

2018年04月23日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

40

### 公司基本资讯

|                 |                     |
|-----------------|---------------------|
| 产业别             | 食品饮料                |
| A 股价(2018/4/23) | 37.24               |
| 深证成指(2018/4/23) | 10330.63            |
| 股价 12 个月高/低     | 41.39/31.06         |
| 总发行股数(百万)       | 685.46              |
| A 股数(百万)        | 453.46              |
| A 市值(亿元)        | 168.87              |
| 主要股东            | 烟台张裕集团有限公司 (50.40%) |
| 每股净值(元)         | 12.99               |
| 股价/账面净值         | 2.87                |
|                 | 一个月 三个月 一年          |
| 股价涨跌(%)         | 0.1 -3.4 6.2        |

### 近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
|------|------|----|

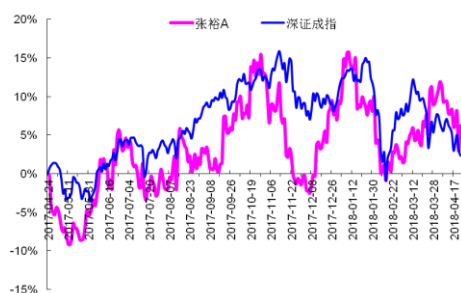
### 产品组合

|     |     |
|-----|-----|
| 葡萄酒 | 78% |
| 白兰地 | 20% |

### 机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 1.0%  |
| 一般法人 | 80.7% |

### 股价相对大盘走势



## 张裕 A(000869.SZ)

Hold 持有

### 业绩增长平稳，全球布局推进

#### 结论与建议：

公司发布 2017 年业绩，全年业绩增长平稳，实现营收 49.33 亿，同比增 4.56%，实现归属上市公司股东的净利润 10.32 亿，同比增 6.08%，毛利率为 66.1%，同比下降 0.5 个百分点。

- **分红方案：**每 10 股份现金股利 5 元，股息率为 1.4%。
- 分季度看，四季度公司实现营收 11.4 亿，同比增 19%，实现净利润 2.2 亿，同比增 36.7%，毛利率为 63.3%，同比下降 1.1 个百分点，主要受原材料涨价和包材价格上涨影响。目前，葡萄酒行业处于深度调整，公司通过全球布局和费用管控使四季度业绩表现较好。
- **应对进口冲击，推进全球布局：**根据国家统计局和海关总署的资料，2017 年葡萄酒产量同比下降 5.3%，进口量同比增 17.8%，国产市场受进口冲击明显。为应对进口冲击，公司近几年持续推进全球布局。报告期，公司以魔狮葡萄酒(持股 85%)为平台收购智利贝斯酒庄三家公司股权 100% 股权，并就收购澳大利亚 Kilikanoon Estate Pty Ltd 80% 股权与出让方达成一致。结合公司 2015 年并购西班牙爱欧(持股 75%)和 2016 年收购法国蜜合花(持股 90%)来看，公司在海外主要葡萄酒产地产能布局相对完善，在应对进口酒冲击上具有优势，成为保证业绩增长的重要举措。
- **并表及费用管控使四季度净利润大增：**魔狮葡萄酒于 2017 年下半年并表，因此，扣除并表因素影响，下半年同口径公司净利润同比增 15.8%。除并表因素外，报告期公司费用控制得当，全年费用同比增 3% (下半年增 2.6%)，其中，四季度销售费用下降明显，同比下降 4.8%，使四季度费用率同比下降 5.4 个百分点，为 31.4%。另一方面，由于行业受进口葡萄酒冲击较大，深度调整使公司去年同期的基数相对较低。
- 分业务看，葡萄酒实现营收 38.3 亿，同比增 3.5%，增长平稳，销量增长是营收增长的主要原因，2017 年公司葡萄酒销量为 10.4 万吨，同比增 5.1%；白兰地实现营收 9.9 亿，同比增 9.3%，主要受益产品价格提升，吨酒价格为 2.5 元/吨，同比增 12%。两项业务占比分别在 78%、20%。目前，公司以“聚焦中高端、聚焦高品质、聚焦大单品”为发展战略，加大中高档葡萄酒和白兰地发展，并加大进口酒行销，符合当前消费升级的趋势，随着产品结构优化，吨酒价格提升将有利于改善公司业绩。
- 综上，考虑到行业景气度较低，公司业绩增长将保持平稳，但由于魔狮并表将影响上半年业绩，预计 2018-2019 年将实现净利润 11.14 亿、11.77 亿，同比增 7.94% 和 5.65%，EPS 分别为 1.62 元和 1.72 元，当前股价对应 PE 分别为 23 倍和 22 倍，予以“持有”投资评级。

..... 续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2015  | 2016  | 2017  | 2018F | 2019F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 1030  | 982   | 1032  | 1114  | 1177  |
| 同比增减            | %       | 5.36  | -4.62 | 5.01  | 7.94  | 5.65  |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 1.50  | 1.43  | 1.51  | 1.62  | 1.72  |
| 同比增减            | %       | 5.36  | -4.62 | 5.01  | 7.94  | 5.65  |
| 市盈率(P/E)        | X       | 24.78 | 25.98 | 24.74 | 22.92 | 21.70 |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 13.27 | 13.92 | 13.25 | 12.28 | 11.62 |
| 股息率 (Yield)     | %       | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.54  | 0.57  |

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

### 附一：合并损益表

| 百万元           | 2015 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 营业收入          | 4650 | 4718 | 4933 | 5248  | 5431  |
| 经营成本          | 1513 | 1576 | 1672 | 1732  | 1788  |
| 营业税金及附加       | 258  | 270  | 310  | 330   | 342   |
| 销售费用          | 1211 | 1253 | 1273 | 1333  | 1351  |
| 管理费用          | 314  | 310  | 341  | 363   | 375   |
| 财务费用          | 11   | 22   | 19   | 20    | 20    |
| 资产减值损失        | 3    | 3    | 8    | 3     | 3     |
| 投资收益          |      |      |      | 0     | 0     |
| 营业利润          | 1340 | 1284 | 1356 | 1468  | 1551  |
| 营业外收入         | 50   | 55   | 17   | 17    | 17    |
| 营业外支出         | 2    | 1    | 2    | 0     | 0     |
| 利润总额          | 1388 | 1338 | 1372 | 1485  | 1569  |
| 所得税           | 358  | 357  | 338  | 371   | 392   |
| 少数股东损益        | 0    | -2   | 2    | 0     | 0     |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1030 | 982  | 1032 | 1114  | 1177  |

### 附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2015  | 2016  | 2017  | 2018F | 2019F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 1285  | 1392  | 1403  | 1560  | 1994  |
| 应收账款      | 198   | 173   | 264   | 290   | 319   |
| 存货        | 2261  | 2249  | 2474  | 2721  | 2993  |
| 流动资产合计    | 3964  | 4216  | 4639  | 4571  | 5307  |
| 长期股权投资    |       |       |       |       |       |
| 固定资产      | 3089  | 4683  | 5329  | 5809  | 6331  |
| 在建工程      | 2006  | 1346  | 1026  | 1180  | 1357  |
| 非流动资产合计   | 6380  | 7312  | 7898  | 8688  | 9556  |
| 资产总计      | 10344 | 11528 | 12537 | 13259 | 14863 |
| 流动负债合计    | 2408  | 2652  | 2819  | 3017  | 3228  |
| 非流动负债合计   | 180   | 477   | 540   | 593   | 653   |
| 负债合计      | 2588  | 3129  | 3359  | 3610  | 3881  |
| 少数股东权益    | 192   | 190   | 272   | 277   | 283   |
| 股东权益合计    | 7757  | 8399  | 9178  | 9372  | 10700 |
| 负债及股东权益合计 | 10344 | 11528 | 12537 | 13259 | 14863 |

### 附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2015  | 2016  | 2017  | 2018F | 2019F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1143  | 890   | 973   | 1050  | 1086  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | (938) | (687) | (820) | (787) | (543) |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | (78)  | (41)  | (243) | (105) | (109) |
| 现金及现金等价物净增加额  | 132   | 165   | (76)  | 157   | 435   |

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,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此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①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,或代他人之户买卖此份报告内描述之证①。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。