

食品饮料行业

报告原因：季报点评

2012年10月26日

市场数据：2011年10月25日

收盘价(元)	47.83
一年内最高/最低(元)	121.0/43.92
市净率	6.1
市盈率	18.1
流通A股市值(百万元)	21,689

基础数据：2012年9月30日

每股收益(元)	1.70
营业收入(百万元)	4,123.86
净利润(百万元)	1,162.76
总股本/流通A股(百万)	685/453
流通B股/H股(百万)	232/-

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

张裕 A (000869)

增持

农残门令增长加压, 销售状况依然不振

维持评级

公司研究/点评报告

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	13.2
2012E	5,892	-2.3	1,812	-5.0	2.64	30.8	33.4	18.1
2013E	6,868	16.6	2,197	21.3	3.20	32.0	36.7	14.9
2014E	8,249	20.1	2,691	22.5	3.93	32.6	39.1	12.2

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩略低于预期。**2012年1-9月公司共实现营业收入412,385.81万元,同比减少6.57%;实现归属于母公司净利润116,275.81万元,同比减少7.99%;每股收益1.70元。其中7-9月实现营业收入111,127.4万元,同比减少16.05%;实现归属于公司股东的净利润24,161.46万元,同比减少37.53%。业绩略低于预期。

● **农残门令增长加压, 销售状况依然不振。**一方面由于宏观经济增速放缓及进口葡萄酒冲击使得国内葡萄酒增长压力重重,另一方面则是受到8月初爆发的农药残留事件的负面影响,三季度来看公司整体销售状况依然不振,中秋、十一的旺季因素亦未能带动销售上行,单季营业收入增速再度由正转负。不过,随着事件负面影响的逐步淡化以及春节等消费旺季到来,公司经营状况应将逐步改善,最坏时刻或已过去。

● **毛利率稳中有升, 费用率高企挤压盈利。**三季度公司毛利率稳中有升,单季毛利率增至75.14%,相比上年同期上升0.75个百分点。不过,为应对严峻的销售形势以及农药残留事件影响,公司进一步加大了营销力度,三季度销售费用大幅增长,销售费用率升至37.13%,相比上年同期上升了10.28个百分点,比二季度也上升了5个百分点,同时,管理费用率也比上年有所增加,同比上升1.4个百分点,费用率的高企严重地挤压了公司的盈利空间,使得公司营业利润率大幅下滑,净利润增速远低于收入增速水平。未来,随负面事件影响淡化,公司销售费用率应将有回落。

● **投资建议:**葡萄酒行业短期波动不改其长期增长趋势,根据《葡萄酒行业“十二五”发展规划》,我国将培育出2家销售收入100亿元以上的大企业集团,张裕作为行业龙头应可引领行业进入百亿集团时代。我们预计公司2012-2014年的EPS分别为2.64、3.20、3.93元,对应的动态市盈率分别为18.1、14.9、12.2倍,维持“增持”评级。

表 1：张裕 A 单季利润表

单位：百万元	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	同比变化
一、营业总收入	1,412	2,090	1,000	1,324	1,614	1,912	1,100	1,111	(16.05)
营业收入	1,412	2,090	1,000	1,324	1,614	1,912	1,100	1,111	(16.05)
二、营业总成本	700	1,344	586	805	775	1,110	682	794	(1.31)
营业成本	244	543	206	339	351	483	245	276	(18.49)
营业税金及附加	69	106	70	92	94	89	61	69	(25.19)
销售费用	318	572	298	356	278	468	353	413	16.08
管理费用	74	136	21	28	50	82	27	39	40.28
财务费用	-10	-13	-9	-10	-13	-12	-4	-3	(72.20)
资产减值损失	5	0	0	0	14	0	-0	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	713	746	414	519	839	803	418	317	(38.88)
加：营业外收入	17	1	3	6	16	5	3	5	(26.38)
减：营业外支出	3	1	0	1	3	1	1	1	(1.98)
五、利润总额	727	746	417	525	852	807	421	322	(38.76)
减：所得税	179	183	103	136	210	202	104	80	(41.15)
六、净利润	548	563	314	389	642	604	317	242	(37.93)
减：少数股东损益	5	-0	-1	2	0	0	0	0	(100.00)
归属于母公司所有者净利润	543	563	314	387	643	604	317	242	(37.53)
七、每股收益：	1.03	1.07	0.60	0.73	1.22	1.15	0.46	0.35	(51.95)
收入增长率(%)	13.10	31.85	11.51	21.58	14.27	-8.50	10.01	-16.05	(37.62)
毛利率(%)	82.71	74.01	79.40	74.40	78.23	74.74	77.76	75.14	0.75
营业利润率(%)	50.46	35.68	41.38	39.22	52.01	41.97	38.00	28.55	(10.67)
净利率(%)	38.82	26.92	31.36	29.41	39.77	31.60	28.80	21.74	(7.66)
销售费用率(%)	22.51	27.36	29.81	26.86	17.23	24.45	32.13	37.13	10.28
管理费用率(%)	5.23	6.52	2.12	2.09	3.08	4.29	2.48	3.49	1.40
归属于母公司净利润增长率(%)	35.67	48.78	51.48	29.44	18.54	7.41	0.79	-37.53	(66.97)

资料来源：公司公告 山西证券研究所



➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	6,027.55	5,891.74	6,868.08	8,248.94
营业收入	6,027.55	5,891.74	6,868.08	8,248.94
二、营业总成本	3,509.71	3,500.30	3,963.96	4,687.08
营业成本	1,439.42	1,429.35	1,625.38	1,886.57
营业税金及附加	362.10	353.50	412.08	494.94
销售费用	1,503.49	1,531.85	1,717.02	2,062.24
管理费用	234.83	217.99	247.25	288.71
财务费用	-44.50	-41.24	-48.08	-57.74
资产减值损失	14.36	8.84	10.30	12.37
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	2,391.49	2,904.17	3,561.91
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	2,412.49	2,925.17	3,582.91
减：所得税	632.44	600.71	728.37	892.14
六、净利润	1,907.21	1,811.78	2,196.80	2,690.76
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	1,811.78	2,196.80	2,690.76
七、每股收益：	3.62	2.64	3.20	3.93
净利润增长率(%)	32.98	-5.00	21.25	22.49

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。