

食品饮料行业

报告原因：公司调研

张裕 A (000869)

增持

增速前低后高，白兰地或成新增长点

维持评级

2012年5月23日

公司研究/点评报告

市场数据：2012年5月22日

收盘价(元)	97.7
一年内最高/最低(元)	121.9/90.0
市净率	9.2
市盈率	22.4
流通A股市值(百万元)	34,077

基础数据：2012年3月31日

每股收益(元)	1.15
营业收入(百万元)	1,912.44
净利润(百万元)	604.29
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
2011A	6,028	21.0	1,907	33.0	3.62	31.6	37.0	27.0
2012E	6,978	15.8	2,303	20.7	4.37	33.0	30.9	22.4
2013E	8,245	18.2	2,787	21.0	5.29	33.8	27.2	18.5
2014E	9,781	18.6	3,388	21.6	6.43	34.6	24.9	15.2

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **二季度销售回暖，增速预计前低后高。**2012年一季公司营业收入下滑8.5%，主要是受到以下几方面因素影响：(1)近几年进口葡萄酒持续快速发展，多年累积的消费效应使得行业竞争加剧，对国产葡萄酒形成一定冲击。(2)2012年春节相较11年提前，部分酒类消费提前至2011年底，造成年后消费较上年同期有所减少；(3)2011年一季度通胀高企，经销商对公司产品有提价预期，出现一定囤货行为，造成上年基数较大。此外，今年一季度国内宏观经济增速放缓也对葡萄酒消费造成一定负面影响。不过目前来看，公司二季度销售状况已有所好转，4月收入已现正向增长，预计全年来看，公司增速将现前低后高走势，稳定增长仍可期待。

● **酒庄酒仍是发展重点，5年目标1万吨。**公司未来仍将酒庄酒作为发展重点，预计5年内包含冰酒在内的酒庄酒将可发展到1万吨。2011年启动的西部三酒庄及烟台张裕庄园项目建设步伐加快，预计陕西省咸阳瑞那城堡、新疆石河子市巴保男爵、宁夏罗斯十五世三酒庄产品下半年可上市，产品定位仍在中高端，但与原有的卡斯特、爱斐堡等酒庄产品在包装、价格、品质方面将有所区别。此外，公司未来将进一步关注酒庄酒的出口发展，目前其内销比重占约95%。

● **白兰地独立运作，或成新一业绩增长点。**2011年起公司加强了第二大类产品白兰地发展，在原有葡萄酒销售体系的基础上，建立健全了以白兰地为主体的销售体系，成立白兰地销售公司对白兰地产品进行独立统筹与销售，并在价格政策、经销商政策等方面做出了详细规划，相关的营销举措取得了较好的成效，2012年一季度在公司整体销售下滑背景下，白兰地产品仍取得了30%的销售增长。未来，公司将进一步发挥在中低档白兰地市场上的优势，力求于白兰地品种上实现突破，白兰地或将成为公司新一业

绩增长点。

- **发展进口酒代理业务，提高进口酒市场覆盖。**近几年我国葡萄酒进口增长迅猛，在此背景下公司将着力发展进口酒代理业务，整合先锋酒业公司，重点代理进口葡萄酒，构建进口葡萄酒专卖店，以建立健全以进口葡萄酒为主体的销售体系。在进口葡萄酒品牌代理选择上，公司着重考虑相关品牌在中国的知识产权应归张裕单独或与张裕共同所有，并选择规模大、有影响力、品质有保证的品牌，根据品牌、葡萄品种等因素对代理品牌进行结构划分。进口酒代理业务的发展将有助公司享受葡萄酒市场做大的收益。
- **加强葡萄基地等资本投入，立足公司长远发展。**2011 年公司葡萄酒销量约为 15 万吨，预计 2012 年可达 18 万吨水平，产能不足问题已逐渐显露，为此公司今年加大了资本性投入，计划建设项目 13 个，投资金额可达 20 亿元。为保证原料供给质量，提升产品品质，除三酒庄及张裕庄园建设外，公司加强了葡萄基地的投入管理，预计 2012 年底前合同+自有基地面积可达 30 万亩，其中 25 万亩用于葡萄酒生产，5 万亩用于白兰地生产，预计 3 年后成品酒产能将增长近七成，至 2015 年公司自有基地将达到 40 万亩。产能与原料基地建设有助提高公司产品品质和生产能力，为公司中长期发展打好坚实基础。
- **改革销售体系，提高营销积极性。**为进一步提高营销网络运营效率，公司加强了对营销人员考核力度，完善了相应的市场考核体系，并增强考核针对性。另外，公司还与经销商合作，加大对销售终端的投入和考核力度，为保证经销商利益，解决进口葡萄酒冲击挤压下游盈利空间减少问题，公司着手对经销商设置等进行全面整理，此轮调整幅度较大，面向全部经销商进行梳理调节，涉及代理数量、品牌等多个方面，预计调整后营销体系将得到进一步完善，经销商积极性也将有所提高。
- **投资建议：**2012 年是公司成立 120 周年，公司将借此时机从公司、地区、市场三个层面进行营销拓展，预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 4.37、5.29、6.43 元，对应的动态市盈率分别为 22.4、18.5、15.2 倍，维持“增持”评级。

表 1：张裕 A 单季利润表

单位：百万元	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	同比变化
一、营业总收入	897	1,089	1,412	2,090	1,000	1,324	1,614	1,912	(8.50)
营业收入	897	1,089	1,412	2,090	1,000	1,324	1,614	1,912	(8.50)
二、营业总成本	624	669	700	1,344	586	805	775	1,110	(17.46)
营业成本	230	316	244	543	206	339	351	483	(11.06)
营业税金及附加	56	73	69	106	70	92	94	89	(16.00)
销售费用	305	260	318	572	298	356	278	468	(18.20)
管理费用	35	34	74	136	21	28	50	82	(39.80)
财务费用	-2	-14	-10	-13	-9	-10	-13	-12	(5.25)
资产减值损失	0	0	5	0	0	0	14	0	
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	
四、营业利润	273	420	713	746	414	519	839	803	7.66
加：营业外收入	5	3	17	1	3	6	16	5	515.33
减：营业外支出	0	0	3	1	0	1	3	1	176.14
五、利润总额	278	423	727	746	417	525	852	807	8.15
减：所得税	63	110	179	183	103	136	210	202	10.37
六、净利润	214	313	548	563	314	389	642	604	7.42
减：少数股东损益	7	14	5	-0	-1	2	0	0	(100.00)
归属于母公司所有者净利润	208	299	543	563	314	387	643	604	7.41
七、每股收益：	0.39	0.57	1.03	1.07	0.60	0.73	1.22	1.15	7.41
收入增长率(%)	25.95	10.95	13.10	31.85	11.51	21.58	14.27	-8.50	(40.35)
毛利率(%)	74.31	70.99	82.71	74.01	79.40	74.40	78.23	74.74	0.73
营业利润率(%)	30.47	38.56	50.46	35.68	41.38	39.22	52.01	41.97	6.30
净利率(%)	23.91	28.76	38.82	26.92	31.36	29.41	39.77	31.60	4.68
销售费用率(%)	34.01	23.84	22.51	27.36	29.81	26.86	17.23	24.45	(2.90)
管理费用率(%)	3.89	3.12	5.23	6.52	2.12	2.09	3.08	4.29	(2.23)
归属于母公司净利润增长率(%)	32.42	9.86	35.67	48.78	51.48	29.44	18.54	7.41	(41.36)

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	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	6,027.55	6,978.00	8,244.99	9,780.51
营业收入	6,027.55	6,978.00	8,244.99	9,780.51
二、营业总成本	3,509.71	3,928.98	4,549.79	5,283.57
营业成本	1,439.42	1,546.00	1,742.37	1,963.09
营业税金及附加	362.10	418.68	494.70	586.83
销售费用	1,503.49	1,744.50	2,061.25	2,445.13
管理费用	234.83	258.19	296.82	342.32
财务费用	-44.50	-48.85	-57.71	-68.46
资产减值损失	14.36	10.47	12.37	14.67
三、其他经营收益	0.05	0.05	0.05	0.05
投资净收益	0.05	0.05	0.05	0.05
四、营业利润	2,517.89	3,049.07	3,695.25	4,496.99
加：营业外收入	26.58	25.00	25.00	25.00
减：营业外支出	4.82	4.00	4.00	4.00
五、利润总额	2,539.65	3,070.07	3,716.25	4,517.99
减：所得税	632.44	767.52	929.06	1,129.50
六、净利润	1,907.21	2,302.55	2,787.19	3,388.49
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	1,907.21	2,302.55	2,787.19	3,388.49
七、每股收益：	3.62	4.37	5.29	6.43
净利润增长率(%)	32.98	20.73	21.05	21.57

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。市场有风险，投资需谨慎。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。