

食品饮料行业

报告原因: 季报点评

2009 年 4 月 24 日

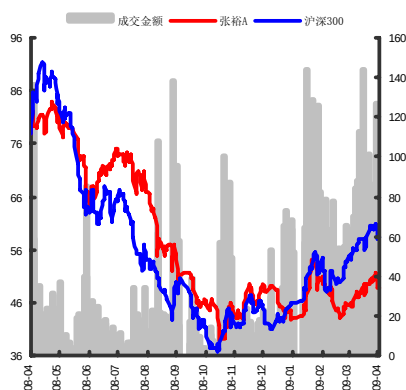
市场数据: 2009 年 4 月 23 日

收盘价(元)	48.00
一年内最高/最低(元)	87.0/36.5
市净率	8.9
市盈率	28.2
流通 A 股市值(百万元)	5232

基础数据: 2009 年 3 月 31 日

每股收益(元)	0.57
营业收入(百万元)	1257.46
净利润(百万元)	299.50
总股本/流通 A 股(百万)	527/109
流通 B 股/H 股(百万)	178/-

公司近期市场表现(最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

张裕 A (000869)

业绩低于预期, 宏观影响滞后显现

增持

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
2008A	3,453	26.5	895	40.7	1.70	25.9	34.0	28.2
2009E	3,782	9.5	987	10.3	1.87	26.2	27.3	25.7
2010E	4,223	11.7	1,114	12.9	2.11	26.5	23.6	22.7
2011E	4,944	17.1	1,319	18.5	2.50	26.8	21.8	19.2

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩远低于预期。**2009 年一季度, 公司实现营业收入 125,745.5 万元, 同比减少 0.58%, 实现营业利润 39,462.64 万元, 净利润 29,850.2 万元, 同比分别增长 8.38%、9.89%; 每股收益 0.57 元。一季度实现收入约占我们全年预测值的 30.71%, 远低于预期水平。

● **宏观经济消极影响如期显现。**一季度, 公司营业收入小幅萎缩, 出现自 2001 年以来的首度负增长, 净利润增长也降至个位数, 一直以来公司维持的高速增长戛然而止, 宏观经济对葡萄酒消费的消极影响正如期显现, 公司销售压力尽显。虽然, 一季度预收账款比 08 年底增长 27.19%, 高达 2.4 亿元, 不过, 与公司 10 亿元以上的单季收入来比, 作用有限。一季度公司销售商品、提供劳务收到的现金仅为 15.22 亿元, 比上年同期减少 11.15%。

● **成本稳定, 销售、管理费用等控制有力。**一季度公司综合毛利率 70.2%, 比上年增加 0.37 个百分点; 销售和管理费用率分别为 28.82%和 5.79%, 比上年同期分别下降 0.67 和 0.13 个百分点。公司依然保持着对成本费用的有效控制, 使其成为支撑业绩增长的有力武器, 确保了公司在收入萎缩的情况下仍录得近 10%的利润增长。在成本稳定, 销售、管理费用等控制有力的情况下, 公司销售净利率比上年提升 2.26 个百分点。

● **风险提示:** 宏观经济特别是东南沿海地区严峻的经济形势, 可能对公司业绩形成压力; 进口葡萄酒的大举进入也将对国内市场形成冲击。

● **投资建议:** 尽管从长期来看, 我国的葡萄消费仍有较大的增长空间, 但短期来看, 葡萄酒消费受宏观经济增速放缓冲击较大, 我们调低了对公司 2009-2011 年的盈利预测, 预计各年的 EPS 分别为 1.87、2.11、2.50 元, 对应的动态市盈率分别为 25.2、22.7、19.2, 考虑到公司作为行业龙头的品牌号召力和增长性, 维持“增持”评级, 建议谨慎关注。



表 1：张裕 A 单季利润表

单位：百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	同比变化
一、营业总收入	996	443	614	677	1,265	556	743	889	1,257	(0.58)
营业收入	996	443	614	677	1,265	556	743	889	1,257	(0.58)
二、营业总成本	715	342	425	300	901	407	482	491	863	(4.20)
营业成本	332	134	197	164	381	166	256	233	375	(1.78)
营业税金及附加	63	41	44	38	82	44	41	48	63	(22.92)
销售费用	248	146	160	71	373	170	174	152	362	(2.84)
管理费用	72	31	19	56	75	35	21	64	73	(2.79)
财务费用	-6	-5	-6	-7	-11	-9	-9	-6	-10	(4.57)
资产减值损失	5	-5	12	-21	0	0	0	1	0	
三、其他经营收益	0	0	0	1	0	2	1	1	0	
投资净收益	0	0	0	1	0	2	1	1	0	
四、营业利润	281	101	189	378	364	152	261	399	395	8.38
加：营业外收入	1	-0	2	3	2	1	5	2	1	(67.28)
减：营业外支出	0	0	0	4	0	3	0	0	0	(81.76)
五、利润总额	281	100	191	377	366	150	266	401	395	8.01
减：所得税	84	24	53	149	94	21	77	98	96	2.60
六、净利润	197	77	138	228	272	129	189	304	299	9.87
减：少数股东损益	2	-1	1	2	1	2	-0	-3	1	2.67
归属于母公司所有者净利润	195	78	137	225	272	127	190	306	299	9.89
七、每股收益：	0.37	0.15	0.26	0.43	0.52	0.24	0.36	0.58	0.57	8.87
收入增长率(%)	22.72	37.68	28.88	21.45	27.02	25.49	20.95	31.40	-0.58	(27.59)
毛利率(%)	66.65	69.69	67.96	75.80	69.84	70.16	65.55	73.85	70.20	0.37
营业利润率(%)	28.19	22.77	30.72	55.84	28.79	27.27	35.18	44.89	31.38	2.59
净利率(%)	19.78	17.26	22.42	33.64	21.52	23.25	25.50	34.12	23.79	2.26
销售费用率(%)	24.88	32.96	26.10	10.42	29.49	30.62	23.48	17.09	28.82	(0.67)
管理费用率(%)	7.26	6.98	3.10	8.22	5.93	6.28	2.76	7.17	5.79	(0.13)
归属于母公司净利润增长率(%)	30.34	49.44	46.45	127.8	39.10	63.32	38.28	35.87	9.89	(29.22)

资料来源：公司公告 山西证券研究所



➤ 调低盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	3,453.44	3,781.60	4,223.17	4,944.48
营业收入	3,453.44	3,781.60	4,223.17	4,944.48
二、营业总成本	2,280.95	2,474.57	2,747.42	3,196.05
营业成本	1,036.02	1,120.76	1,239.75	1,435.81
营业税金及附加	214.62	234.46	261.84	306.56
销售费用	869.79	945.40	1,055.79	1,236.12
管理费用	194.24	207.99	228.05	262.06
财务费用	-35.36	-34.03	-38.01	-44.50
资产减值损失	1.64	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	3.96	1.00	1.00	1.00
投资净收益	3.96	1.00	1.00	1.00
四、营业利润	1,176.46	1,308.03	1,476.75	1,749.44
加：营业外收入	10.49	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	3.70	4.00	4.00	4.00
五、利润总额	1,183.25	1,309.03	1,477.75	1,750.44
减：所得税	288.74	319.40	360.57	427.11
六、净利润	894.51	989.63	1,117.18	1,323.33
减：少数股东损益	-0.11	2.97	3.35	3.97
归属于母公司所有者的净利润	894.62	986.66	1,113.82	1,319.36
七、每股收益：	1.70	1.87	2.11	2.50
净利润增长率(%)	40.75	10.29	12.89	18.45

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。