

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2014年8月27日

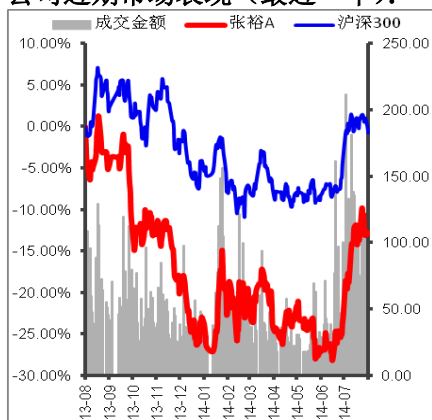
市场数据：2014年8月26日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 28.65 |
| 一年内最高/最低(元) | 33.65/23.46 |
| 市净率 | 4.8 |
| 市盈率 | 17.9 |
| 流通A股市值(百万元) | 12,991 |

基础数据：2014年6月30日

| | |
|--------------|----------|
| 每股收益(元) | 0.93 |
| 营业收入(百万元) | 2,301.99 |
| 净利润(百万元) | 638.04 |
| 总股本/流通A股(百万) | 685/453 |
| 流通B股/H股(百万) | 232/- |

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

张裕 A (000869)

增持

销售回暖, 增速转正, 期待旺季表现

上调评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

| | 营业收入 | 增长率 | 净利润 | 增长率 | 每股收益 | 销售利润率 | 净资产收益率 | 市盈率 |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|------|
| 2013A | 4,321 | -23.4 | 1,048 | -38.4 | 1.53 | 24.3 | 16.5 | 18.7 |
| 2014E | 4,320 | 0.0 | 1,100 | 4.9 | 1.60 | 25.5 | 19.8 | 17.9 |
| 2015E | 4,673 | 8.2 | 1,212 | 10.2 | 1.77 | 25.9 | 23.8 | 16.2 |
| 2016E | 5,311 | 13.7 | 1,402 | 15.6 | 2.05 | 26.4 | 28.2 | 14.0 |

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩符合预期。**2014年上半年公司共实现营业收入230,199.02万元,同比减少9.35%;实现归属于母公司净利润63,804.13万元,同比减少13.85%;每股收益0.93元。业绩符合预期。

● **销售状况向好, 业绩增速再度转正。**随着高端政务消费缩减的边际影响逐步递减、进口酒冲击相对减弱以及中低端产品渠道库存消化充分,二季度公司销售状况明显向好,带动收入、利润增速再度由负转正,一扫连续7个季度负增长的颓势,其中中低端普通干红系列销售回暖成为带动业绩向好的最主要原因。未来,随着葡萄酒消费旺季到来,预计公司销售向好趋势有望持续,在上年低基数基础上业绩增速或将进一步提升。

● **产品结构下移, 毛利率持续下降。**在高端需求不振背景下,公司持续实施“稳步发展中高档葡萄酒,大力发展低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒”的经营战略,将营销资源向适应市场需求的低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒进行倾斜,相关产品销售占比持续提升,使得公司产品结构有所下移,毛利率持续下降,至二季度已降至67.23%,相比上年同期下降2.85个百分点。未来,预计在中低端产品销量提升背景下,毛利率低位趋势应将持续。

● **进一步完善销售体系, 推进营销模式创新。**近期公司完成了对销售队伍各层级人员的整顿和调整,增加了地级市经理人员设置,通过强化分级管理、完善绩效考核办法提升营销人员的积极性,并成立了中小酒店直供管理及兰州、银川和咸阳三个直供公司,销售体系进一步完善。此外,公司先后完成了SAP一期和二期项目,SAP系统已于报告期内全面上线运行,信息化管理水平进一步提高,将对直销及电商销售渠道形成支撑。

● **投资建议:**我们预计公司2014-2016年的EPS分别为1.60、1.77、2.05元,对应动态市盈率分别为17.9、16.2、14.0倍,上调至“增持”评级。

公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

表 1: 张裕 A 单季利润表

| 单位：百万元 | 12Q3 | 12Q4 | 13Q1 | 13Q2 | 13Q3 | 13Q4 | 14Q1 | 14Q2 | 同比变化 |
|------------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|----------------|
| 一、营业总收入 | 1,111 | 1,520 | 1,849 | 691 | 809 | 972 | 1,509 | 793 | (16.05) |
| 营业收入 | 1,111 | 1,520 | 1,849 | 691 | 809 | 972 | 1,509 | 793 | (16.05) |
| 二、营业总成本 | 794 | 820 | 1,093 | 466 | 642 | 763 | 903 | 560 | (1.31) |
| 营业成本 | 276 | 397 | 517 | 242 | 266 | 332 | 469 | 285 | (18.49) |
| 营业税金及附加 | 69 | 99 | 86 | 37 | 50 | 63 | 89 | 43 | (25.19) |
| 销售费用 | 413 | 215 | 431 | 153 | 286 | 271 | 298 | 188 | 16.08 |
| 管理费用 | 39 | 106 | 68 | 37 | 44 | 97 | 58 | 46 | 40.28 |
| 财务费用 | -3 | -1 | -10 | -3 | -3 | -2 | -12 | -3 | (72.20) |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 三、其他经营收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 四、营业利润 | 317 | 700 | 756 | 224 | 167 | 209 | 606 | 234 | (38.88) |
| 加：营业外收入 | 5 | 22 | 3 | 2 | 4 | 33 | 3 | 6 | (26.38) |
| 减：营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | (1.98) |
| 五、利润总额 | 322 | 721 | 759 | 226 | 171 | 241 | 609 | 239 | (38.76) |
| 减：所得税 | 80 | 183 | 188 | 56 | 42 | 62 | 151 | 59 | (41.15) |
| 六、净利润 | 242 | 538 | 571 | 170 | 128 | 179 | 458 | 181 | (37.93) |
| 减：少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | (100.00) |
| 归属于母公司所有者净利润 | 242 | 538 | 571 | 170 | 128 | 179 | 458 | 181 | (37.53) |
| 七、每股收益： | 0.35 | 0.79 | 0.83 | 0.25 | 0.19 | 0.26 | 0.67 | 0.26 | (51.95) |
| 收入增长率(%) | -16.05 | -5.84 | -3.34 | -37.21 | -27.19 | -36.01 | -18.40 | 14.86 | (37.62) |
| 毛利率(%) | 75.14 | 73.87 | 72.01 | 64.94 | 67.13 | 65.83 | 68.91 | 64.05 | 0.75 |
| 营业利润率(%) | 28.55 | 46.04 | 40.90 | 32.49 | 20.63 | 21.54 | 40.14 | 29.43 | (10.67) |
| 净利率(%) | 21.74 | 35.41 | 30.87 | 24.60 | 15.85 | 18.45 | 30.33 | 22.75 | (7.66) |
| 销售费用率(%) | 37.13 | 14.18 | 23.34 | 22.12 | 35.29 | 27.87 | 19.78 | 23.70 | 10.28 |
| 管理费用率(%) | 3.49 | 6.99 | 3.67 | 5.36 | 5.42 | 9.95 | 3.85 | 5.78 | 1.40 |
| 归属于母公司净利润增长率(%) | -37.53 | -16.36 | -5.57 | -46.37 | -46.94 | -66.66 | -19.82 | 6.23 | (66.97) |

资料来源：公司公告 山西证券研究所



➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

| 单位：百万元 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 一、营业总收入 | 4,320.95 | 4,319.86 | 4,672.82 | 5,310.80 |
| 营业收入 | 4,320.95 | 4,319.86 | 4,672.82 | 5,310.80 |
| 二、营业总成本 | 2,964.08 | 2,876.06 | 3,079.36 | 3,464.71 |
| 营业成本 | 1,357.90 | 1,441.86 | 1,532.66 | 1,712.15 |
| 营业税金及附加 | 236.39 | 228.95 | 242.99 | 270.85 |
| 销售费用 | 1,140.84 | 1,036.77 | 1,121.48 | 1,274.59 |
| 管理费用 | 245.50 | 194.39 | 210.28 | 238.99 |
| 财务费用 | -18.70 | -28.08 | -30.37 | -34.52 |
| 资产减值损失 | 2.15 | 2.16 | 2.34 | 2.66 |
| 三、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 |
| 四、营业利润 | 1,356.87 | 1,443.80 | 1,593.46 | 1,846.08 |
| 加：营业外收入 | 42.11 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 减：营业外支出 | 1.87 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 五、利润总额 | 1,397.11 | 1,464.80 | 1,614.46 | 1,867.08 |
| 减：所得税 | 348.92 | 364.74 | 402.00 | 464.90 |
| 六、净利润 | 1,048.19 | 1,100.07 | 1,212.46 | 1,402.18 |
| 减：少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1,048.19 | 1,100.07 | 1,212.46 | 1,402.18 |
| 七、每股收益： | 1.53 | 1.60 | 1.77 | 2.05 |
| 净利润增长率(%) | -38.38 | 4.95 | 10.22 | 15.65 |

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。