

评级：审慎推荐（维持）
食品饮料
公司年报点评

证券研究报告

分析师 晁岱秀 S1080512090001

电话：0755-83026491

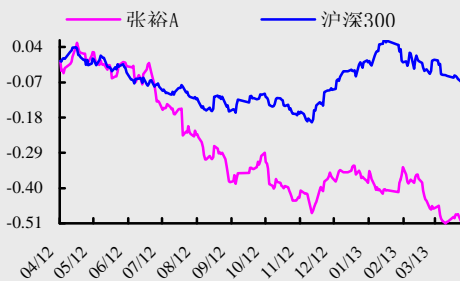
邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

张裕 A(000869)——
国内酒类消费低迷，产品销量有所下降
交易数据

上一日交易日股价（元）	35.91
总市值（百万元）	24,615
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）	4.22
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

《张裕 A(000869)-葡萄酒消费低迷，公司销售未达目标》-20121026

事件：

公司发布 2012 年报，实现营业收入 56.44 亿元，同比下将 6.37%，营业毛利 42.42 亿元同比下降 7.53%，归属上市公司股东的净利润 17.01 亿元，同比下降 10.82%，EPS2.48 元。

利润分配方案：全体股东每 10 股派发现金红利 11 元(含税)。

点评：

- 2012 年未达目标，2013 年较为谨慎。** 2012 年，实现营业收入 56.44 亿元，同比下降 6.37%；实现营业毛利 42.42 亿元，同比下降 7.53%；归属上市公司股东的净利润为 17.01 亿元，同比下降 10.8%，EPS2.48 元。随着国内经济增速放缓，限制“三公”消费全面展开，以及进口葡萄酒销量的增加，国内葡萄酒市场竞争异常激烈，加之受媒体负面报道影响，致使未达到年初制定的 66 亿元的销售目标，公司对国内葡萄酒消费预期仍较为谨慎，2013 年的销售目标不低于 60 亿元。
- 酒类消费低迷，产品销量有所下降。** 产品结构方面，重点发力白兰地销售，并与国际知名的 10 家世界著名的葡萄酒酒庄合作进口列级名酒；2012 年公司葡萄酒销量为 8.17 万吨同比下降 8.78%，实现营业收入 45.5 亿元同比下降 8.37%，其占收入构成的份额仍有 81.9%；白兰地销量达到 4.07 万吨同比下降 4.13%，实现营业收入 8.59 亿元，同比增长 13.4%；另外，公司开展的进口葡萄酒也实现营业收入 0.69 亿元。
- 应对市场变化进一步完善销售体系，效果出现仍需时日。** 公司成立了葡萄酒销售公司和白兰地销售公司，连同张裕国际先锋酒业公司在内，形成了分酒种销售体系的布局；合理划分了渠道设置，强化了对渠道体系的管理；成立了商场直供管理公司，在全国推进大商场直供业务。
- 布局全国原料基地，多地酒庄酒已投产。** 张裕为国内葡萄酒的龙头企业，其在餐饮、商超渠道的优势依旧明显，面临进口葡萄酒冲击，已开展全方位调整，品质方面，在山东、新疆、宁夏、辽宁、河北、陕西等中国最适宜酿酒葡萄种植的区域所发展的葡萄基地建设 30 万亩葡萄基地，且新疆巴保男爵酒庄、宁夏摩塞尔十五世酒庄、陕西张裕瑞纳城堡酒庄、以及廊坊张裕葡萄酒公司都已投产。
- 维持“审慎推荐”评级** 预计 2013~2015 年 EPS 为 2.86(16X)、3.40(13X)、4.11(11X)，维持“审慎推荐”评级。
- 风险提示** 食品安全事故发生，国内葡萄酒需求继续受到抑制



盈利预测

单位: 亿元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	60.28	56.44	62.08	73.25	87.90
同比 (%)	21.0%	-6.4%	10.0%	18.0%	20.0%
营业毛利	45.88	42.42	46.60	54.98	65.98
同比 (%)	23.2%	-7.5%	9.8%	18.0%	20.0%
归属母公司净利润	19.07	17.01	19.63	23.29	28.18
同比 (%)	33.0%	-10.8%	15.4%	18.6%	21.0%
总股本 (亿股)	6.85	6.85	6.85	6.85	6.85
每股收益 (元)	2.78	2.48	2.86	3.40	4.11
ROE	38.0%	28.8%	27.6%	24.6%	23.0%
P/E (倍)	16	18	16	13	11

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	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4,803.9	5,984.3	8,482.9	11,540.3	一、营业收入	5,643.5	6,207.9	7,325.3	8,790.4
货币资金	2,227.5	3,029.2	4,974.8	7,332.0	减: 营业成本	1,401.1	1,548.2	1,826.9	2,192.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	318.2	349.5	412.4	494.9
应收款项	227.9	301.8	367.1	442.1	销售费用	1,449.2	1,512.6	1,784.8	2,141.8
预付款项	44.3	120.3	157.3	191.6	管理费用	254.4	292.5	336.4	386.9
存货	2,268.6	2,504.6	2,955.2	3,546.2	财务费用	-19.9	-77.5	-105.7	-147.4
其他流动资产	35.7	28.5	28.5	28.5	资产减值损失	2.8	2.7	3.6	4.5
非流动资产	3,319.2	3,195.2	3,071.2	2,947.2	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	0.0	1.4	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	1.4	1.4	1.4
固定资产	1,824.0	1,672.9	1,521.8	1,370.8	二、营业利润	2,237.8	2,581.3	3,068.3	3,718.9
在建工程	832.8	859.9	887.0	914.0	加: 营业外收入	35.4	36.4	37.5	38.7
油气和生物性资产	39.7	39.7	39.7	39.7	减: 营业外支出	3.0	0.6	0.7	0.8
无形及递延性资产	439.2	439.2	439.2	439.2	三、利润总额	2,270.2	2,617.1	3,105.2	3,756.8
其它非流动资产	178.6	178.6	178.6	178.6	减: 所得税费用	569.2	654.3	776.3	939.2
资产总计	8,123.1	9,179.5	11,554.1	14,487.6	四、净利润	1,700.9	1,962.8	2,328.9	2,817.6
流动负债	1,989.3	1,836.9	1,882.6	1,998.4	归属母公司净利润	1,700.9	1,962.8	2,328.9	2,817.6
短期借款	150.9	150.9	150.9	150.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	324.9	372.2	445.5	536.3	五、总股本(百万股)	685.5	685.5	685.5	685.5
预收帐款	450.2	408.1	465.8	556.6	EPS (元)	2.48	2.86	3.40	4.11
其它流动负债	1,063.3	905.7	820.3	754.6					
非流动负债	74.3	74.3	74.3	74.3	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
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	74.3	74.3	74.3	74.3	营业收入	-6.4%	10.0%	18.0%	20.0%
负债合计	2,063.6	1,911.2	1,956.9	2,072.8	营业毛利	-7.5%	9.8%	18.0%	20.0%
少数股东权益	146.4	146.4	146.4	146.4	主业盈利	-10.7%	12.8%	18.4%	20.6%
股本	685.5	685.5	685.5	685.5	母公司净利	-10.8%	15.4%	18.6%	21.0%
资本公积与其它	904.9	904.9	904.9	904.9	获利能力				
留存收益	4,322.8	5,531.6	7,860.5	10,678.0	毛利率	75.2%	75.1%	75.1%	75.1%
股东权益合计	5,913.1	7,121.9	9,450.8	12,268.4	主业盈利/收入	39.3%	40.4%	40.5%	40.7%
负债和股东权益	8,123.1	9,179.5	11,554.1	14,487.6	ROS	30.1%	31.6%	31.8%	32.1%
					ROE	28.8%	27.6%	24.6%	23.0%
					ROIC	28.0%	27.0%	24.3%	22.7%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	25.4%	20.8%	16.9%	14.3%
经营活动现金流	1,302.0	1,496.7	1,865.5	2,235.5	利息保障倍数	-85.4	-25.3	-22.0	-19.1
净利润	1,700.9	1,962.8	2,328.9	2,817.6	速动比率	1.26	1.88	2.92	3.99
折旧摊销	148.1	153.8	154.6	155.5	经营现金净额/当期债务	8.63	9.92	12.36	14.81
财务费用	-26.3	-77.5	-105.7	-147.4	营运能力				
投资损失	0.0	-1.4	-1.4	-1.4	总资产周转率	0.69	0.68	0.63	0.61
营运资金变动	-547.8	-539.5	-509.7	-587.8	应收款天数	14.53	17.50	18.04	18.11
其它变动	27.1	-1.5	-1.2	-1.0	存货天数	582.91	582.39	582.35	582.34
投资活动现金流	-210.2	-18.5	-25.7	-25.7	每股指标(元)				
资本支出	-868.1	-27.1	-27.1	-27.1	主业盈利/股本	3.24	3.65	4.33	5.21
长期投资	46.6	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	1.90	2.18	2.72	3.26
其它变动	611.3	8.6	1.4	1.4	每股净资产	8.41	10.18	13.57	17.68
筹资活动现金流	-786.1	-676.5	105.7	147.4	估值比率				
债务融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	17.97	15.58	13.13	10.85
权益融资	10.1	0.0	0.0	0.0	P/B	5.30	4.38	3.29	2.52
其它变动	-796.2	-676.5	105.7	147.4	P/S	5.42	4.92	4.17	3.48
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	12.10	10.50	8.33	6.35
现金净增加额	305.8	801.7	1,945.6	2,357.2					

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