资产(元)	6.02	7.58	9.37	11.57	14.26
市盈率	54.5	42.8	34.4	28.2	23.0
市净率	19.3	15.4	12.4	10.1	8.2
净资产收益率(%)	35.8%	36.4%	37.6%	37.2%	37.0%
ROIC(%)	103.8%	128.3%	102.3%	95.6%	109.6%
EV/EBITDA	39.7	30.3	24.0	19.4	15.6
每股收益	1.0%	1.0%	1.5%	1.8%	2.2%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

124.00 元

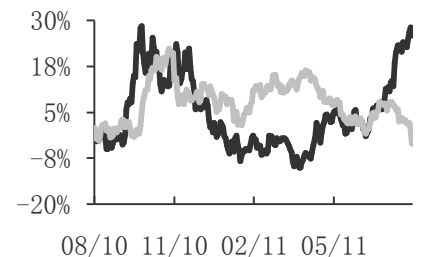
期限: 6个月 上次预测: 102.00 元

现价(2011年08月08日): 116.43 元

报告日期: 2011-08-09

总市值(百万元)	61,391.21
流通市值(百万元)	40,610.29
总股本(百万股)	527.28
流通股本(百万股)	348.80
12个月最低/最高	83.88/125.48 元
十大流通股股东(%)	64.48%
股东户数	12,529

### 12个月股价表现



08/10 11/10 02/11 05/11

— 张裕A — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	26.72	31.06	29.54
绝对收益	16.58	20.57	25.96

李铁

010-66581633  
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn  
S1450511020014

### 报告联系人

徐昊

010-66581748  
xuhao1@essence.com.cn

### 前期研究成果

张裕 A: 稳健发展, 业绩略超预期	2011-04-11
张裕 A: 稳健快速发展, 业绩符合预期	2010-08-09
张裕 A: 未来五年大发展	2010-06-17

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-8-8
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业成本	4,199.4	4,982.9	5,853.0	7,185.3	8,554.7	营业收入增长率	21.6%	18.7%	17.5%	22.8%	19.1%
营业税金及附加	1,191.7	1,257.9	1,375.5	1,616.7	1,839.3	营业利润增长率	25.1%	29.6%	29.1%	22.3%	22.5%
销售费用	253.3	286.4	336.5	413.2	491.9	净利润增长率	26.0%	27.2%	24.4%	22.2%	22.6%
管理费用	1,093.7	1,338.5	1,521.8	1,930.0	2,297.8	EBITDA 增长率	25.2%	30.6%	25.9%	21.7%	21.5%
财务费用	220.1	218.0	251.7	314.7	374.7	EBIT 增长率	26.4%	30.3%	26.9%	22.2%	22.0%
资产减值损失	-30.2	-29.0	-78.9	-99.8	-137.3	NOPLAT 增长率	28.3%	28.7%	25.5%	22.1%	22.1%
公允价值变动收益	1.5	4.8	-15.1	-	-	投资资本增长率	4.1%	57.4%	30.7%	6.5%	6.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	20.8%	25.9%	23.7%	23.4%	23.2%
营业利润	2.6	0.9	0.9	0.9	0.9	利润率					
加: 营业外净收支	1,472.1	1,907.2	2,462.4	3,011.5	3,689.3	毛利率	71.6%	74.8%	76.5%	77.5%	78.5%
利润总额	27.2	22.4	1.0	-1.0	1.0	营业利润率	35.1%	38.3%	42.1%	41.9%	43.1%
减: 所得税	1,499.3	1,929.6	2,463.4	3,010.5	3,690.3	净利润率	26.8%	28.8%	30.5%	30.3%	31.2%
净利润	363.3	475.4	607.0	741.8	909.3	EBITDA/营业收入	35.6%	39.2%	42.1%	41.7%	42.6%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	34.3%	37.7%	40.7%	40.5%	41.5%
货币资金	2,545.2	2,489.8	3,268.7	4,386.2	5,767.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资本周转天数	74	79	75	63	53
应收账款	120.4	130.8	153.6	188.6	224.5	流动营业资本周转天数	-12	-7	24	44	50
应收票据	38.1	31.4	36.9	45.3	53.9	流动资产周转天数	291	286	278	287	308
预付账款	31.9	74.7	121.6	176.8	239.5	应收账款周转天数	8	7	7	7	7
存货	1,131.2	1,294.4	1,413.1	1,661.0	1,889.7	存货周转天数	92	88	84	77	75
其他流动资产	10.1	9.5	-1.2	-2.1	-3.1	总资产周转天数	404	410	397	382	386
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	94	104	125	119	106
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	10.0	5.0	5.0	5.0	5.0	ROE	35.8%	36.4%	37.6%	37.2%	37.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	21.2%	24.3%	26.9%	27.2%	27.8%
固定资产	996.8	1,188.1	1,246.2	1,265.4	1,257.5	ROIC	103.8%	128.3%	102.3%	95.6%	109.6%
在建工程	109.4	242.1	145.9	88.1	53.5	费用率					
无形资产	147.5	208.8	208.9	209.0	209.1	销售费用率	26.0%	26.9%	26.0%	26.9%	26.9%
其他非流动资产	223.5	308.6	312.8	311.1	309.1	管理费用率	5.2%	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%
资产总额	5,364.2	5,983.4	6,911.6	8,334.4	10,005.8	财务费用率	-0.7%	-0.6%	-1.3%	-1.4%	-1.6%
短期债务	224.5	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	30.6%	30.7%	29.0%	29.9%	29.6%
应付账款	820.1	735.9	291.7	342.9	390.1	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	40.8%	33.2%	28.5%	26.8%	24.9%
其他流动负债	1,105.8	1,145.8	1,186.1	1,270.0	1,341.6	负债权益比	69.0%	49.7%	39.8%	36.6%	33.1%
长期借款	10.5	-	-	-	-	流动比率	1.80	2.14	2.81	3.37	4.02
其他非流动负债	28.6	105.5	191.0	321.8	456.3	速动比率	1.27	1.45	2.01	2.51	3.09
负债总额	2,189.5	1,987.2	1,968.8	2,234.6	2,488.0	利息保障倍数	-47.69	-64.85	-30.22	-29.17	-25.87
少数股东权益	136.5	156.4	229.0	317.7	426.5	分红指标					
股本	527.3	527.3	527.3	527.3	527.3	DPS(元)	1.20	1.20	1.73	2.11	2.58
留存收益	2,510.9	3,312.4	4,186.5	5,254.7	6,564.1	分红比率	56.1%	44.1%	51.0%	51.0%	51.0%
股东权益	3,174.7	3,996.1	4,942.8	6,099.7	7,517.8	股息收益率	1.0%	1.0%	1.5%	1.8%	2.2%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,136.0	1,454.2	1,856.4	2,268.7	2,781.0	EPS(元)	2.14	2.72	3.38	4.13	5.07
加: 折旧和摊销	59.5	82.3	78.4	84.1	88.3	BVPS(元)	6.02	7.58	9.37	11.57	14.26
资产减值准备	1.5	4.8	-15.1	-	-	PE(X)	54.5	42.8	34.4	28.2	23.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	19.3	15.4	12.4	10.1	8.2
财务费用	-40.0	-33.3	-32.3	-78.9	-99.8	P/FCF	-	109.9	39.7	30.2	24.3
投资收益	-2.6	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	P/S	14.6	12.3	10.5	8.5	7.2
少数股东损益	8.7	20.0	72.6	88.7	108.7	EV/EBITDA	39.7	30.3	24.0	19.4	15.6
营运资金的变动	362.1	-38.3	-500.2	-77.4	-79.5	CAGR(%)	25.9%	24.1%	21.1%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,359.6	1,289.9	1,412.4	2,263.4	2,760.4	PEG	2.1	1.8	1.6	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	249.5	-1,421.3	-26.2	-31.2	-31.2	ROIC/WACC	10.6	13.1	10.5	9.8	11.2
融资活动产生现金流量	-403.1	-868.3	-530.9	-1,012.0	-1,225.5	REP	5.0	2.6	2.5	2.4	2.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034