

张裕A (000869.SZ)

其它饮料行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

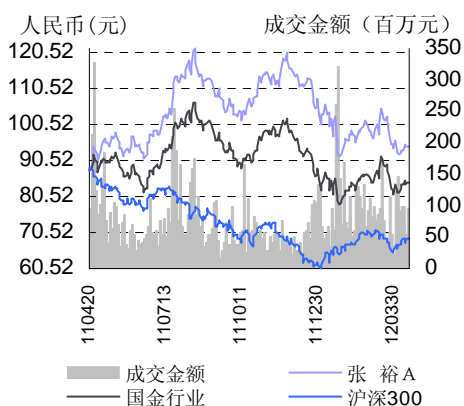
市价(人民币): 94.35元
目标(人民币): 99.55-107.85元

期盼走出巩固期 迎来再次辉煌

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	348.80
总市值(百万元)	49,748.87
年内股价最高最低(元)	121.80/89.02
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

- 《股价波动不足惧,稳定增长仍可期》, 2012.2.6
- 《龙头地位无人撼,业绩稳步增长仍可期》, 2011.10.27
- 《重点布局各大产区 再次抢占行业发展先机》, 2011.5.12

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆 联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

赵晓媛 联系人
(8621)61038227
zhaoyx@gjzq.com.cn

钟凯锋 联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.720	3.617	4.148	4.982	6.138
每股净资产(元)	7.28	9.51	13.53	17.82	23.83
每股经营性现金流(元)	2.44	2.85	5.60	5.42	6.77
市盈率(倍)	35.28	29.83	22.75	18.94	15.37
行业优化市盈率(倍)	102.64	113.18	113.18	113.18	113.18
净利润增长率(%)	27.22%	32.98%	14.68%	20.11%	23.20%
净资产收益率(%)	37.35%	38.04%	30.67%	27.96%	25.76%
总股本(百万股)	527.28	527.28	527.28	527.28	527.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 张裕公布 2011 年报: 收入达到 60.28 亿元, 同比增长 20.96%, 净利润达到 19.07 亿元, 同比增长在 33.62%, 对应 EPS 为 3.62 元。公司拟每 10 股派 15.2 元(含税)分配现金红利, 每 10 股送 3 股向。从单季度来看: 11Q4 收入达到 16.14 亿元, 同比增长 14.27%, 净利润达到 6.43 亿元, 同比增长 18.54%, 对应 EPS 为 1.22 元。

经营分析

- 基于 2012 年相邻两个春季一个提前一个推后, 加上公司去年基数较高, 今年将是公司增长的巩固年。公司去年四季度和今年一季度均受到经济减速的影响。我们判断公司今年增长将来自于葡萄酒、白兰地和代理洋酒。公司在北京、上海、广东以及浙江等地增长较快, 11 年北京、上海超过了 50% 的增长。公司各产品中解百纳和酒庄酒增长情况较好, 销售收入有 20-25% 的增长。公司去年开始的细分市场、分类营销取得了一定成效, 特别是干红和甜葡萄酒出现近几年少有 20% 的增长。公司增长区域从前几年的山东、福建, 增加了浙江、上海、广东等区域, 渠道下沉情况又远好于竞争对手, 全国各主要行政县市实现了全覆盖, 我们认为公司 2012 年葡萄酒完成 9-10 亿销售收入的增长可能性较大。12 年开始我们判断白兰地将成为公司新的亮点, 这将得益于 11 年开始进行梳理产品体系, 公司做法是对于主销区域白兰地产品采取直接提价的做法, 在非主销区推广高价白兰地, 最终实现整个品类升级换代, 如运作好能贡献 5-6 亿元的增长。同时公司运作洋酒的张裕国际酒庄联盟, 12 年将会加快推进洋酒代销以及自产酒的销售步伐, 如运作好的话能增加 2-3 个亿元收入。
- 公司未来制定发展目标也很宏伟, 酒庄酒销量产量将从 4000 吨提升到五年后的 1 万吨, 解百纳产品未来五年将做到 5 万吨, 总销量用五年时间从目前的 10 万吨有望提升到 25 万吨水平。

投资建议

- 我们略调整盈利预测。12-14 年的 EPS 将分别达到 4.148、4.982 和 6.138 元, 同比增长 14.68%, 20.11% 和 23.20%。维持公司买入评级, 按公司 2012 年 24-26 倍估值, 给予目标价为 99.55-107.85 元。

图表1: 业绩指标一览

单位: 百万元	10Q4	11Q4	同比变化	10累计	11累计	同比变化
资产负债表关键指标						
存货	352.29	569.32	61.61%	1,294.41	1,755.96	35.66%
预收账款	21.57	63.42	194.02%	309.48	293.66	-5.11%
利润表关键指标						
营业收入	1,412.33	1,613.87	14.27%	4,982.94	6,027.55	20.96%
营业成本	244.12	351.27	43.89%	1,257.91	1,439.42	14.43%
毛利	1,168.21	1,262.60	8.08%	3,725.03	4,588.13	23.17%
营业税金及附加	69.14	94.22	36.28%	286.38	362.10	26.44%
销售费用	317.97	278.09	-12.54%	1,338.47	1,503.49	12.33%
管理费用	73.85	49.67	-32.74%	218.01	234.83	7.72%
财务费用	-9.88	-13.06	-32.23%	-28.97	-44.50	-53.65%
营业利润	712.69	839.30	17.77%	1,907.24	2,517.89	32.02%
利润总额	727.37	852.12	17.15%	1,929.65	2,539.65	31.61%
净利润	548.20	641.77	17.07%	1,454.20	1,907.21	31.15%
归属母公司股东的净利润	542.82	643.47	18.54%	1,427.31	1,907.21	33.62%
基本每股收益(元)	1.03	1.22	18.83%	2.71	3.62	33.73%
现金流量表关键指标						
经营活动现金流量净额	411.67	317.82	-22.80%	1,289.92	1,505.72	16.73%
主要财务指标(%)						
毛利率	82.71%	78.23%	-4.48%	74.76%	76.12%	1.36%
营业税金率	4.90%	5.84%	0.94%	5.75%	6.01%	0.26%
销售费用率	22.51%	17.23%	-5.28%	26.86%	24.94%	-1.92%
管理费用率	5.23%	3.08%	-2.15%	4.38%	3.90%	-0.48%
财务费用率	-0.70%	-0.81%	-0.11%	-0.58%	-0.74%	-0.16%
三项费用率	27.04%	19.50%	-7.54%	30.65%	28.10%	-2.55%
营业利润率	50.46%	52.01%	1.54%	38.28%	41.77%	3.50%
税前利润率	51.50%	52.80%	1.30%	38.73%	42.13%	3.41%
所得税率	24.63%	24.69%	0.05%	24.64%	24.90%	0.26%
销售净利率	38.43%	39.87%	1.44%	28.64%	31.64%	3.00%

来源: 国金证券研究所, wind

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	4	14
买入	0	1	2	3	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.43	1.43	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-09	买入	91.82	98.01 ~ 104.54
2 2010-10-28	买入	103.67	114.35 ~ 114.35
3 2011-05-12	买入	94.70	109.50 ~ 127.75
4 2011-10-27	买入	110.00	132.30 ~ 141.75
5 2012-02-06	买入	93.89	N/A

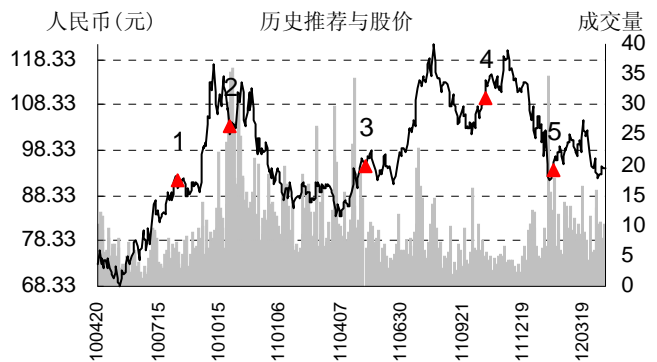
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B