本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

2013 年 08 月 29 日

刘荟
Liuhui@e-capital.com.cn

目标价(元) 35.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2013/8/29)	31.35
深证成指(2013/8/29)	8214.49
股价 12 个月高/低	52.89/31.12
总发行股数(百万)	685.46
A 股数(百万)	453.46
A 市值(亿元)	214.89
主要股东	烟台张裕集团有限公司(50.40%)
每股净值(元)	8.61
股价/账面净值	3.64

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-1.4	-27.1	-41.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-4-19	34.91	持有

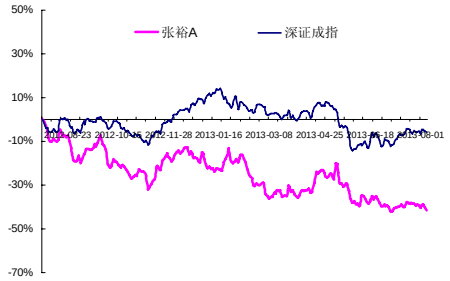
产品组合

葡萄酒	76.8%
白兰地	19.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.0%
社保	0.0%

股价相对大盘走势



张裕(000869/200869.SZ) Hold 持有

2013 年 1H 净利润 YOY -20%，遏制公款消费的负面影响仍在延续

结论与建议：

张裕 2013 年 1H 净利润 YOY -20%，随着中秋的临近，各省纪委相继发文要严查中秋公款送礼，预计今年销售较难有起色。2013、2014 年 A 股 PE 为 14.31 倍和 13.04 倍；B 股 PE 为 8.69 倍和 7.92 倍，估值合理，建议持有。

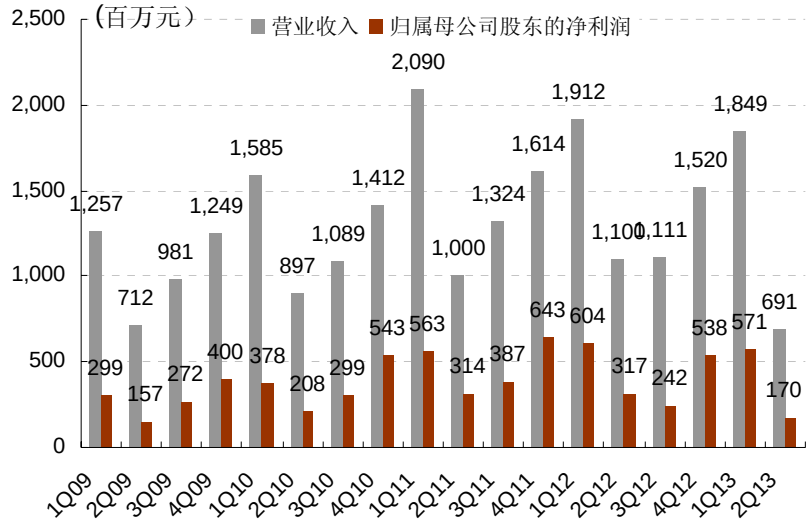
- 公司 2013 年 1H 实现营业收入 25.39 亿元，同比下降 15.71%，实现归属上市公司股东净利润 7.41 亿元，同比下降 19.60%，实现每股收益 1.40 元,低于我们的预期。
- 因三公消费锐减，高档产品受到巨大冲击，上半年酒庄酒销售同比下降 4 成，解百纳销售同比下降 2 成，产品结构中普通干红的占比扩大，上半年毛利率同比下降 5.7 个百分点。
- 2Q 单季营收同比下降 37.21%，净利润同比下降 46.37%，毛利率同比下降 12.9 个百分点，经营状况较 1Q 大幅恶化。为压低成本，公司 2Q 对销售人员进行大规模裁员，2Q 销售费用同比下降 10 个百分点，短期效果比较明显。
- 自建专卖店管道上半年开出门店 80 家，年初制定的目标是全年开 300 家，但由于终端需求大幅下降，预计开店目标较难完成。
- 随着中秋的临近，本应进入葡萄酒的消费旺季，但各省纪委相继发文要严查中秋公款送礼，预计今年销售较难有起色。公司之前的产品规划设计是针对高端市场，对公务消费的依赖达到 70%，短期很难依靠个人消费的增长走出困境。
- 公司表示下半年会通过大宗原料集中采购、简化产品包装等方式来降低成本，但是由于产品结构向中低端发展的趋势尚未改变，预计下半年毛利率依旧会同比下降。考虑到公司 2012 年 8 月爆发“农药超标”事件，2012 年 3Q 净利润同比下降 38%，基期较低，2013 全年利润降幅将有所收窄。
- 我们下调公司盈利预测约 10%，预计公司 2013、2014 年将实现净利润 15.02 亿元和 16.48 亿元，分别同比增长-11.72%和 9.76%，对应的 EPS 为 2.19 元和 2.40 元，目前股价对应的 A 股 PE 为 14.31 倍和 13.04 倍；B 股 PE 为 8.69 倍和 7.92 倍，估值相对合理，给予持有的投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013F	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1434	1907	1701	1502	1648
同比增减	%	27.22	32.98	-10.82	-11.72	9.76
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.09	2.78	2.48	2.19	2.40
同比增减	%	27.22	32.98	-10.82	-11.72	9.76
A 股市盈率(P/E)	X	14.98	11.27	12.63	14.31	13.04
B 股市盈率(P/E)	X	9.10	6.84	7.67	8.69	7.92
股利 (DPS)	RMB 元	1.40	1.52	1.10	1.00	1.00
股息率 (Yield)	%	-	4.85	3.51	3.19	3.19

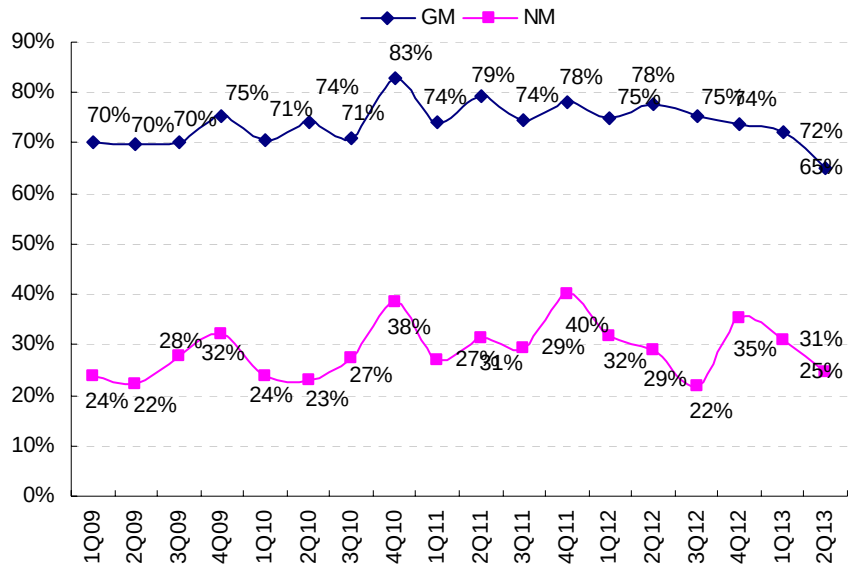
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图 1：公司营收及净利润情况 单位：百万元



资料来源：公司公告、群益证券

图 2：公司利润率情况 单位：%



资料来源：公司公告、群益证券

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
营业收入	4983	6028	5644	4961	5335
经营成本	1258	1439	1401	1452	1575
营业税金及附加	286	362	318	279	308
销售费用	1338	1503	1449	1080	1073
管理费用	218	235	254	202	207
财务费用	-29	-45	-20	-14	0
资产减值损失	5	14	3	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	1907	2518	2238	1962	2170
营业外收入	26	27	35	39	27
营业外支出	3	5	3	1	0
利润总额	1930	2540	2270	2000	2197
所得税	475	632	569	498	549
少数股东损益	20	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1434	1907	1701	1502	1648

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
货币资金	2490	2533	2227	2457	2942
应收账款	100	127	135	153	173
存货	1294	1756	2269	2722	3267
流动资产合计	4031	4641	4804	5525	6353
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	1188	1609	1824	2189	2627
在建工程	242	406	833	583	408
非流动资产合计	1953	2655	3319	3983	4780
资产总计	5983	7296	8123	9508	11133
流动负债合计	1882	2032	1989	2188	2407
非流动负债合计	106	114	74	82	90
负债合计	1987	2146	2064	2270	2497
少数股东权益	156	136	146	146	146
股东权益合计	3840	5014	5913	7091	8489
负债及股东权益合计	5983	7296	8123	9508	11133

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	1290	1506	1302	1126	1236
投资活动产生的现金流量净额	-1421	-510	-210	-310	-375
筹资活动产生的现金流量净额	-868	-738	-786	-587	-376
现金及现金等价物净增加额	-1000	258	306	229	485

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。