

2016年05月04日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

45.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2016/5/3)	39.39
深证成指(2016/5/3)	10441.92
股价 12 个月高/低	57.1/31.33
总发行股数(百万)	685.46
A 股数(百万)	453.46
A 市值(亿元)	270.00
主要股东	烟台张裕集团有限公司 (50.40%)
每股净值(元)	11.84
股价/账面净值	3.33
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.8 17.1 -15.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-08-28	33.99	买入

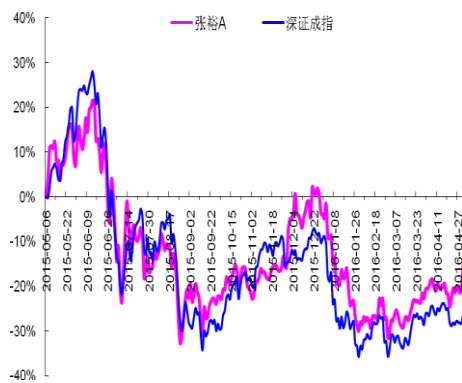
产品组合

葡萄酒	78.71%
白兰地	19%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.1%
一般法人	80.8%

股价相对大盘走势



张裕 A(000869.SZ)

Buy 买入

2016Q1 净利润同比增长 2%，看好张裕的品牌和渠道优势

结论与建议：

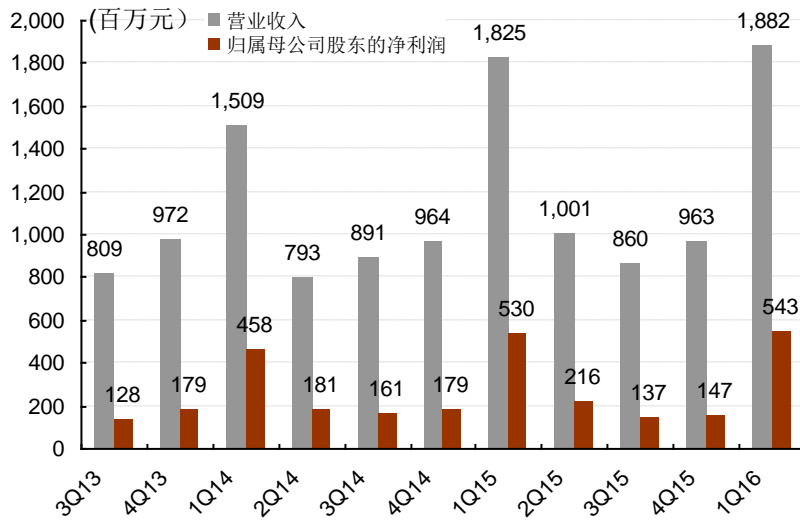
张裕 2016 年第一季度营收增 3%，纯利同比增 2%。在行业竞争激烈的背景下我们看好张裕的品牌和渠道优势，在 2012 年至 2014 年低基期业绩背景下，有望延续 2015 年业绩增长的态势。目前公司股价对应 2016 年动态 P/E 为 25 倍，维持买入评级。

- 公司 2016 年第一季度实现营业收入 18.82 亿元，同比增加 3.12%，实现归属母公司净利润 5.43 亿元，同比增加 2.37%，符合预期，扣非后净利润同比增加 2.28%，对应每股收益 0.79 元。一季度毛利率 67.8%，同比增加 0.8 个百分点。主要原因是春节期间红酒消费旺盛，酒庄酒消费需求在部分地区出现温和复苏，加上进口葡萄酒增长较快。
- 我们认为，目前国产葡萄酒品牌受到进口葡萄酒的冲击依然明显，行业的景气度较低。因此，尽管从数据上看张裕一季度营收和纯利同比增长只有个数，但是如果把 2015 年上半年净利润增长 17% 考虑进去，在大行业背景相对低迷的情况下这个业绩表现还是不错的。
- 根据中国酒业协会数据，2015 年全国规模以上葡萄酒生产企业完成酿酒总产量 114.80 万千升，同比下降 0.73%。同期，进口葡萄酒总量同比增长 44.58%；进口额同比增长 34.30%。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，随着葡萄酒进口关税逐渐降低甚至减免，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。
- 由于高端产品受公款消费缩减的影响大，营收占比下降，公司主推解百纳、醉诗仙、贵馥酒等中低端品牌，提高中低档产品的市场占有率。在进口酒方面，公司在 2015 年收购了蜜合花和爱欧，价位 100 元至 300 元定位进口中端市场，增长较快，为公司进一步实施海外并购提供了成功范例。葡萄酒行业经过 2012 年、2013 年和 2014 年的调整，业绩基期低，公司具有 120 年的品牌历史，营销网络庞大，优势突出，有望凭借自身的优势保持业绩增长。
- 综上，西班牙爱欧（持股 75%）于 2015 年并表，法国蜜合花（持股 90%）于 2016 年第一季度并表。我们预计 2016、2017 年将实现净利润 10.80 亿元和 11.61 亿元，分别同比增长 4.81% 和增长 7.58%，对应的 EPS 为 1.57 元和 1.69 元。

..... 接续下页

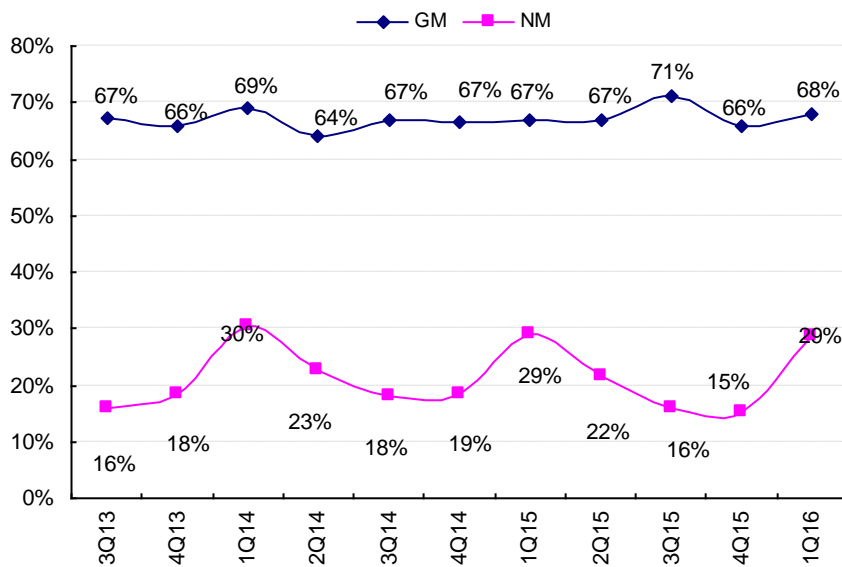
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1701	1048	978	1030	1080	1161
同比增减	%	-10.82	-38.38	-6.72	5.36	4.81	7.58
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.48	1.53	1.43	1.50	1.57	1.69
同比增减	%	-10.82	-38.38	-6.72	5.36	4.81	7.58
市盈率(P/E)	X	15.87	25.76	27.62	26.21	25.01	23.25
股利 (DPS)	RMB 元	1.10	0.50	0.44	0.50	0.47	0.51
股息率 (Yield)	%	2.79	1.27	1.12	1.27	1.20	1.29

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	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	4321	4157	4650	4690	4911
经营成本	1358	1372	1513	1545	1589
营业税金及附加	236	269	258	265	277
销售费用	1141	1006	1211	1219	1276
管理费用	245	257	314	246	244
财务费用	-19	-17	11	8	3
资产减值损失	2	2	3	0	0
投资收益				0	0
营业利润	1357	1267	1340	1408	1522
营业外收入	42	44	50	27	27
营业外支出	2	8	2	0	0
利润总额	1397	1303	1388	1435	1549
所得税	349	325	358	356	387
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1048	978	1030	1080	1161

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	1368	1145	1285	1549	1955
应收账款	177	146	198	222	248
存货	2121	2087	2261	2397	2540
流动资产合计	3899	3589	3964	3489	3070
长期股权投资				0	0
固定资产	1918	2533	3089	3367	3670
在建工程	1424	1700	2006	2307	2653
非流动资产合计	4102	5323	6380	7975	9969
资产总计	8002	8912	10344	11464	13039
流动负债合计	1537	1615	2408	2576	2757
非流动负债合计	94	294	180	216	259
负债合计	1631	1909	2588	2792	3016
少数股东权益	163	163	192	196	200
股东权益合计	6371	7003	7757	8475	9823
负债及股东权益合计	8002	8912	10344	11464	13039

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	735	1070	1143	1173	1228
投资活动产生的现金流量净额	(560)	(983)	(938)	(857)	(574)
筹资活动产生的现金流量净额	(781)	(76)	(78)	(52)	(248)
现金及现金等价物净增加额	(606)	4	132	264	406

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@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@。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。