

张裕 A (000869)

—主动应变，抢占终端

投资评级 推荐 评级调整 评级不变 收盘价 25.80 元

投资要点：

近日，我们参加了张裕 A 股东大会，就行业的发展状况和公司经营现状与公司高管进行了交流。结论如下：

1、行业处于筑底过程。

自去年以来，三公消费严控背景下，整个酒类的消费环境发生了变化，三公消费引领白酒升级的盈利模式嘎然而止，酒类的消费氛围从之前的政务消费向大众消费切换。相对于白酒而言，葡萄酒行业除了面临酒类消费环境改变所带来的压力外，还深受低价、质优的进口葡萄酒冲击。因此，整个葡萄酒行业增速、盈利能力均出现下滑，其中龙头企业张裕也无法幸免。数据显示，2013 年张裕实现营收 43.2 亿元，同比下滑 23%；实现归属于母公司净利润 10.5 亿元，同比下滑 38%。我们认为，葡萄酒对政商务消费的依赖性同样较强，大众消费推广步伐不会因为行业政策（政策打压高价酒，其中白酒是打压主体）而加快，因此整个行业目前仍处于筑底过程。

2、主动应变，抢占终端。

在行业景气度下滑的背景下，公司主动应变。一方面，收购国外品牌(收购法国干邑市的富郎多公司，新增加了干邑白兰地业务，加快公司国际化步伐)，提升公司品牌高度；另一方面，加大直营店建设（目前，公司有 200 家专卖店，其中经销商自有 140 家，公司自建 60 家，公司计划到 2014 年底，自有专卖店数量将达 500 家，加上经销商自建的 150 家店，合计约 650 家。），缩短渠道环节，掌控终端。我们认为，公司直营店构建缩短了渠道环节，实现了产品与消费者无缝对接。但直营店的构建必将牵涉到经销商的利益，最终将呈现公司与经销商博弈（经销商是我国酒类销售的主力军，对于企业外围拓展起到了至关重要的作用）。因此，短期来看，这种模式能否成功还有待市场检验。同时，新的门店的自然放量也需要时间。综合来看，我们认同公司发力直营店建设战略，但短期内对公司业绩提升有限。

3、加快中低端市场布局，弥补市场布局短板。

2014 年，公司提出要巩固中高端市场地位，加快中低端市场布局，加快白兰地市场推广，加快销售模式的转变（直营店、网店等）经营。我们看好公司在葡萄酒行业的品牌地位（国外并购进一步提升了公司品牌地位）、产品品质以及未来在餐酒领域的市场份额的提升。预计，14/15/16 年公司实现归属于母公司所有者净利润分别为 942/978/1083 百万元，对应 14/15/16 年每股收益为 1.37/1.43/1.58 元，我们认为，公司 2014 年合理估值区间为 20-25 倍，对应目标价区间为 27.4-34.3 元，给予公司“推荐”投资评级。

发布时间：2014 年 5 月 28 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	
上证指数/深圳成指	2034.57/7260.12
50 日均成交额(百万元)	
市净率(倍)	
股息率	

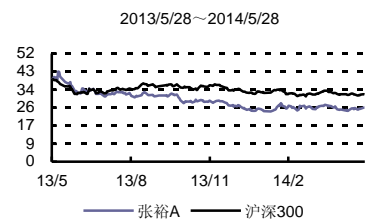
基础数据

流通股(百万股)	631.92
总股本(百万股)	631.92
流通市值(百万元)	
总市值(百万元)	
每股净资产(元)	9.82
净资产负债率	26.26%

股东信息

大股东名称	烟台张裕集团有限公司
持股比例	50.40%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-张裕 A 中报点评：行业发展的领跑者》，2010-8-14

联系方式

研究员：周家杏
 执业证书编号：S0020511030015
 电话：021-51097188-1920
 电邮：zhoujiaxing@gyzq.com.cn

联系人：赵喜娟
 电话：021-51097188-1952
 手机：18616810028
 电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号
 (230001)

表 1：公司利润表预测

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	4321	4330	4632	5209	
营业成本	1358	1482	1615	1832	
营业税金及附加	236	243	258	290	
营业费用	1141	1147	1240	1403	
管理费用	245	254	277	311	
财务费用	-19	-22	-30	-38	
资产减值损失	2	4	3	4	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	1357	1221	1269	1407	
营业外收入	42	37	39	39	
营业外支出	2	3	2	2	
利润总额	1397	1256	1305	1443	
所得税	349	314	326	361	
净利润	1048	942	978	1083	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1048	942	978	1083	
EBITDA	1488	1337	1409	1556	
EPS (元)	1.53	1.37	1.43	1.58	

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn