

食品饮料行业

报告原因: 中报点评

2010年8月9日

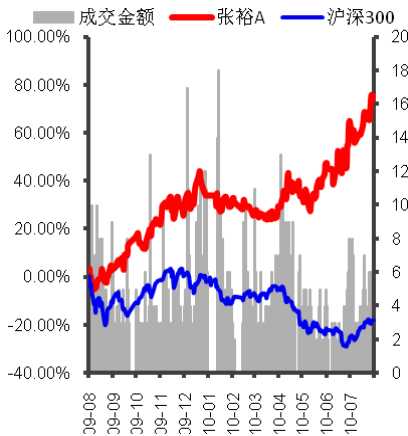
市场数据: 2010年8月8日

收盘价(元)	93.8
一年内最高/最低(元)	94.69/51.01
市净率	16.5
市盈率(2010E)	35.2
流通A股市值(百万元)	12,735

基础数据: 2010年6月30日

每股收益(元)	1.11
营业收入(百万元)	2,481.88
净利润(百万元)	585.67
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

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

张裕 A (000869)

增持

中高端发展迅速, 研发营销投入立足长远发展

维持评级

公司研究/点评报告

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	43.8
2010E	5,130	22.2	1,403	24.5	2.66	27.6	30.8	35.2
2011E	6,236	21.6	1,716	22.3	3.25	27.7	27.4	28.8
2011E	7,538	20.9	2,085	21.5	3.95	27.9	25.0	23.7

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。**2010年1-6月,公司共实现营业收入248,188.51万元,同比增长26.02%;实现归属于母公司净利润58,567.48万元,同比增长28.65%;每股收益1.11元,业绩基本符合预期。

● **销售稳步增长,持续领先行业。**上半年葡萄酒行业延续了前期的增长态势,景气程度不断攀升,在此背景下,公司销售实现高速稳定增长,葡萄酒、白兰地两大主要产品系列分别增长28.7%和15.5%,增幅已与08年持平。作为行业龙头企业,公司表现出了良好的先进性,其收入、利润增速均远超行业平均水平,未来,公司作为行业领跑者将在产业的进一步成熟过程中继续享受高于行业的超额增长,持续增长可期。

● **中高端增长迅速,提升公司盈利能力。**2010年上半年公司中高端产品增长迅速,除了主打“解百纳”系列实现30%增长外,酒庄酒亦发展迅速,尤其是“张裕爱斐堡”经过多年的产品培育与市场导入,目前已进入收获期,上半年销售额较上年同期增长200%。中高端产品的迅速增长极大地提升了公司的盈利能力,使得产品毛利率比上年同期上升4.47个百分点。

● **加强研发、营销投入,立足长远健康发展。**近期公司将启动两项投资:(1)拟在烟台开发区设立注册资本为5亿元人民币的烟台张裕葡萄酒研发制造有限公司;(2)投资4,000万元,建设总面积15,000平方米的产品周转中心。这两项投资分别对准生产的前端与终端,一方面有益于增强公司生产能力和研发水平,另一方面,将减少运输和租赁费用支出,提高产品周转速度,抓住两端的发展战略将进一步推动公司长远健康发展。

● **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35.2、28.8、23.7,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	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	同比变化
一、营业总收入	556	743	889	1,257	712	981	1,249	1,585	897	25.95
营业收入	556	743	889	1,257	712	981	1,249	1,585	897	25.95
二、营业总成本	407	482	491	863	509	632	726	1,084	624	22.55
营业成本	166	256	233	375	215	293	310	468	230	7.29
营业税金及附加	44	41	48	63	44	60	86	88	56	27.54
销售费用	170	174	152	362	222	253	256	456	305	37.42
管理费用	35	21	64	73	34	32	81	75	35	3.71
财务费用	-9	-9	-6	-10	-5	-7	-8	-4	-2	(59.29)
资产减值损失	0	0	1	0	0	0	1	0	0	
三、其他经营收益	2	1	1	0	0	1	1	0	0	
投资净收益	2	1	1	0	0	1	1	0	0	
四、营业利润	152	261	399	395	203	351	524	502	273	34.65
加: 营业外收入	1	5	2	1	8	8	12	0	5	(41.65)
减: 营业外支出	3	0	0	0	0	0	1	1	0	(22.72)
五、利润总额	150	266	401	395	211	359	534	501	278	31.83
减: 所得税	21	77	98	96	53	85	129	123	63	18.35
六、净利润	129	189	304	299	157	274	405	378	214	36.42
减: 少数股东损益	2	-0	-3	1	0	2	5	0	7	1395.21
归属于母公司所有者净利润	127	190	306	299	157	272	400	378	208	32.42
七、每股收益:	0.24	0.36	0.58	0.57	0.30	0.52	0.76	0.72	0.39	32.42
收入增长率(%)	25.49	20.95	31.40	-0.58	27.94	32.10	40.40	26.06	25.95	(1.99)
毛利率(%)	70.16	65.55	73.85	70.20	69.84	70.17	75.21	70.51	74.31	4.47
营业利润率(%)	27.27	35.18	44.89	31.38	28.50	35.76	41.93	31.64	30.47	1.97
净利率(%)	23.25	25.50	34.12	23.79	22.08	27.95	32.46	23.87	23.91	1.83
销售费用率(%)	30.62	23.48	17.09	28.82	31.17	25.78	20.53	28.76	34.01	2.84
管理费用率(%)	6.28	2.76	7.17	5.79	4.72	3.30	6.51	4.75	3.89	(0.83)
归属于母公司净利润增长率(%)	63.32	38.28	35.87	9.89	23.25	43.36	30.71	26.68	32.42	9.17

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	2012E
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。