2012 年 4 月 19 日

刘荟
Liuhui@e-capital.com.cn

目标价(元) 83.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2012/4/26)	91.51
深证成份指数(2012/4/26)	10201.65
股价 12 个月高/低	121.8/90.8
总发行股数（百万）	527.28
A 股数（百万）	348.80
A 市值（亿元）	319.18
主要股东	烟台张裕集团有限公司 (50.40%)
每股净值（元）	10.65
股价/账面净值	8.59

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-10.28	-0.29	-1.73

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

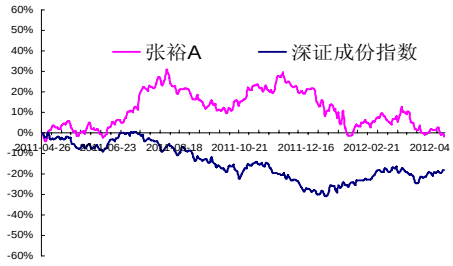
产品组合

葡萄酒	82%
白兰地	13%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.91%
券商集合理财	0.03%
一般法人	76.19%

股价相对大盘走势



张裕(000869/200869.SZ) Neutral 中性

受进口红酒冲击较大，1Q 销量下降约 15%

结论与建议：

2012 年 1Q 营收同比下降 8.5%，净利润同比增长 7.4%，主要是受进口红酒的冲击，部分经销商流失，1Q 的销量同比下降 15%左右。考虑到经销商流失对销量的影响，我们下调公司盈利预测约 20%，2012 年 A 股 PE 为 25.1 倍、B 股 PE 为 18.4 倍，给予中性的投资建议。

- 2012 年 1Q 公司实现营业收入 19.12 亿元，同比下降 8.5%，实现归属上市公司股东净利润 6.04 亿元，同比增长 7.41%，实现每股收益 1.15 元，低于我们的预期。
- 公司营收小幅衰退，一方面，因 2012 年春节提前，部分节前消费体现在 2011 年 4Q。另一方面，近期进口红酒大举进入中国市场，许多原国产品牌经销商纷纷转做进口品牌，对国产红酒形成非常大的冲击。公司也存在经销商流失的现象。按照公司营收和平均价格计算，2012 年 1Q 的销量同比下降 15%左右。
- 公司 2011 年的提价是在 3 月进行，提价幅度为 10%，所以 2012 年 1-2 月也反应部分提价因素的利好。整体看，2012 年 1Q 的综合毛利率同比提高 0.73 个百分点。
- 公司净利润增长，主要来自期间费用率的下降，因广告投入减少和管理费用下降，2012 年 1Q 的销售费用率和管理费用率分别下降 3 个百分点和 2 个百分点，带动公司净利润率同比提高 4.7 个百分点。
- 展望 2012 年，我们认为在国产红酒竞争加剧的背景下，今年公司产品不会提价，考虑到经销商流失，预计 2Q 及下半年的营收将延续 1Q 的小幅衰退，全年毛利率将基本与 2011 年持平，销售费用率有延续小幅下降的可能。
- 考虑到经销商流失对销量的影响，我们下调公司盈利预测约 20%，预计公司 2012 年、2013 年将分别实现净利润 19.22 亿元和 20.12 亿元，分别同比增长 0.78%和 4.65%，对应的 EPS 为 3.645 元和 3.815 元。目前股价对应的 A 股 2012、2013 年 PE 为 25.1 倍和 24.0 倍，B 股 2012、2013 年 PE 为 18.4 倍和 17.6 倍，给予中性的投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利（Net profit）	RMB 百万元	1127	1434	1907	1922	2012
同比增减	%	26.01%	27.22%	32.98%	0.78%	4.65%
每股盈余（EPS）	RMB 元	2.138	2.720	3.617	3.645	3.815
同比增减	%	26.01%	27.22%	32.98%	0.78%	4.65%
A 股市盈率(P/E)	X	42.8	33.6	25.3	25.1	24.0
B 股市盈率(P/E)	X	31.4	24.7	18.6	18.4	17.6
股利（DPS）	RMB 元	0.222	0.2	1.52	1.5	1.5
A 股股息率（Yield）	%	0.24%	0.22%	1.66%	1.64%	1.64%
B 股股息率（Yield）	%	0.33%	0.30%	2.26%	2.23%	2.23%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	4,199	4,983	6,028	5,536	5,813
经营成本	1,192	1,258	1,439	1,295	1,360
主营业务利润	2,754	3,439	4,226	3,949	4,140
销售费用	1,094	1,338	1,503	1,252	1,306
管理费用	220	218	235	169	172
财务费用	-30	-29	-45	-12	0
营业利润	1,472	1,907	2,518	2,540	2,662
补贴收入	29	26	27	25	20
税前利润	1,499	1,930	2,540	2,564	2,682
所得税	363	475	632	642	671
少数股东损益	9	20	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,127	1,434	1,907	1,922	2,012

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	2,545	2,490	2,533	2,949	3,465
存货	1,131	1,294	1,756	2,019	2,322
应收账款	98	100	127	146	168
流动资产合计	3,877	4,031	4,641	5,414	6,255
长期投资净额	10	5	5	5	5
固定资产	1,106	1,430	2,015	2,597	3,193
无形资产及其他资产合计	186	315	412	475	475
资产总计	5,364	5,983	7,296	8,484	9,841
流动负债合计	2,150	1,882	2,032	2,090	2,215
长期负债合计	39	106	114	123	134
负债合计	2,189	1,987	2,146	2,213	2,349
少数股东权益	136	156	136	136	136
股东权益合计	3,038	3,840	5,014	6,134	7,355
负债及股东权益合计	5,364	5,983	7,296	8,484	9,841

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	1,360	1,290	1,506	1,940	1,987
投资活动产生的现金流量净额	250	-1,421	-510	-582	-596
筹资活动产生的现金流量净额	-403	-868	-738	-942	-875
现金及现金等价物净增加额	1,206	-1,000	258	416	516

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。