

行业压力持续，估值历史低位

张裕 A (000869.SZ)

谨慎推荐

核心观点:

1. 事件

张裕 A 发布 2013 年中报。

2. 我们的分析与判断

(一) 2013 上半年主要经营数据

1H2013 收入、利润下滑超 15PCT，毛利率下降 6PCT，费用压缩减缓净利率下降(1.4PCT)。1H2013 年公司实现营业收入 25.39 亿元(yoy-15.71%)，归属净利润 7.41 亿元(yoy-19.60%)，EPS1.08 元。整体毛利率 70.08%(yoy-5.76PCT)，净利率 29.16%(yoy-1.41PCT)；销售费用率 23.01%(yoy-4.25PCT)，管理费用率 4.13%(yoy0.50PCT)，财务费用率-0.54%(yoy0PCT)。经营现金流净额 4.09 亿元(yoy-30%)。

第二季度收入及盈利水平均出现明显下降。单季度来看，2013 年第一、二季度收入降幅分别为 3.34%和 37.21%，对应毛利率 72.01、64.94%，同比下降 2.73、12.82PCT，净利率 30.87、24.6%，同比下降 0.73、4.2PCT。第二季度销售费用率同比下降 10PCT，部分有基数原因，环比下降 1.2PCT 幅度不大。前两季度单季销售费用率为 23.34、22.12%，同比下降 1.11、10.01PCT；三项费用率同比下降 1.66、7.21PCT。前两季度所得税率 25%，同环比均变化不大。

(二) 葡萄酒业务受冲击严重，销售结构去高端化

葡萄酒业务受宏观经济及进口冲击影响结构变化十分明显，白兰地香槟收入均保持正增长。分酒种而言，葡萄酒收入下滑 20%，毛利率下降 6PCT；分地区而言，东部仍为贡献收入主要地区，收入下滑 15%相对较小，但高端品种受影响较为严重，毛利率下降 6PCT。2013 年公司葡萄酒销售结构发生了高档产品占比下降，低档产品占比上升的变化。为了顺应市场变化，公司采取了压缩产品数量的措施，并加大了普通干红葡萄酒、白兰地和进口葡萄酒的营销力度，同时在调整酒店、商超传统渠道的同时，发展电子商务、团购销售渠道和张裕先锋酒庄联盟专卖店等新的营销体系。

目前陕西张裕瑞纳城堡酒庄、宁夏张裕摩赛尔十五世酒庄、新疆巴保男爵酒庄建设项目生产设施均已完工投产，并有少量产品进行试销。烟台丁洛特酒庄建设项目进度 65%左右。

3. 投资建议

预测 2013/14 EPS2.20/2.31 元，对应 PE 15/14 倍，行业竞争环境仍不乐观，鉴于当前估值处于历史低位，给予“谨慎推荐”评级。

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

董俊峰

☎: 010-66568780

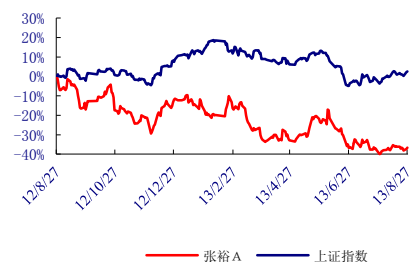
✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

市场数据 时间 2013.08.28

A 股收盘价(元)	32.08
A 股一年内最高价(元)	53.92
A 股一年内最低价(元)	30.96
上证指数	2101.30
市净率	3.72
总股本(万股)	68546.40
实际流通 A 股(万股)	45346.08
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	145.47

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

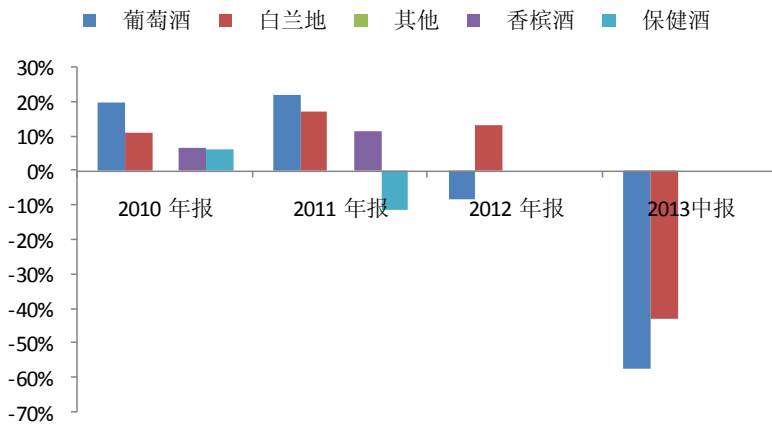
1. 食品饮料行业 2013 下半年投资策略: 关注屌丝成功逆袭概率 20130708
2. 葡萄酒行业: 产销压力更甚 20130826
3. 葡萄酒行业: 收入利润增速负值扩大, 行业景气度仍不乐观 20130731
4. 葡萄酒行业: 产销负增长, 压力愈显 20130703

表：2013 上半年，张裕 A 分产品、地区收入及毛利变化

(百万元)	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)	主营收入中占比
分行业							
酒及酒精饮料业	2534.40	757.92	70.09%	-15.56%	4.99%	-5.86%	100.00%
分产品							
葡萄酒	1945.80	529.72	72.78%	-19.90%	3.86%	-6.23%	76.78%
白兰地	490.04	169.00	65.51%	0.98%	-4.43%	1.95%	19.34%
香槟酒	20.16	12.64	37.31%	4.64%	38.97%	-15.49%	0.80%
其他	78.39	46.56	40.61%	16.08%	79.50%	-20.98%	3.09%
分地区							
东部地区	2159.56	637.71	70.47%	-15.33%	7.01%	-6.16%	85.21%
中部地区	254.71	83.14	67.36%	-17.13%	-2.23%	-4.97%	10.05%
西部地区	120.13	37.06	69.15%	-16.27%	-9.29%	-2.37%	4.74%

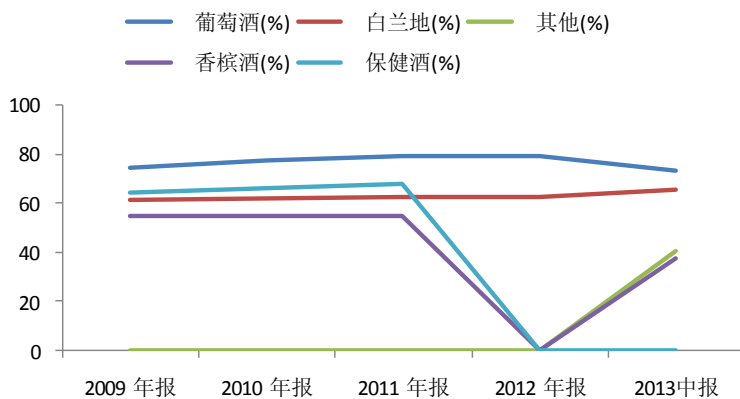
资料来源：公司公告，银河证券研究部整理

图 1：2010-2013 年中报，张裕 A 分产品收入增速趋势



资料来源：公司公告，银河证券研究部整理

图 2：2009-2013 年中报，张裕 A 分产品毛利率变化



资料来源：公司公告，银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn