

评级：审慎推荐（维持）
食品饮料
公司季报点评

证券研究报告

分析师 晁岱秀 S1080512090001

电话：0755-82485059

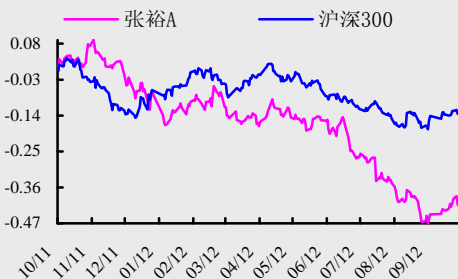
邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

张裕 A(000869)——
葡萄酒消费低迷，公司销售未达目标
交易数据

上一日交易日股价（元）	47.83
总市值（百万元）	32,786
流通股本（百万股）	685
流通股比率（%）	100.00

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	5,375
每股净资产（元）	8.51
市净率（倍）	5.62
资产负债率（%）	25.22

公司与沪深300指数比较

相关报告

《张裕 A(000869)-二季度营收明显好转，布局白兰地和酒庄酒发展》-20120808

事件：

公司发布 2012 年三季度报告，实现营业收入 41.24 亿元，同比下将 6.57%。归属上市公司股东的净利润 11.63 亿元，同比下降 7.99%，EPS1.70 元，低于市场预期。

点评：

- 三季度的营业收入增速下滑明显。**2012Q3 实现营业收入 11.11 亿元，同比下降 16.05%；实现营业毛利 8.35 亿元，同比下降 15.2%；归属上市公司股东的净利润为 2.42 亿元，同比下降 37.53%，EPS0.35 元，低于市场预期。除受媒体负面报道“农药残留事件”的影响外，葡萄酒消费需求受国内宏观经济低迷影响较大，据我们调研了解国内最大的进口葡萄酒企业的销售增速从去年的 70% 下滑至 7% 左右。
- 加大促销力度，销售费用率达到 37.13%，创历史新高。**公司在第二季度加大市场投入力度后，三季度继续加大促销力度，第三季度销售费用达到 4.13 亿元同比增长 16%，销售费用率达到 37.13% 同比增加了 10 个百分点，创历史新高。这也导致了期间费用率上升至 46.59%，而净利率下降了 7.5 个百分点至 21.74%，表现为第三季度净利润同比下降 37.5%。
- 扩建葡萄园及酿酒产能，布局白兰地和酒庄酒。**预计 5 年内，公司在新疆、宁夏、烟台、陕西等地建设 30 万亩葡萄基地，并在烟台建设张裕国际葡萄酒城届时将拥有 40 万吨的酿酒产能。预计白兰地产能将达到 20 万吨，而白兰地 2011 年销量有 5 万吨左右，公司希望能做到几十万吨的销量。酒庄酒为是公司高端酒布局的重要一步，公司已建成 3 家酒庄，并有 4 家酒庄正在建设，西部三个酒庄的高端酒庄酒产品将陆续上市。
- 市场营销体制改革，分酒种营销，成立专卖店。**对销售架构进行新的调整，执行了分酒种营销方案，健全了三个独立的酒种体系，为葡萄酒、白兰地、及进口高端葡萄酒并成立三家子公司独立运作，确立了联系点城市管理制度，提高渠道运作效率。建设“张裕国际酒庄联盟”，与经销商一起建设专卖店用于运作进口高端葡萄酒。2012 年公司计划在全国拓展 300 家专卖店，未来 3 年达到 1000 家，打算用 6 年时间打造 3000 家联盟专卖店。
- 维持“审慎推荐”评级**公司在扩建葡萄园、推广酒庄酒、市场营销体制的深化改革、以及成立酒庄联盟，进一步巩固其在葡萄酒领域的龙头地位；然而，国内宏观经济低迷，葡萄酒的消费需求受到抑制，致使公司业绩在短期内难以大幅改善，预计 2012~2014 年 EPS 为 2.65(18X)、3.01(16X)、3.45(14X)，给予“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	58.18	66.91	80.29
同比 (%)	18.7%	21.0%	-3.5%	15.0%	20.0%
营业毛利	37.25	45.88	44.49	51.16	61.40
同比 (%)	23.8%	23.2%	-3.0%	15.0%	20.0%
归属母公司净利润	14.34	19.07	18.17	20.65	23.68
同比 (%)	27.2%	33.0%	-4.7%	13.6%	14.7%
总股本 (亿股)	6.85	6.85	6.85	6.85	6.85
每股收益 (元)	2.09	2.78	2.65	3.01	3.45
ROE	37.4%	38.0%	30.1%	25.5%	22.6%
P/E (倍)	22.9	17.2	18.0	15.9	13.8

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
流动资产	4,640.5	5,492.7	7,533.1	9,972.5	一、营业收入	6,027.5	5,818.4	6,691.2	8,029.4
货币资金	2,533.0	3,306.5	4,978.0	6,911.0	减: 营业成本	1,439.4	1,369.4	1,574.8	1,889.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	362.1	318.2	365.9	439.1
应收款项	183.2	294.3	372.4	455.0	销售费用	1,503.5	1,572.7	1,808.6	2,170.3
预付款项	77.3	128.6	168.9	208.4	管理费用	234.8	192.8	256.4	448.4
存货	1,756.0	1,671.5	1,921.9	2,306.2	财务费用	-44.5	-27.3	-40.5	-47.9
其他流动资产	91.2	91.9	91.9	91.9	资产减值损失	14.4	-1.5	2.9	3.6
非流动资产	2,655.4	3,044.2	2,959.2	2,874.2	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	0.4	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	0.4	1.4	1.4
固定资产	1,609.1	1,576.0	1,464.4	1,352.7	二、营业利润	2,517.9	2,394.5	2,724.5	3,127.6
在建工程	406.4	828.4	855.1	881.8	加: 营业外收入	26.6	30.2	31.1	32.0
油气和生物性资产	42.4	50.5	50.5	50.5	减: 营业外支出	4.8	3.3	2.2	2.5
无形及递延性资产	412.3	408.5	408.5	408.5	三、利润总额	2,539.7	2,421.3	2,753.3	3,157.1
其它非流动资产	180.3	175.8	175.8	175.8	减: 所得税费用	632.4	604.2	688.3	789.3
资产总计	7,295.9	8,536.9	10,492.2	12,846.7	四、净利润	1,907.2	1,817.1	2,065.0	2,367.8
流动负债	2,032.2	2,315.5	2,205.9	2,192.5	归属母公司净利润	1,907.2	1,817.1	2,065.0	2,367.8
短期借款	81.1	57.4	57.4	57.4	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	229.9	273.5	342.5	419.7	五、总股本(百万股)	685.5	685.5	685.5	685.5
预收帐款	293.7	316.6	368.6	443.2	EPS (元)	2.78	2.65	3.01	3.45
其它流动负债	1,427.5	1,668.0	1,437.5	1,272.2					
非流动负债	113.8	55.7	55.7	55.7	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	113.8	55.7	55.7	55.7	营业收入	21.0%	-3.5%	15.0%	20.0%
负债合计	2,146.0	2,371.3	2,261.6	2,248.3	营业毛利	23.2%	-3.0%	15.0%	20.0%
少数股东权益	136.3	136.3	136.3	136.3	主业盈利	32.2%	-4.9%	13.5%	14.8%
股本	527.3	685.5	685.5	685.5	母公司净利	33.0%	-4.7%	13.6%	14.7%
资本公积与其它	858.1	858.1	858.1	858.1	获利能力				
留存收益	3,628.3	4,485.8	6,550.8	8,918.6	毛利率	76.1%	76.5%	76.5%	76.5%
股东权益合计	5,013.6	6,029.3	8,094.3	10,462.1	主业盈利/收入	41.3%	40.7%	40.1%	38.4%
负债和股东权益	7,295.9	8,536.9	10,492.2	12,846.7	ROS	31.6%	31.2%	30.9%	29.5%
					ROE	38.0%	30.1%	25.5%	22.6%
					ROIC	37.4%	29.9%	25.3%	22.5%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债率	29.4%	27.8%	21.6%	17.5%
经营活动现金流	1,505.7	2,056.5	1,656.3	1,910.4	利息保障倍数	-42.9	-66.6	-51.0	-49.4
净利润	1,907.2	1,817.1	2,065.0	2,367.8	速动比率	1.37	1.61	2.50	3.45
折旧摊销	121.1	124.7	114.5	115.3	经营现金净额/当期债务	18.57	35.83	28.85	33.28
财务费用	-46.0	-27.3	-40.5	-47.9	营运能力				
投资损失	-0.1	-0.4	-1.4	-1.4	总资产周转率	0.83	0.68	0.64	0.63
营运资金变动	-458.5	451.1	-480.6	-522.7	应收款天数	10.94	18.21	20.04	20.40
其它变动	-18.0	-308.8	-0.8	-0.6	存货天数	439.17	439.41	439.35	439.32
投资活动现金流	-510.1	121.4	-25.3	-25.3	每股指标(元)				
资本支出	-754.4	-523.5	-26.7	-26.7	主业盈利/股本	3.63	3.45	3.92	4.50
长期投资	29.7	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	2.20	3.00	2.42	2.79
其它变动	214.6	644.9	1.4	1.4	每股净资产	7.12	8.60	11.61	15.06
筹资活动现金流	-738.0	-793.1	40.5	47.9	估值比率				
债务融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	17.19	18.04	15.88	13.85
权益融资	0.2	0.0	0.0	0.0	P/B	6.72	5.56	4.12	3.18
其它变动	-738.2	-793.1	40.5	47.9	P/S	5.44	5.63	4.90	4.08
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	8.79	11.93	10.03	8.19
现金净增加额	257.6	1,384.9	1,671.4	1,933.0					

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