

**评级：审慎推荐（维持）**
**食品饮料**
**公司事件点评**
**证券研究报告**

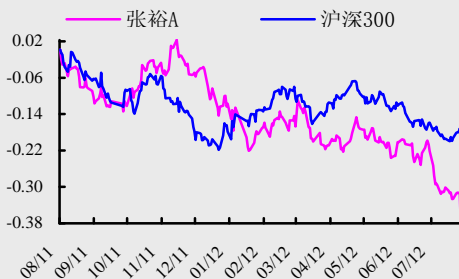
分析师 李镜池 S1080511060001  
 联系人 晁岱秀 S1080110100006  
 电话：0755-82485059  
 邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

**张裕 A(000869)一**
**事件性影响释放风险，股价存在反弹机会**
**交易数据**

上一日交易日股价（元）	55.23
总市值（百万元）	37,858
流通股本（百万股）	685
流通股比率（%）	100.00

**资产负债表摘要（06/12）**

股东权益（百万元）	5,133
每股净资产（元）	8.12
市净率（倍）	6.80
资产负债率（%）	24.66

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**

《张裕 A-二季度营收明显好转，布局白兰地和酒庄酒发展-20120808》

**事件：**

8月9日晚间，国内证券杂志《证券市场周刊》在其官方微博发布次日出刊的封面报道预告，主要内容为该刊记者将三家国内葡萄酒上市公司的十款葡萄酒送国家食品质量监督检验中心检测，均检出多菌灵或甲霜灵农药残留，张裕葡萄酒残留值超过另两家。并指出多菌灵为美国禁用的农药，有导致肝癌的风险。然而，到目前为止，记者的报道全文和相关检测报告仍未公开。

8月10号晚间，公司发布《澄清公告》。

**点评：**

- 业绩不佳的背景下，“农残事件”导致股价大跌 9.83%。**“农药残留事件”发生当天，张裕 A 的股价跌幅达到 9.83%，此次下跌是在中报业绩不佳的背景下，对“农药残留事件”的过度反应。2012Q2 净利润增速仅有 0.79%，连续四个季度出现持续下滑，且应收账款和存货仍然维持在高位，投资者对下半年的业绩增速并不乐观。另一方面，张裕 B 在中报后的三天内跌幅达到 18%，也对 A 股投资者是否继续持有股票产生不利影响。
- 记者送检产品的农药残留远远低于国际标准。**据查，记者送检 10 款产品进行了检测，均未发现国家明令禁止的高毒性农药，检出低毒杀菌剂多菌灵最高含量为 0.00157~0.01942mg/kg，检出低毒杀菌剂甲霜灵最高含量为 0.00211~0.01414mg/kg，它们的最高含量分别是国内《食品中农药的最大残留限量》标准的 1/154 和 1/70；为欧盟限量标准的 1/25 和 1/71，加拿大葡萄酒标准的 1/257 和 1/70，日本和澳大利亚葡萄酒标准的 1/154 和 1/70，新西兰葡萄酒标准的 1/257 和 1/141，远远低于国际标准。
- 已对销售系统产生影响，预计将在短时间内恢复正常。**据张裕公司介绍，事件当天公司销售系统已出现紊乱，很多商场已经下架了张裕公司的产品，很多地区的质监部门也开始向张裕公司索要质监报告。这是下游市场在不知详情时的短暂混乱，在合格的检测报告和产品质量过硬的事实面前，市场将在短时间内恢复正常。
- 事件影响股价超跌，存在反弹机会。**农药残留事件影响股价超跌，目前估值仅有 18 倍，国内葡萄酒行业仍有较大发展空间，作为国产葡萄酒的龙头企业，其在品牌和渠道的优势依然显著，在白兰地、酒庄酒以及进口高端葡萄酒方面的多方位改善以便形成新的增长点，我们认为其估值在 20 倍以上较为合理，存在反弹机会。另一方面，在国内经济低迷导致消费需求减弱和进口葡萄酒的冲击下，对其消费旺季的销售情况的影响有待进一步观察，预测 12~14 年 EPS 为 3.11(18X)、3.55(16X)、4.13(13X)，维持“审慎推荐”评级。



- **风险提示** 食品安全事故发生，全球经济继续恶化

盈利预测

单位: 亿元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	49.83	60.28	63.91	73.49	88.19
同比 (%)	18.7%	21.0%	6.0%	15.0%	20.0%
营业毛利	37.25	45.88	48.69	56.00	67.19
同比 (%)	23.8%	23.2%	6.1%	15.0%	20.0%
归属母公司净利润	14.34	19.07	21.30	24.36	28.30
同比 (%)	27.2%	33.0%	11.7%	14.4%	16.2%
总股本 (亿股)	6.85	6.85	6.85	6.85	6.85
每股收益 (元)	2.09	2.78	3.11	3.55	4.13
ROE	37.4%	38.0%	33.6%	27.7%	24.4%
P/E (倍)	26.4	19.9	17.8	15.5	13.4

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理



## 主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>4,640.5</b>	<b>6,097.2</b>	<b>8,486.3</b>	<b>11,361.8</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>6,027.5</b>	<b>6,390.7</b>	<b>7,349.4</b>	<b>8,819.2</b>
货币资金	2,533.0	3,784.7	5,817.3	8,170.7	减: 营业成本	1,439.4	1,521.5	1,749.8	2,099.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	362.1	364.4	419.0	502.9
应收款项	183.2	276.4	332.9	401.8	销售费用	1,503.5	1,542.4	1,773.8	2,128.6
预付款项	77.3	108.3	130.3	157.4	管理费用	234.8	176.8	207.1	362.3
存货	1,756.0	1,853.4	2,131.4	2,557.6	财务费用	-44.5	-26.5	-20.6	-20.6
其他流动资产	91.2	74.3	74.3	74.3	资产减值损失	14.4	1.3	2.5	3.5
<b>非流动资产</b>	<b>2,655.4</b>	<b>2,821.8</b>	<b>2,728.4</b>	<b>2,635.1</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	5.0	5.0	5.0	5.0	投资收益	0.1	0.7	1.4	1.4
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.7	1.4	1.4
固定资产	1,609.1	1,556.9	1,442.4	1,327.8	<b>二、营业利润</b>	<b>2,517.9</b>	<b>2,811.5</b>	<b>3,219.1</b>	<b>3,744.3</b>
在建工程	406.4	662.8	684.0	705.2	加: 营业外收入	26.6	32.0	33.0	34.0
油气和生物性资产	42.4	43.6	43.6	43.6	减: 营业外支出	4.8	4.2	4.2	4.7
无形及递延性资产	412.3	409.0	409.0	409.0	<b>三、利润总额</b>	<b>2,539.7</b>	<b>2,839.3</b>	<b>3,247.9</b>	<b>3,773.5</b>
其它非流动资产	180.3	144.5	144.5	144.5	减: 所得税费用	632.4	709.1	812.0	943.4
<b>资产总计</b>	<b>7,295.9</b>	<b>8,919.0</b>	<b>11,214.8</b>	<b>13,996.9</b>	<b>四、净利润</b>	<b>1,907.2</b>	<b>2,130.1</b>	<b>2,435.9</b>	<b>2,830.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,032.2</b>	<b>2,383.5</b>	<b>2,243.3</b>	<b>2,195.3</b>	归属母公司净利润	1,907.2	2,130.1	2,435.9	2,830.2
短期借款	81.1	56.5	56.5	56.5	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	229.9	251.9	295.3	356.2	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>685.5</b>	<b>685.5</b>	<b>685.5</b>	<b>685.5</b>
预收帐款	293.7	351.5	410.3	493.6	<b>EPS (元)</b>	<b>2.78</b>	<b>3.11</b>	<b>3.55</b>	<b>4.13</b>
其它流动负债	1,427.5	1,723.7	1,481.3	1,289.0					
<b>非流动负债</b>	<b>113.8</b>	<b>56.9</b>	<b>56.9</b>	<b>56.9</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
其它非流动负债	113.8	56.9	56.9	56.9	营业收入	21.0%	6.0%	15.0%	20.0%
<b>负债合计</b>	<b>2,146.0</b>	<b>2,440.4</b>	<b>2,300.2</b>	<b>2,252.2</b>	营业毛利	23.2%	6.1%	15.0%	20.0%
<b>少数股东权益</b>	<b>136.3</b>	<b>136.3</b>	<b>136.3</b>	<b>136.3</b>	主业盈利	32.2%	12.0%	14.9%	16.4%
股本	527.3	685.5	685.5	685.5	母公司净利	33.0%	11.7%	14.4%	16.2%
资本公积与其它	858.1	858.1	858.1	858.1	<b>获利能力</b>				
留存收益	3,628.3	4,798.8	7,234.7	10,064.8	毛利率	76.1%	76.2%	76.2%	76.2%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,013.6</b>	<b>6,342.3</b>	<b>8,778.2</b>	<b>11,608.4</b>	主业盈利/收入	41.3%	43.6%	43.5%	42.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,295.9</b>	<b>8,919.0</b>	<b>11,214.8</b>	<b>13,996.9</b>	ROS	31.6%	33.3%	33.1%	32.1%
					ROE	38.0%	33.6%	27.7%	24.4%
					ROIC	37.4%	33.3%	27.6%	24.3%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	资产负债率	29.4%	27.4%	20.5%	16.1%
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,505.7</b>	<b>2,331.5</b>	<b>2,031.8</b>	<b>2,352.5</b>	利息保障倍数	-42.9	-80.4	-118.3	-137.4
净利润	1,907.2	2,130.1	2,435.9	2,830.2	速动比率	1.37	1.75	2.80	3.98
折旧摊销	121.1	130.2	117.1	118.1	经营现金净额/当期债务	18.57	41.28	35.97	41.65
财务费用	-46.0	-30.8	-20.6	-20.6	<b>营运能力</b>				
投资损失	-0.1	-0.7	-1.4	-1.4	总资产周转率	0.83	0.72	0.66	0.63
营运资金变动	-458.5	65.7	-498.4	-573.1	应收款天数	10.94	15.57	16.31	16.40
其它变动	-18.0	36.9	-0.8	-0.6	存货天数	439.17	438.52	438.52	438.51
<b>投资活动现金流</b>	<b>-510.1</b>	<b>58.6</b>	<b>-19.8</b>	<b>-19.8</b>	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	-754.4	-320.6	-21.2	-21.2	主业盈利/股本	3.63	4.06	4.67	5.44
长期投资	29.7	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	2.20	3.40	2.96	3.43
其它变动	214.6	379.2	1.4	1.4	每股净资产	7.12	9.05	12.61	16.74
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-738.0</b>	<b>-791.2</b>	<b>20.6</b>	<b>20.6</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	19.85	17.77	15.54	13.38
权益融资	0.2	0.0	0.0	0.0	P/B	7.76	6.10	4.38	3.30
其它变动	-738.2	-791.2	20.6	20.6	P/S	6.28	5.92	5.15	4.29
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	10.29	11.78	9.75	7.82
<b>现金净增加额</b>	<b>257.6</b>	<b>1,599.0</b>	<b>2,032.6</b>	<b>2,353.3</b>					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135