



**谨慎
买入**

19% ↑

目标价格: 人民币 34.00
原目标价格: 人民币 27.50

000869.CH

价格: 人民币 28.65

目标价格基础: 19倍 15年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

■ 2014 半年报分析

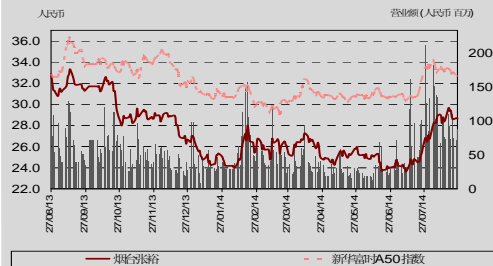
我们的观点有何不同?

- 营销体系改革完善以及产品销售重点突出导致收入企稳;
- 销售毛利率将有缓慢下滑过程, 尤其是西部酒庄的建成会增加折旧, 2015年或是毛利率考验最大的年份;
- 销售费用率环比或较难下降;
- 略提高全年预测, 维持谨慎买入。

主要催化剂/事件

- 后续季度毛利率和费用率继续表现正面。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.1	12.8	11.1	(12.0)
相对新华富时 A50 指数	5.9	12.0	5.0	(11.2)

发行股数(百万)	685.5
流通股(%)	49.6
流通股市值(人民币 百万)	9,740.7
3个月日均交易额(人民币 百万)	64
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
烟台张裕集团有限公司	50.40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 8 月 26 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

苏铖

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

张裕 A

适应产品结构变化, 营销模式优化调整, 收入开始回升

公司 2014 上半年实现营业收入 23.02 亿元, 同比下滑 9.35%; 归属于上市公司股东净利润 6.38 亿元, 同比下滑 13.85%, 收入下滑原因主要是中高价位红酒收入下滑, 尤其是酒庄酒下滑幅度较大。2 季度营收 7.93 亿元, 同比增长 14.86%, 净利润增长 6.23%。公司上半年综合毛利率同比下滑 2.85 个百分点, 主要是销售主体的葡萄酒销售结构下移所致, 但这一情况将从 2 季度开始得到明显改善, 原因是 2013 年 2 季度开始以酒庄酒和解百纳为代表的中高价位酒销量已经开始大幅下滑, 后续季度毛利率继续同比下降的空间预计不大。从经营性现金流的情况来看, 虽然有减少销售费用支出的影响, 但销售商品获得现金持续同收入较匹配, 现金流风险较小。值得注意的是, 在压缩高端酒营销收入的同时, 2 季度销售费用同比增长了 23.05%, 我们认为费用率环比继续下行空间非常有限。公司针对产品结构下行以及竞争的实际对经销模式进行了改革, 坚持经销模式, 扩大配送商和发展直供, 加强终端控制终端。我们认为随着渠道梳理和结构下移达到初步稳定, 公司全年较大概率实现正增长。我们预测公司 2014-15 年每股收益分别为 1.55 元和 1.74 元, 分别增长 1.4%和 12.2%, 基于增长拐点的判断, 我们以 2015 年 19 倍市盈率估值, 上调目标价至 34.00 元, 维持**谨慎买入**评级。

支撑评级的要点

- 作为国产红酒龙头企业, 其营销体系基础扎实, 因势而变, 调整较快, 营销体系围绕“优化经销商模式, 扩大配送商和直销”进行完善, 加强终端开拓和控制, 同产品结构调整匹配, 恢复进程优于竞争对手。
- 公司现金流稳健, 销售费用投放更有针对性, 毛利率由于产品结构和酒庄投产因素影响有一定压力, 销售费用率短期下降可能性较小。

评级面临的主要风险

- 经济和需求的波动; 产品过度丰富后的管理风险; 进口酒价格竞争。

估值

- 以 2015 年 19 倍市盈率估值, 目标价由 27.50 元上调至 34.00 元, 维持**谨慎买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	5,644	4,321	4,661	4,988	5,429
变动(%)	(6.4)	(23.4)	7.9	7.0	8.8
净利润(人民币 百万)	1,701	1,048	1,063	1,193	1,312
全面摊薄每股收益(人民币)	2.48	1.53	1.55	1.74	1.91
变动(%)	(10.8)	(38.4)	1.4	12.2	10.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.38	1.50	1.69
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.37	1.46	1.57
调整幅度(%)	-	-	13.7	19.6	22.0
核心每股收益(人民币)	2.48	1.53	1.55	1.74	1.91
变动(%)	(10.8)	(38.4)	1.4	12.2	10.0
全面摊薄市盈率(倍)	11.5	18.7	18.5	16.5	15.0
核心市盈率(倍)	11.5	18.7	18.5	16.5	15.0
每股现金流量(人民币)	1.90	1.07	1.65	2.05	2.42
价格/每股现金流量(倍)	15.1	26.7	17.4	14.0	11.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.4	12.4	11.7	11.2	9.7
每股股息(人民币)	1.10	0.50	0.54	0.52	0.57
股息率(%)	3.84	1.75	1.90	1.82	2.00

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 公司 2014 年半年度和 2014 年 1 季度利润表分析

(人民币, 百万)	2013 年 1-6 月	2014 年 1-6 月	同比变动(%)	2013 年 4-6 月	2014 年 4-6 月	同比变动(%)
营业总收入	2,539.38	2,301.99	(9.35)	690.81	793.47	14.86
营业收入	2,539.38	2,301.99	(9.35)	690.81	793.47	14.86
营业总成本	1,558.86	1,462.95	(6.15)	466.35	559.94	20.07
营业成本	759.69	754.30	(0.71)	242.23	285.24	17.76
营业税金及附加	123.60	132.44	7.15	37.39	43.43	16.15
销售费用	584.28	486.48	(16.74)	152.82	188.04	23.05
管理费用	104.90	103.98	(0.87)	37.06	45.83	23.69
财务费用	(13.61)	(14.25)	4.76	(3.15)	(2.61)	(17.24)
资产减值损失	0.00	0.00		0.00	0.00	
其他经营收益	0.00	0.00		0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00		0.00	0.00	
营业利润	980.51	839.04	(14.43)	224.47	233.54	4.04
加: 营业外收入	5.68	9.44	66.41	2.20	6.03	174.13
减: 营业外支出	1.14	0.21	(81.96)	0.72	0.20	(72.54)
利润总额	985.05	848.28	(13.88)	225.94	239.36	5.94
减: 所得税	244.48	210.24	(14.00)	56.00	58.85	5.07
	0.00	0.00		0.00	0.00	
净利润	740.57	638.04	(13.85)	169.94	180.52	6.23
减: 少数股东损益	0.00	0.00		0.00	0.00	
归属于母公司股东的净利润	740.57	638.04	(13.85)	169.94	180.52	6.23
每股收益(元)	1.08	0.93		0.25	0.26	
盈利能力(%)			百分点变动			百分点变动
毛利率	70.08	67.23	(2.85)	64.94	64.05	(0.88)
经营利润率	38.61	36.45	(2.16)	32.49	29.43	(3.06)
税前利润率	38.79	36.85	(1.94)	32.71	30.17	(2.54)
净利率	29.16	27.72	(1.45)	24.60	22.75	(1.85)

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	5,644	4,321	4,661	4,988	5,429
销售成本	(1,401)	(1,358)	(1,602)	(1,824)	(1,982)
经营费用	(2,025)	(1,625)	(1,700)	(1,824)	(1,985)
息税折旧前利润	2,377	1,507	1,577	1,620	1,773
折旧及摊销	(159)	(169)	(219)	(280)	(311)
经营利润(息税前利润)	2,218	1,338	1,358	1,340	1,462
净利息收入/(费用)	20	19	33	37	55
其他收益/(损失)	32	40	28	28	28
税前利润	2,270	1,397	1,419	1,405	1,545
所得税	(569)	(349)	(356)	(212)	(233)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,701	1,048	1,063	1,193	1,312
核心净利润	1,701	1,048	1,063	1,193	1,312
每股收益(人民币)	2.48	1.53	1.55	1.74	1.91
核心每股收益(人民币)	2.48	1.53	1.55	1.74	1.91
每股股息(人民币)	1.10	0.50	0.54	0.52	0.57
收入增长(%)	(6.37)	(23.44)	7.87	7.01	8.85
息税前利润增长(%)	(10.33)	(39.66)	1.52	(1.38)	9.12
息税折旧前利润增长(%)	(8.41)	(36.98)	5.91	2.72	9.42
每股收益增长(%)	(10.82)	(38.38)	1.45	12.22	9.98
核心每股收益增长(%)	(10.82)	(38.38)	1.45	12.22	9.98

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,270	1,397	1,419	1,405	1,545
折旧与摊销	145	151	219	280	311
净利息费用	(26)	(22)	(33)	(37)	(55)
运营资本变动	(543)	(464)	(163)	(76)	26
税金	(569)	(349)	(356)	(212)	(233)
其他经营现金流	25	21	45	43	61
经营活动产生的现金流	1,302	735	1,132	1,404	1,656
购买固定资产净值	(870)	(962)	(800)	(640)	(512)
投资减少/增加	49	34	0	0	0
其他投资现金流	611	368	0	0	0
投资活动产生的现金流	(210)	(560)	(800)	(640)	(512)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	40	32	26
支付股息	(754)	(343)	(372)	(358)	(394)
其他融资现金流	(32)	(438)	(1)	9	33
融资活动产生的现金流	(786)	(781)	(333)	(317)	(335)
现金变动	(305)	(860)	(1)	447	809
期初现金	2,533	2,227	1,368	1,367	1,814
公司自由现金流	1,092	175	332	764	1,144
权益自由现金流	1,112	194	404	833	1,224

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	2,227	1,368	1,367	1,814	2,623
应收帐款	228	257	65	70	76
库存	2,269	2,121	2,243	2,371	2,378
其他流动资产	80	154	119	124	130
流动资产总计	4,804	3,899	3,794	4,379	5,207
固定资产	1,824	1,918	3,530	3,895	4,166
无形资产	278	296	285	273	262
其他长期资产	1,217	1,888	865	865	801
长期资产总计	3,319	4,102	4,679	5,033	5,228
总资产	8,123	8,002	8,473	9,413	10,436
应付帐款	325	258	224	237	238
短期债务	0	243	207	176	149
其他流动负债	1,664	1,036	843	930	1,030
流动负债总计	1,989	1,537	1,274	1,343	1,417
长期借款	0	0	40	72	98
其他长期负债	74	94	97	100	105
股本	685	685	685	685	685
储备	5,228	5,523	6,214	7,049	7,968
股东权益	5,913	6,208	6,899	7,735	8,653
少数股东权益	146	163	163	163	163
总负债及权益	8,123	8,002	8,473	9,413	10,436
每股帐面价值(人民币)	8.63	9.06	10.07	11.28	12.62
每股有形资产(人民币)	8.22	8.61	9.63	10.87	12.22
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.03)	(1.64)	(1.63)	(2.29)	(3.47)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	42.12	34.88	33.84	32.48	32.65
息税前利润率(%)	39.30	30.97	29.15	26.86	26.93
税前利润率(%)	40.23	32.33	30.45	28.17	28.46
净利率(%)	30.14	24.26	22.81	23.92	24.17
流动性					
流动比率(倍)	2.41	2.54	2.98	3.26	3.67
利息覆盖率(倍)	(111.3)	(71.56)	(41.72)	(36.44)	(26.62)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.27	1.16	1.22	1.50	2.00
估值					
市盈率(倍)	11.55	18.74	18.47	16.46	14.96
核心业务市盈率(倍)	11.55	18.74	18.47	16.46	14.96
目标价对应核心业务市盈率(倍)	13.70	22.23	21.92	19.53	17.76
市净率(倍)	3.24	3.08	2.78	2.49	2.23
价格/现金流(倍)	15.08	26.72	17.35	13.99	11.86
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.37	12.43	11.74	11.15	9.74
周转率					
存货周转天数	146.72	179.18	175.65	173.53	159.91
应收帐款周转天数	8.75	14.96	3.29	3.29	3.29
应付帐款周转天数	84.64	69.38	51.10	47.45	43.80
回报率					
股息支付率(%)	44.33	32.70	35.00	30.00	30.00
净资产收益率(%)	28.07	16.45	15.06	15.11	14.89
资产收益率(%)	20.94	13.10	12.55	12.68	12.58
已运用资本收益率(%)	26.78	15.17	13.94	12.34	12.10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371