

2015年08月28日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

40.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2015/8/27)	33.99
深证成指(2015/8/27)	10254.35
股价 12 个月高/低	57.1/28.64
总发行股数(百万)	685.46
A 股数(百万)	453.46
A 市值(亿元)	154.13
主要股东	烟台张裕集团有限公司 (50.40%)
每股净值(元)	10.30
股价/账面净值	3.30
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-12.2 -37.9 14.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-04-30	44.62	买入

产品组合

葡萄酒	79.7%
白兰地	20.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.1%
一般法人	76.2%

股价相对大盘走势



张裕 A(000869.SZ)

Buy 买入

2015H1 净利润同比增长 17%，超预期

结论与建议：

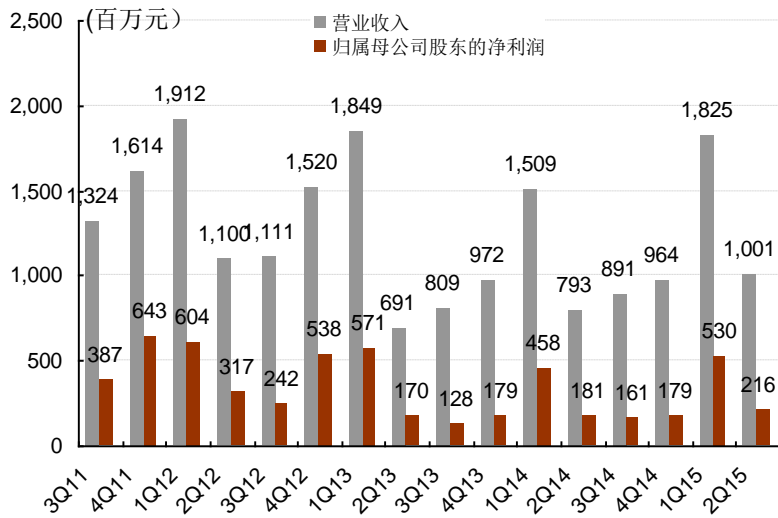
受益于销量增加，张裕 2015 年上半年营收增 23%，纯利同比增 23%，业绩延续了增长态势，好于预期。我们认为葡萄酒行业见底迹象明显。目前公司股价对应 2016 年动态 P/E 为 18 倍，维持买入评级。

- 由于葡萄酒销量增加，特别是中档酒类销量增加，2015 年上半年公司实现营业收入 28.26 亿元，同比增长 23%；实现归属上市公司净利润 7.46 亿元，同比增长 17%，基本每股收益 1.09 元。好于预期。主要原因是酒庄消费需求在部分地区出现温和复苏，加上适合大众消费的中低档葡萄酒增长较快。
- 分季度看，2015Q2 单季度实现营业收入 10 亿元，同比增长 16%，Q2 净利润 2.16 亿元，同比增长 20%。二季度业绩延续自 2014 年下半年以来的增长态势。
- 2015 年上半年，国内葡萄酒产量累计 49 万千升，同比下降 8.6%，表明行业竞争仍激烈。我们认为，由于国内高档葡萄酒消费在未来较长时间内很可能将继续受到制约，进口葡萄酒将持续进入中国市场，加之电子商务等新兴渠道对传统销售渠道造成较大冲击，国内葡萄酒行业在未来较长时间内竞争都将十分激烈，高档葡萄酒消费可能会继续保持疲软。
- 公司的主要应对策略包括：（1）加大对解百纳、醉诗仙、贵馥酒等中低品牌媒体宣传和市场推广力度，提高中低档产品的市场占有率；（2）加强主要生产成本和费用控制，进一步压缩生产成本。
- 同日，公司公告，拟以 2,625 万欧元的价格现金收购收购西班牙爱欧集团 75% 股权。爱欧集团年生产能力 1.6 万吨，产品 55% 的销售额来自于出口。爱欧集团 2014 年实现净利润 137 万欧元（YOY+17%），在未计入任何协同效应可能产生潜在销售的情况下，公司预计 2015 年和 2015 年爱欧集团实现净利润 193 万欧元（YOY+41%）和 278 万欧元（YOY+44%）。
- 综上，考虑到公司业绩从 2014 年下半年开始增长，基期较高，预估全年增速将慢于上半年。假设 2016 年爱欧集团并表，则对方约贡献 1500 万元人民币（以欧元汇率 7.25 计算）的税前利润，占比较小。我们预计 2015、2016 年将实现净利润 11.14 亿元和 12.51 亿元，分别同比增长 13.9% 和增长 12.51%，对应的 EPS 为 1.62 元和 1.82 元。

..... 接续下页

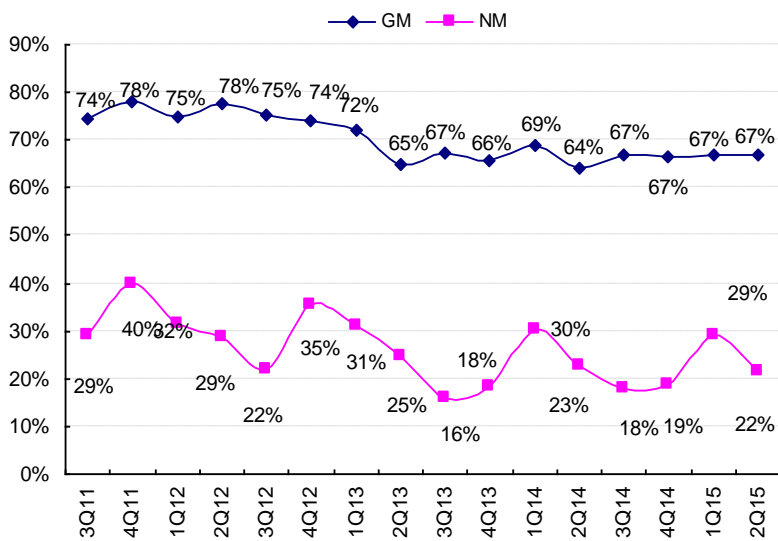
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1907	1701	1048	978	1114	1251
同比增减	%	32.98	-10.82	-38.38	-6.72	13.91	12.30
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.78	2.48	1.53	1.43	1.62	1.82
同比增减	%	32.98	-10.82	-38.38	-6.72	13.91	12.30
市盈率(P/E)	X	12.22	13.70	22.23	23.84	20.93	18.33
股利 (DPS)	RMB 元	10.18	11.42	18.53	19.86	17.44	15.53
股息率 (Yield)	%	1.52	1.10	0.50	0.44	0.49	0.55

图 1：张裕 A 分季度营收和净利润变动表 单位：百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

图 2：张裕 A 分季度毛利率和净利润率变动表 单位：%



数据来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

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

附一：合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	5644	4321	4157	4448	4757
经营成本	1401	1358	1372	1411	1451
营业税金及附加	318	236	269	263	281
销售费用	1449	1141	1006	1081	1156
管理费用	254	245	257	243	225
财务费用	-20	-19	-17	-6	3
资产减值损失	3	2	2	0	0
投资收益	0			0	0
营业利润	2238	1357	1267	1457	1641
营业外收入	35	42	44	26	27
营业外支出	3	2	8	0	0
利润总额	2270	1397	1303	1482	1668
所得税	569	349	325	368	417
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1701	1048	978	1114	1251

附二：合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	2227	1368	1145	1148	1396
应收账款	135	177	146	160	179
存货	2269	2121	2087	2171	2301
流动资产合计	4804	3899	3589	3231	2843
长期股权投资	5			0	0
固定资产	1824	1918	2533	2786	3037
在建工程	833	1424	1700	2041	2347
非流动资产合计	3319	4102	5323	6920	8650
资产总计	8123	8002	8912	10150	11492
流动负债合计	1989	1537	1615	1712	1832
非流动负债合计	74	94	294	367	441
负债合计	2064	1631	1909	2079	2273
少数股东权益	146	163	163	164	168
股东权益合计	5913	6371	7003	7906	9052
负债及股东权益合计	8123	8002	8912	10150	11492

附三：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	1302	735	1070	1120	1250
投资活动产生的现金流量净额	-210	(560)	(983)	(1010)	(850)
筹资活动产生的现金流量净额	-786	(781)	(76)	(107)	(152)
现金及现金等价物净增加额	306	(606)	4	3	248

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益证券(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)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @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j @。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。