

证券研究报告

食品饮料

推荐 (维持)

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060511010014

0755-22627143

wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001

tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

投资咨询资格编号: S1060512040003

dingyunjie640@pingan.com.cn

解睿

投资咨询资格编号: S1060512070005

xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 张裕 A(000869): 4Q12 营收增速符合预期, 仍处调整过程中

### 事项:

张裕 A3月2日发布业绩快报,2012年实现营收60.3亿元,同比下降约6.8%,归属母公司股东净利16.95亿元,同比下降约11%,EPS2.47元。我们测算,4Q12营收约15亿元,同比下降7.4%,净利约5.3亿元,同比下降18%,EPS0.77元。

### 平安观点:

#### ■ 营收、净利增速与我们预期基本一致

我们此前预计,张裕2012年营收约57亿元,归属母公司股东净利润约17亿元,EPS2.49元,张裕2012年业绩快报中营收、净利与我们预期基本一致。

#### ■ 机制、产品、渠道调整过程中

4Q12 营收下滑表明张裕仍处于调整过程中。随着国内需求增速放缓和进口酒放量,2012年张裕在内部激励机制,产品结构和渠道管理上均出现明显压力。内部激励方面,前线销售人员,尤其是底层员工收入受冲击,流动性加大;产品结构方面,中高端产品卡斯特、解百纳2012年销量出现下滑,渠道利润受损;渠道管理上,公司2011年开始提出要直控终端,细分市场、分类营销,但在这一块始终没有收到良好效果,对经销商来说,人力成本快速上升、进口酒商分流客户、张裕自身产品提价和增加经销商导致盈利能力快速下降,张裕经销商面临挑战越来越大。

#### ■ 2013年增长有机会

虽然张裕营销考核机制、渠道、产品仍在调整过程中,但支持2013年张裕增长的有利因素包括:2013年新推宁夏、陕西、新疆三大酒庄酒;国际酒庄联盟扩张可能加速;主要竞争对手进口酒增速明显放缓,如2012年12月进口2升及以下葡萄酒同比下滑11%,且进口酒经销商利润率正快速下滑,对张裕渠道负面冲击也在下降。

#### ■ 朝阳行业领先公司,维持“推荐”评级

预计13-14年EPS分别为2.75和3.08元,同比增12%、12%,PE为17和15倍。中国葡萄酒行业仍是朝阳行业,张裕仍是品牌、渠道、管理领先的龙头公司,但正处于一个调整时期,考虑公司调整效果仍需时间观察,我们维持“推荐”评级。

#### ■ 风险提示

整风运动进一步发酵;张裕自身机制、产品、渠道调整进展低于预期。

## 附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,028	5,628	6,175	6,778	净利润	1,907	1,690	1,886	2,109
YoY	21.0%	-6.6%	9.7%	9.8%	折旧摊销	107	150	182	230
营业成本	1,439	1,345	1,464	1,609	营运资金投资	549	28	159	116
毛利率	76.1%	76.1%	76.3%	76.3%	经营活动现金净流量	1,506	1,767	1,908	2,214
营业税金及附加	362	308	338	357	资本开支	-677	-649	-911	-180
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-510	-649	-911	-180
销售费用	1,503	1,564	1,689	1,824	债务融资	89	0	0	0
管理费用	235	207	223	241	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-45	-24	-29	-39	支付红利	-738	-801	-423	-472
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	-738	-777	-394	-432
营业利润	2,518	2,229	2,490	2,786	当年现金净流量	258	341	604	1,601
加：营业外收入	27	27	27	27					
减：营业外支出	5	5	5	5	资产负债表 (百万元)				
利润总额	2,540	2,251	2,512	2,808	货币资金	2,533	2,874	3,477	5,078
减：所得税	632	560	625	699	应收款项	183	167	178	201
净利润	1,907	1,690	1,886	2,109	预付款项	77	63	78	82
减：少数股东损益	0	0	0	0	存货	1,756	2,018	2,196	2,413
归属母公司所有者净利	1,907	1,690	1,886	2,109	其他流动资产	91	58	69	83
YoY	33.0%	-11.4%	11.6%	11.8%	流动资产合计	4,641	5,179	5,999	7,858
销售净利率	31.6%	30.0%	30.5%	31.1%	长期股权投资	5	5	5	5
EPS (当年股本)	3.62	2.47	2.75	3.08	固定资产	2,015	2,445	3,076	3,034
EPS (最新股本摊薄)	2.78	2.47	2.75	3.08	无形资产	264	286	315	314
					其他非流动资产	371	419	487	480
					非流动资产合计	2,655	3,155	3,883	3,833
					资产总计	7,296	8,334	9,882	11,691
					短期借款	0	0	0	0
					应付款项	230	293	285	307
					预收款项	294	374	365	394
					应付股利	0	423	472	527
					其他流动负债	1,509	1,515	1,616	1,738
					流动负债合计	2,032	2,605	2,738	2,965
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	114	114	114	114
					非流动负债合计	114	114	114	114
					负债合计	2,146	2,718	2,851	3,079
					归属母公司所有者权益	5,014	5,480	6,894	8,476
					其中：实收资本	527	685	685	685
					少数股东权益	136	136	136	136
					股东权益合计	5,150	5,616	7,031	8,612
					负债及股东权益总计	7,296	8,334	9,882	11,691

  

重要指标速览				
	2011A	2012E	2013E	2014E
估值				
PE(P=45.38)	12.5	18.4	16.5	14.8
PEG	3.7	1.6	1.5	1.3
PB	4.8	5.7	4.5	3.7
PS	4.0	5.5	5.0	4.6
EV/EBITDA	8.8	12.7	11.3	10.0
股息收益率	3.3%	1.4%	1.5%	1.7%
经营回报率				
ROE	43.1%	32.2%	30.5%	27.4%
ROA	28.0%	21.2%	20.3%	19.1%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	29.4%	32.6%	28.9%	26.3%
速动比率	1.4	1.2	1.4	1.8
运营效率				
存货周转率	0.9	0.7	0.7	0.7
流动资产周转率	1.4	1.1	1.1	1.0
固定资产周转率	3.5	2.5	2.2	2.2

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257