

张裕 A (000869.SZ)
收入增速持续转正，恢复低速增长

 评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

32.4

分析师

食品饮料团队成员

王颖华

胡彦超

S0740513120001

黄文婧

021-20315161

wyh@r.qlzq.com.cn

2014年10月29日

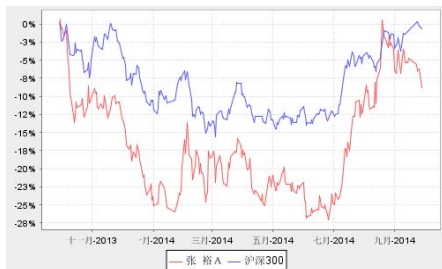
基本状况

总股本(百万股)	685.46
流通股本(百万股)	453.46
市价(元)	29.54
市值(百万元)	20248.61
流通市值(百万元)	13395.23

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,643.5	4,320.9	4,157.3	4,257.6	4,735.4
营业收入增速	-6.37%	-23.44%	-3.79%	2.41%	11.22%
净利润增长率	-10.82%	-38.38%	2.01%	3.60%	14.96%
摊薄每股收益(元)	2.48	1.53	1.56	1.62	1.86
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	18.94	17.66	20.03	19.33	16.81
PEG	—	—	9.94	5.36	1.12
每股净资产(元)	8.63	9.06	10.12	11.33	12.79
每股现金流量(元)	1.90	1.07	1.63	2.06	2.39
净资产收益率	28.77%	16.88%	15.42%	14.26%	14.53%
市净率	5.45	2.98	3.09	2.76	2.44
总股本(百万元)	685.46	685.46	685.46	685.46	685.46

备注：市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- **2014年三季报：**张裕前三季度营业收入为 31.93 亿元，较上年同期减 4.66%，归属于母公司所有者的净利润为 7.99 亿元，较上年同期减 8.03%。基本每股收益为 1.17 元，较上年同期减 7.87%。单季度看，营业收入为 8.91 亿元，较上年同期增 10.06%；归属于母公司所有者的净利润为 1.61 亿元，较上年同期增 25.55%；基本每股收益为 0.23 元。
- 本季度，是张裕业绩多年下滑业绩触底后，第二个单季的收入、利润正增长。
- 我们明显看到了公司对于盈利的重视和对于销售推进的力度开始加大：单季度营收帐款增长 25%，预收款增长 37%，远高于收入增速。但利润大于收入增速，还得益于销售费用的下降，公司单季度销售费用率 30%，同比下降 5 个百分点。同时，因为产品结构的调整，大众餐酒较之高端产品更畅销，公司单季度毛利率 66.7%，同比下降 0.5 个百分点。
- **我们认为，公司正在通过调整策略逐渐走出低谷，但是否能恢复到较好的增速，还需要跟踪公司的政策和销售回复情况。**
- 我们认为，张裕的之前失利来自于战略资源投入方向与行业增长极间的错位。具体说，就是行业增长极从高端向高性价比大众餐酒转移（因为进口、电商、反腐等原因），而在这个过程中，张裕却把最多的资本投入、新品开发、渠道建设集中在高端如酒庄酒市场，导致了市场份额的下降和品牌话语权的削弱。主要表现在主流餐酒产品性价比竞争力不够、渠道利润空间不足，引发的渠道扩张销售意愿减弱。
- 随着张裕的品牌策略调整到位，资源逐渐向中低档大众餐酒市场转移和侧重：餐酒子品牌推出和新品的丰富、大流通渠道的梳理和细化，张裕将依托其精细的管理、强大的渠道、新疆巨大的高性价比葡萄基

地资源、悠久的历史品牌影响力，重归成长。这一过程正在推进，我们认为 2-3 年内可以看到明显效果。

- **1、餐酒产品线梳理和投入。**公司计划梳理、优化餐酒产品线。年初的成都糖酒会上，张裕表示即将推出 17 个系列共 50 余款时尚葡萄酒新品，以满足年轻消费者不同口味偏好的需求，8 月公司正式推出醉诗仙品牌，首款产品定价在 68 元，价格带覆盖 30-60 元的大众餐酒市场，大有做强餐酒系列之势。我们认为，有贴近市场、性价比高的好产品，是张裕再次腾飞的基础，也是迈出的第一步。
- **2、大流通渠道的梳理和扁平化。**公司之前销售体系大多依靠经销商，近年来在缩减层级、贴近消费者、增加终端掌控力方面做了长足的努力：如，在大型商超推广 A 类直供模式，压缩层级增加渠道盈利空间，如，积极强化终端掌控和开发力度，将经销商职能转变为配送商，强化终端覆盖和管理，如，在旗舰店建设上加大投入，建立以承包模式为主的张裕直营专卖网络。这些都为渠道扁平打下基础。我们认为，占比 20% 的直供半直供 KA 渠道、处于试探期的旗舰店渠道改革，都处于张裕的增量渠道，而其核心利益所在的庞大的经销商体系的产品结构调整、盈利水平的提升、销售动力增强，是影响公司销售恢复弹性、可持续性的核心和关键，也是大餐酒战略得以执行效果的决定力量，我们期待经销商体系活力的恢复。
- **我们认为：张裕现在的变革思路清晰——围绕着餐酒增长点，酝酿新的突破：从品牌打造、产品性价比提升、渠道效率提升等诸多方面进行推进。**虽然由于阶段性的战略调整，公司近三年增速还处于由负转正、缓慢恢复阶段，但长期来看，待其战略调整完成，仍然将恢复较高的稳定成长性，具有长期投资价值。
- 公司 2014-2016 年的收入 41.57 亿、42.58 亿、47.35 亿，EPS 为 1.56、1.62、1.86，盈利增速 2%、4%、15%，考虑到张裕作为行业龙头长期增长的稳定性，我们按照 2015 年的 EPS，给予龙头消费品公司 20 倍 PE 估值，给予公司目标价 32.4 元。维持“增持”评级。
- **催化剂：**1、2014 年渠道过剩存货的消化，使得张裕销售开始见底回升，出现估值修复行情，2、未来三年，市场都将观察公司战略改进的效果，公司新产品渠道和消费者的接受程度超预期、报表业绩超预期增长、国家在上游种植方面的支持政策出台或张裕对于上游种植成本和产品的优化，都将成为股价的催化剂，提升市场信心和公司估值水平。
- **风险提示：**1、由于公司转型的力度和投入不足，导致转型的速度和效果不达预期；2、公司产品结构调整，性价比提升可能伴随着毛利率的下降；3、公司在餐酒产品方面提升性价比的努力由于涉及上游种植业，可能因为产业链条过长，导致进度较慢，影响餐酒产品的性价比，从而在和进口产品竞争方面竞争力的不确定；3、公司在酒庄和工业园方面的建设需要大量的固定资产投入，对现金需求大，现金需求和财务费用存在不确定性；4、董事长近 70 岁，未来三年可能面临领导班子更迭对战略决策变化带来的调整。
- **相关报告：《葡萄酒行业深度报告：进口酒冲击仍将存在，最严峻时候或已过去》、《张裕 A：转型方向已定，期待大众餐酒突围》。**

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。