

食品饮料行业

报告原因: 年报点评

张裕 A (000869)

销售稳步提升, 爱斐堡发展迅速

增持

维持评级

2010年4月16日

公司研究/点评报告

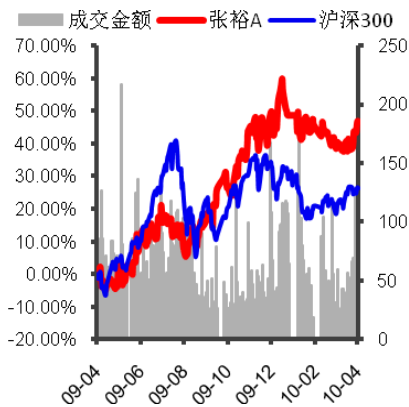
市场数据: 2010年4月15日

收盘价(元)	71.6
一年内最高/最低(元)	78.15/46.96
市净率	12.4
市盈率	33.5
流通A股市值(百万元)	9,721

基础数据: 2009年12月31日

每股收益(元)	2.14
营业收入(百万元)	4,199.40
净利润(百万元)	1,127.33
总股本/流通A股(百万)	527/135
流通B股/H股(百万)	178/-

公司近期市场表现(最近一年):



分析师

张旭

联系人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

地址: 北京市海淀区大柳树路17号富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	4,199	21.6	1,127	26.0	2.14	27.1	35.8	33.5
2010E	5,130	22.2	1,403	24.5	2.66	27.6	30.8	26.9
2011E	6,236	21.6	1,716	22.3	3.25	27.7	27.4	22.0
2011E	7,538	20.9	2,085	21.5	3.95	27.9	25.0	18.1

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩符合预期。**2009年公司共实现营业收入419,940.34万元,同比增长21.6%;实现归属于母公司净利润112,732.88万元,同比增长26.01%;每股收益2.14元,业绩基本符合预期。

● **销售前低后高,稳步提升。**09年受金融危机冲击,国内消费能力受到一定程度抑制,亦给我国葡萄酒行业持续较快增长带来较大压力,行业发展先抑后扬。在此背景下,公司销售也呈现出前低后高态势。尽管全年来看,葡萄酒、白兰地、香槟酒、保健酒等各项产品销售增速均有明显回落,但下半年尤其是四季度,销售状况已现大幅回升趋势。未来,随着经济逐步向好趋稳,公司销售收入有望进一步获得提升。

● **毛利率上行 VS 销售费用率攀升。**09年受酒庄酒等中高端产品快速发展带动,公司葡萄酒毛利率明显提升,比上年同期上升2.04个百分点,盈利能力显著增强。不过,由于经营规模的扩大以及金融危机的影响,公司销售投入产出效率有所下降,广告费等销售费用大幅增长,销售费用率攀升部分抵消了毛利率提升的正向影响,净利率仅提升1.15个百分点。

● **爱斐堡发展迅速,中高端基础扎实。**公司近年以爱斐堡为酒庄酒拓展重点取得了较大突破,09年共销售爱斐堡酒庄酒236吨,同比增长145.83%,实现销售额11,543万元,同比增长274.04%。未来几年公司仍将坚持以爱斐堡为代表的中高端产品发展策略不动摇,新疆等地优质葡萄基地的增建以及陕西、宁夏和新疆等地酒庄、酒厂建设步伐的加快将为公司中高端产品的中长期发展打好坚实基础。

● **投资建议:**我们预计公司2010-2012年的EPS分别为2.66、3.25、3.95元,对应的动态市盈率分别为26.9、22.0、18.1,维持“增持”评级。

● **风险提示:**进口葡萄酒冲击。

表 1: 张裕 A 单季利润表

单位: 百万元	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	同比变化
一、营业总收入	677	1,265	556	743	889	1,257	712	981	1,249	40.40
营业收入	677	1,265	556	743	889	1,257	712	981	1,249	40.40
二、营业总成本	300	901	407	482	491	863	509	632	726	47.87
营业成本	164	381	166	256	233	375	215	293	310	33.08
营业税金及附加	38	82	44	41	48	63	44	60	86	80.82
销售费用	71	373	170	174	152	362	222	253	256	68.63
管理费用	56	75	35	21	64	73	34	32	81	27.35
财务费用	-7	-11	-9	-9	-6	-10	-5	-7	-8	33.59
资产减值损失	-21	0	0	0	1	0	0	0	1	(1.62)
三、其他经营收益	1	0	2	1	1	0	0	1	1	14.68
投资净收益	1	0	2	1	1	0	0	1	1	14.68
四、营业利润	378	364	152	261	399	395	203	351	524	31.14
加: 营业外收入	3	2	1	5	2	1	8	8	12	444.80
减: 营业外支出	4	0	3	0	0	0	0	0	1	208.87
五、利润总额	377	366	150	266	401	395	211	359	534	33.23
减: 所得税	149	94	21	77	98	96	53	85	129	32.17
六、净利润	228	272	129	189	304	299	157	274	405	33.57
减: 少数股东损益	2	1	2	-0	-3	1	0	2	5	(304.98)
归属于母公司所有者净利润	225	272	127	190	306	299	157	272	400	30.71
七、每股收益:	0.43	0.52	0.24	0.36	0.58	0.57	0.30	0.52	0.76	30.71
收入增长率(%)	21.45	27.02	25.49	20.95	31.40	-0.58	27.94	32.10	40.40	9.00
毛利率(%)	75.80	69.84	70.16	65.55	73.85	70.20	69.84	70.17	75.21	1.36
营业利润率(%)	55.84	28.79	27.27	35.18	44.89	31.38	28.50	35.76	41.93	(2.96)
净利率(%)	33.64	21.52	23.25	25.50	34.12	23.79	22.08	27.95	32.46	(1.66)
销售费用率(%)	10.42	29.49	30.62	23.48	17.09	28.82	31.17	25.78	20.53	3.44
管理费用率(%)	8.22	5.93	6.28	2.76	7.17	5.79	4.72	3.30	6.51	(0.67)
归属于母公司净利润增长率(%)	127.7	39.10	63.32	38.28	35.87	9.89	23.25	43.36	30.71	(5.16)

资料来源: 公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2011E
一、营业总收入	4,199.40	5,129.61	6,236.00	7,538.50
营业收入	4,199.40	5,129.61	6,236.00	7,538.50
二、营业总成本	2,729.95	3,263.28	3,952.71	4,763.90
营业成本	1,191.67	1,439.71	1,735.81	2,083.97
营业税金及附加	253.33	297.52	361.69	437.23
销售费用	1,093.67	1,308.05	1,590.18	1,922.32
管理费用	220.05	256.48	311.80	376.92
财务费用	-30.23	-38.47	-46.77	-56.54
资产减值损失	1.46	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	2.61	3.00	3.00	3.00
投资净收益	2.61	3.00	3.00	3.00
四、营业利润	1,472.06	1,869.33	2,286.29	2,777.60
加：营业外收入	28.80	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	1.60	4.00	4.00	4.00
五、利润总额	1,499.25	1,870.33	2,287.29	2,778.60
减：所得税	363.27	456.36	558.10	677.98
六、净利润	1,135.99	1,413.97	1,729.19	2,100.62
减：少数股东损益	8.66	10.75	13.14	15.96
归属于母公司所有者的净利润	1,127.33	1,403.22	1,716.05	2,084.65
七、每股收益：	2.14	2.66	3.25	3.95
净利润增长率(%)	26.01	24.47	22.29	21.48

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。