

张裕A (000869)

渠道、产品下沉效果超预期，收购助推进口酒业务

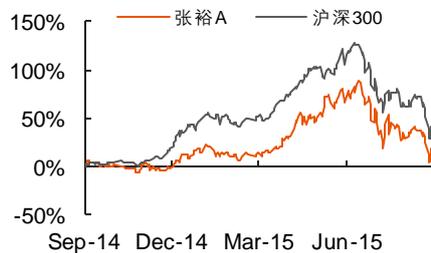
推荐 (上调)

现价: 35.83 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.changyu.com.cn
大股东/持股	烟台张裕集团有限公司 /50.40%
实际控制人/持股	/33.85%
总股本(百万股)	685
流通 A 股(百万股)	453
流通 B/H 股(百万股)	232
总市值 (亿元)	245.60
流通 A 股市值(亿元)	162.47
每股净资产(元)	11.06
资产负债率(%)	17.40

行情走势图



研究助理

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@pingan.com.cn

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

证券分析师

张宇光 一般从业资格编号
S1060113090015
0755-22627694
ZHANGYUGUANG467@pingan.com.cn

王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013
0755-22626689
WANGQIAOYI597@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

8月29日张裕公布中报, 1H15实现营收28.3亿元, 同比增22.8%, 归母净利7.46亿元, 同比增16.9%, EPS1.09元; 2Q15营收10亿元, 同比增26.1%, 归母净利2.16亿元, 同比增19.6%, EPS0.31元。同时公司公告以2625万欧元收购Dicot Partners, S.L公司(以下简称“爱欧集团”)75%的股权, 爱欧集团14年营收、净利分别为3593万、137万欧元。

平安观点:

■ 2Q15 营收、净利增速均显著高于我们预期的持平, 可能源于产品和渠道下沉效果好于预期、2Q13 及 2Q14 持续低基数和 2Q15 预收款环比 1Q15 大减 1.3 亿, 而 2Q14 环比 1Q14 增 0.68 亿。

■ 葡萄酒 1H15 营收增 24.8%源于渠道和产品结构下沉、进口葡萄酒增长。葡萄酒行业稳定增长背景下, 张裕力推渠道向 3、4 线城市下沉, 产品上主推 100 元以下产品, 解百纳和普通干红产品增速领先。连续两年调整后, 酒庄酒企稳回升。1H15 张裕进口酒收入估计规模约 2 亿元, 同比增约 50%, 占当期营收约 7%, 未来仍可能快速增长。

■ 进口酒量、价压力仍存, 收购爱欧集团助推张裕进口酒业务。15 年前 7 个月, 中国进口葡萄酒量同比增长 44%, 均价下跌 16.4%。随着 13、14 年进口酒库存去化完成, 进口酒再次出现高增长, 我们预计进口酒价格带和渠道可能进一步下沉, 国产品牌可能持续受压。收购爱欧集团是张裕进口酒战略的落地, 不排除今后仍有收购。

■ 行业向好, 经营企稳, 升级至“推荐”。考虑营收增速超预期, 上调 15-16 年业绩预测 12%、13%, 预计 15-17 年 EPS 为 1.64、1.78 元和 1.97 元, 同比+15%、+8%和+11%, 动态 PE 为 22、20 和 18 倍。葡萄酒行业增长前景仍然乐观, 虽进口酒持续挤压国产品牌, 但张裕产品、渠道下沉效果明显, 估值有吸引力, 加之有持续并购预期, 上调评级至“推荐”。

■ 风险提示: 进口酒对国产品牌冲击超出预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,321	4,157	5,008	5,464	6,011
YoY (%)	-23.4	-3.8	20.5	9.1	10.0
净利润(百万元)	1,048	978	1,126	1,218	1,351
YoY (%)	-38.4	-6.7	15.2	8.2	10.9
毛利率 (%)	68.6	67.0	66.8	66.8	66.8
净利率 (%)	24.3	23.5	22.5	22.3	22.5
ROE (%)	17.3	15.0	15.9	15.7	15.7
EPS(摊薄/元)	1.53	1.43	1.64	1.78	1.97
P/E(倍)	23.4	25.1	21.8	20.2	18.2
P/B(倍)	3.6	3.6	3.4	3.0	2.7

图表1 中报快读： 2Q15收入增26.1%，净利增19.6%，超出我们预期 单位：百万元，元/股

	2Q14	2Q15	同比变化	1H14	1H15	同比变化	
营业收入	793	1,001	26.1%	2,302	2,826	22.8%	估计解百纳、中低档、酒庄酒全面增长
营业成本	285	330	15.7%	754	933	23.6%	
毛利率	64.1%	67.0%	3.0%	67.2%	67.0%	-0.2%	2Q15 产品结构高于 2Q14
毛利	508	670	31.9%	1,548	1,893	22.3%	
营业税金及附加	43	50	16.1%	132	141	6.2%	
销售费用	188	275	46.0%	486	653	34.3%	渠道和产品结构下沉推升费用率
管理费用	46	58	25.5%	104	120	15.2%	
财务费用	-3	3	215.4%	-14	-4	72.8%	
资产减值损失	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
营业利润	234	285	22.0%	839	983	17.2%	
营业利润率	29.4%	28.5%	-1.0%	36.4%	34.8%	-1.6%	
营业外收入	6	4	-28.5%	9	9	-6.9%	
营业外支出	0	0	71.9%	0	0	72.2%	
利润总额	239	289	20.7%	848	992	16.9%	
所得税	59	73	24.1%	210	246	16.9%	
所得税率	25.2%	25.6%	0.4%	25.1%	25.0%	-0.1%	
少数股东权益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
归属于母公司净利润	181	216	19.6%	638	746	16.9%	
净利率	22.8%	21.6%	-1.2%	27.7%	26.4%	-1.3%	
EPS	0.26	0.31	19.6%	0.93	1.09	16.9%	超出我们预期

资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表2 1H15主要靠葡萄酒增长24.8%带动 单位：百万元

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15
葡萄酒	2,429	2,122	1,946	1,386	1,765	1,436	2,202
同比增长	-5.4%	-11.6%	-19.9%	-34.7%	-9.3%	3.6%	24.8%
毛利率	79.0%	79.3%	72.8%	69.0%	68.6%	68.2%	68.5%
同比变化	0.2%	-0.4%	-6.2%	-10.4%	-4.2%	-0.8%	-0.1%
白兰地	485	374	490	329	467	346	519
同比增长	24.6%	1.5%	1.0%	-12.1%	-4.7%	5.3%	11.1%
毛利率	63.6%	60.8%	65.5%	60.8%	66.1%	65.6%	65.8%
同比变化	2.3%	-2.3%	1.9%	0.0%	0.6%	4.8%	-0.3%
其他	87	146	104	67	70	72	105
同比增长	-34.6%	-14.0%	19.3%	-54.1%	-32.6%	7.4%	50.0%
毛利率	59.6%	35.9%	41.1%	41.5%	39.7%	42.0%	41.6%
同比变化	1.0%	-24.6%	-18.5%	5.7%	-1.5%	0.5%	1.9%

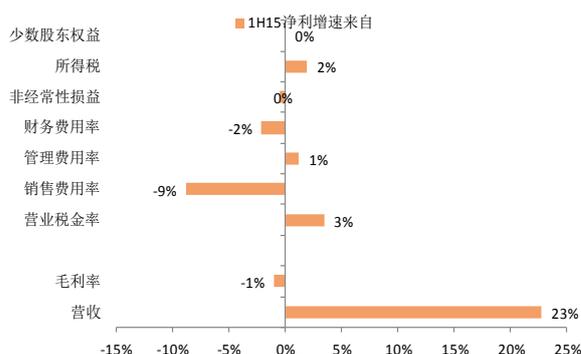
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表3 1H15主要靠葡萄酒增长24.8%带动 单位：百万元

收购标的	Dicot Partners, S.L 公司(以下简称“爱欧集团”)75%的股权
收购价格	2625 万欧元, 相当于 14 年 0.97 倍 PS、25.5 倍 PE、3.92 倍 PB
标的简介	<p>爱欧集团成立于 2002 年 1 月, 注册地为西班牙内瓦拉省, 注册资本 2,385,732 欧元。爱欧集团及下属企业主要从事于葡萄酒及其他酒类生产和经营。</p> <p>爱欧集团位于西班牙著名的葡萄酒产区 - 里奥哈, 由李威罗家族创立并延续至今已有一个多世纪, 目前由家族第四代和第五代共同管理, 是里奥哈产区前五大生产商之一, 以出产性价比高的里奥哈酒著称, 年生产能力 1.6 万吨, 拥有包括“爱欧公爵”在内共 7 个主要品牌, 以红酒为主, 兼顾粉红和白葡萄酒, 产品 55% 的销售额来自于出口, 销往北美、欧洲、亚洲、大洋洲等 40 个国家; 45% 销售额来自于西班牙国内。14 年营业收入 3593 万欧元、净利润 137 万欧元、净资产 892 万欧元。</p>

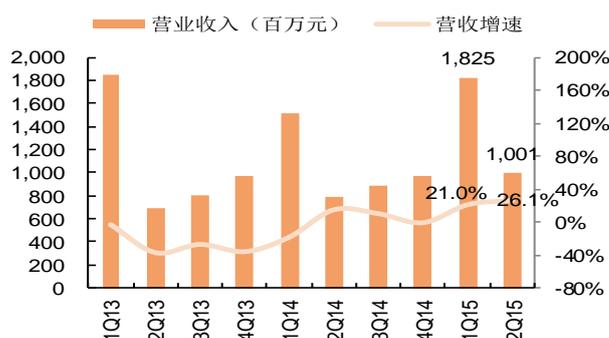
资料来源: 公司公告、平安证券研究所、wind

图表4 营收增长是2Q15净利增长主因



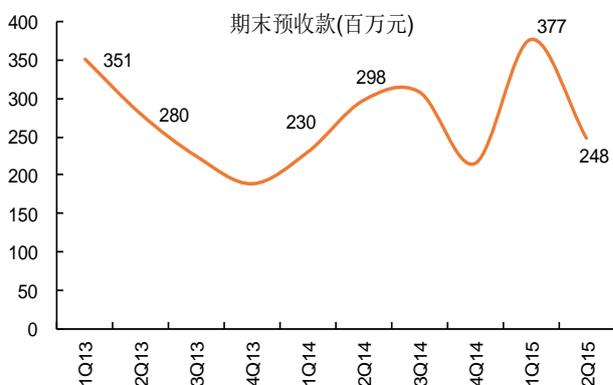
资料来源: 公司公告、平安证券研究所、Wind

图表5 2Q15公司营收同比增 26.1%



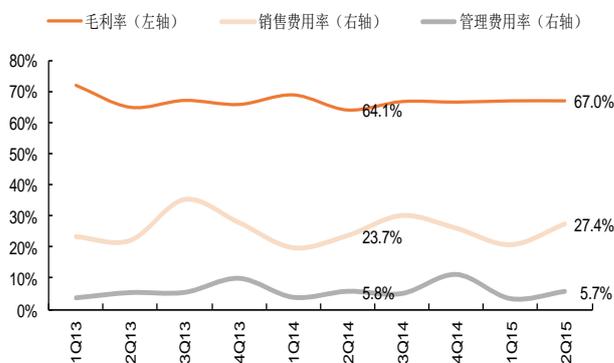
资料来源: 公司公告、平安证券研究所、wind

图表6 预收款环比降至2.48亿 (单位: 百万元)



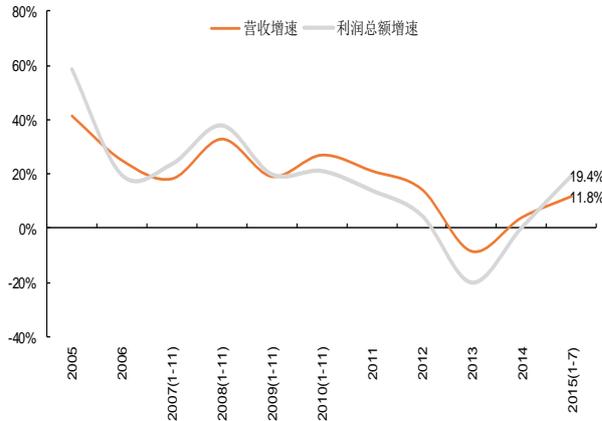
资料来源: 公司公告、平安证券研究所、Wind

图表7 2Q15毛利率与销售费用率同升



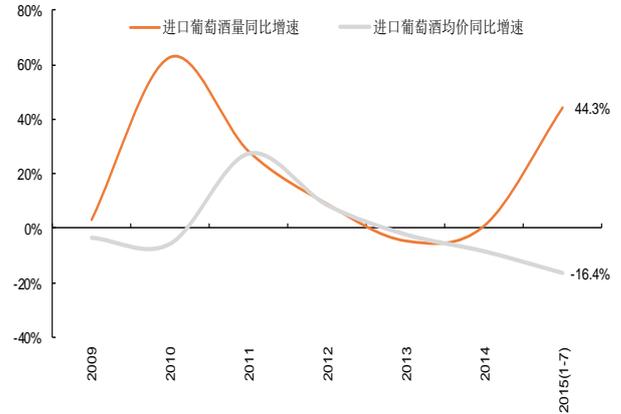
资料来源: 公司公告、平安证券研究所、wind

图表8 1-6月葡萄酒行业营收、利润增11.8%、19.4%



资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表9 1-7月进口葡萄酒量大增但价降幅明显



资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表10 平安重点公司盈利预测及最近一月调整情况

股票名称	股价 (元)	EPS (元股)			P/E			评级	EPS 最新调整
	8月28日	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	192.65	12.22	13.14	14.30	15.8	14.7	13.5	强烈推荐	
五粮液	25.73	1.54	1.66	1.92	16.7	15.5	13.4	强烈推荐	
洋河股份	55.00	2.99	3.37	3.81	18.4	16.3	14.4	推荐	↑ 3% (8月30日)
泸州老窖	22.00	0.63	1.14	1.25	35.1	19.4	17.6	中性	
青青稞酒	20.60	0.71	0.59	0.66	29.2	34.7	31.1	中性	↓ -19% (8月26日)
山西汾酒	15.64	0.41	0.44	0.56	38.1	35.5	28.1	推荐	
顺鑫农业	16.90	0.63	0.69	0.78	26.8	24.6	21.7	推荐	
古井贡酒	33.98	1.19	1.29	1.48	28.7	26.4	22.9	中性	
张裕 A	35.83	1.45	1.64	1.78	24.8	21.8	20.2	推荐	↑ 12% (8月30日)
青岛啤酒	34.12	1.47	1.53	1.41	23.2	22.2	24.1	中性	↑ 9% (8月30日)
海天味业	30.92	0.77	0.92	1.08	40.0	33.7	28.7	强烈推荐	
中炬高新	21.62	0.36	0.28	0.32	60.1	77.4	68.1	推荐	↓ -7% (8月25日)
伊利股份	15.93	0.68	0.87	1.07	23.6	18.3	14.9	强烈推荐	↓
贝因美	11.75	0.07	-0.30	-0.27	174.4	-38.9	-43.4	中性	↓
光明乳业	16.84	0.32	0.38	0.46	52.6	43.9	36.3	中性	↓ -51% (8月30日)
黑芝麻	12.43	0.20	0.22	0.25	63.6	56.5	49.7	中性	↓
安琪酵母	32.53	0.45	0.87	1.40	72.9	37.5	23.2	强烈推荐	
双汇发展	17.50	1.22	1.23	1.25	14.3	14.2	14.0	推荐	
大北农	11.60	0.29	0.27	0.44	40.0	42.9	26.3	强烈推荐	
三全食品	10.90	0.10	0.10	0.11	108.4	111.8	95.5	强烈推荐	↓ -16% (8月27日)
均值					45.3	30.2	24.9		

资料来源：平安证券研究所、Wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	3,589	4,507	5,012	6,231
现金	1,145	1,499	1,722	2,637
应收账款	146	167	199	210
其他应收款	31	59	77	67
预付账款	8	40	38	34
存货	2,087	2,609	2,815	3,088
其他流动资产	172	132	161	195
非流动资产	5,323	5,572	6,020	5,968
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4,233	4,480	4,827	4,796
无形资产	453	472	510	506
其他非流动资产	637	620	683	665
资产总计	8,912	10,079	11,033	12,199
流动负债	1,615	2,304	2,416	2,648
短期借款	300	300	300	300
应付账款	358	379	411	476
其他流动负债	957	1,626	1,705	1,872
非流动负债	294	294	294	294
长期借款	209	209	209	209
其他非流动负债	85	85	85	85
负债合计	1,909	2,598	2,710	2,942
少数股东权益	163	163	163	163
股本	685	685	685	685
资本公积	563	563	563	563
留存收益	5,595	6,072	6,914	7,848
归属母公司股东权益	6,840	7,320	8,163	9,097
负债和股东权益	8,912	10,079	11,033	12,199

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	1,070	1,156	1,207	1,472
净利润	978	1,126	1,218	1,351
折旧摊销	155	199	212	231
财务费用	-17	4	0	-8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	119	-264	-223	-140
其他经营现金流	-165	90	-1	39
投资活动现金流	-983	-496	-636	-190
资本支出	-1,020	-496	-636	-190
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	37	0	0	0
筹资活动现金流	-76	-306	-347	-367
短期借款	57	0	0	0
长期借款	209	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-343	-306	-347	-367
现金净增加额	11	354	223	915

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,157	5,008	5,464	6,011
营业成本	1,372	1,665	1,816	1,997
营业税金及附加	269	286	303	321
营业费用	1,006	1,278	1,405	1,546
管理费用	257	296	325	358
财务费用	-17	4	0	-8
资产减值损失	2	0	0	0
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	1,267	1,481	1,615	1,797
营业外收入	44	21	8	3
营业外支出	8	1	0	0
利润总额	1,303	1,501	1,623	1,800
所得税	325	374	405	449
净利润	978	1,126	1,218	1,351
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	978	1,126	1,218	1,351
EBITDA	1,405	1,684	1,827	2,019
EPS (元)	1.43	1.64	1.78	1.97

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入(%)	-3.8	20.5	9.1	10.0
营业利润(%)	-6.6	16.8	9.1	11.3
归属于母公司净利润(%)	-6.7	15.2	8.2	10.9
获利能力				
毛利率(%)	67.0	66.8	66.8	66.8
净利率(%)	23.5	22.5	22.3	22.5
ROE(%)	15.0	15.9	15.7	15.7
ROIC(%)	15.4	16.1	16.1	17.0
偿债能力				
资产负债率(%)	21.4	25.8	24.6	24.1
净负债比率(%)	-7.9	-12.1	-13.6	-22.1
流动比率	2.2	2.0	2.1	2.4
速动比率	0.9	0.8	0.9	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	25.8	32.0	29.8	29.4
应付账款周转率	4.5	4.5	4.6	4.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.64	1.78	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	1.69	1.76	2.15
每股净资产(最新摊薄)	9.98	10.68	11.91	13.27
估值比率				
P/E	25.1	21.8	20.2	18.2
P/B	3.6	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	16.9	14.1	13.0	11.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033