

张裕A (000869): 收入增速加快, 一季度业绩可期

增持 (维持)

食品饮料行业/葡萄酒

当前股价: 71.6 元

报告日期: 2010 年 4 月 16 日

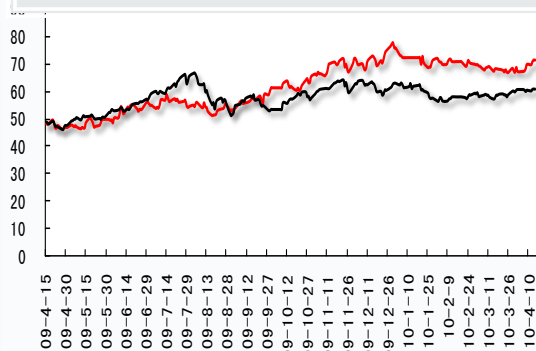
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3,453	4,199	5,069	6,094
(+/-)	26.49%	21.60%	20.72%	20.20%
营业利润	1,176	1,472	1,821	2,258
(+/-)	24.06%	25.13%	23.70%	23.98%
归属于母公司 的净利润	895	1,127	1,393	1,726
(+/-)	40.75%	26.01%	23.56%	23.91%
每股收益 (元)	1.70	2.14	2.64	3.27
市盈率 (倍)	43	34	27	22

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	52700/13600
流通市值 (亿元)	97.21
每股净资产 (元)	5.76
资产负债率 (%)	40.82

股价表现 (最近一年)



— 张裕A — 上证指数

天相农业食品组

联系人: 一遯海燕

021-58824282-894 luhy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年 1-12 月, 公司实现营业收入 41.99 亿元, 同比增长 21.6%; 实现营业利润 14.72 亿元, 同比增长 25.13%; 实现归属母公司净利润 11.27 亿元, 同比增长 26.01%; 每股收益 2.14 元, 略高于我们的预期。利润分配预案, 向全体股东按 10 股派发现金红利 12 元人民币 (含税)。
- 其中, 四季度营业收入 12.49 亿元, 同比大幅增长 40.40%; 实现营业利润 5.24 亿元, 同比增长 31.14%; 实现归属母公司净利润 4 元, 同比增长 30.71%。
- 四季度销售增速加快, 来源于行业回升和分类营销。四季度营业收入增速 40.4%, 同比增加 10 个百分点, 环比增加 8.3 个百分点。报告期末预收账款 3.71 亿元, 同比增加 96.72%, 环比三季度末增加 48.32%, 快速增长势头显现。公司实施分类营销, 区分品类、酒种、渠道和消费群, 采取不同的营销策略, 不断深化市场细分。在 09 年下半年葡萄酒行业加速回暖的背景下, 公司的深度分类营销推动产品销售加速上升。
- 中高档酒增势强劲, 带来毛利率提升。2009 年, 葡萄酒收入 33.9 亿元, 同比增长 23.64%, 白兰地、香槟等收入增速在 10% 左右。报告期内, 爱斐堡酒庄酒销量 236 吨, 销售额 1.15 亿元, 分别同比增长 145.83% 和 274.04%; 冰酒、卡斯特销量也保持了快速增长。中高档酒的快速增长, 带来葡萄酒毛利率同比增加 2.04 个百分点, 销售费用率略有上升, 同比增加 0.86 个百分点。
- 一季度销售增速可期。我们预计, 公司一季度将有较快增长, 主要是: 1) 去年同期基数较低; 2) 今年的春节因素; 3) 行业回升趋势延续; 4) 公司继续推进深度分类营销。公司经营计划集中在加大市场开发力度, 理顺各品牌之间的关系; 增建优质葡萄基地, 加快在陕西咸阳、宁夏和新疆等地酒庄、酒厂建设步伐。
- 盈利预测与评级。公司实行分类营销, 同时爱斐堡也逐渐进入成熟放量期, 保证了销售增速稳中有升。我们预计 2010 年、2011 年每股收益分别为 2.64 元和 3.27 元, 以最新收盘价 71.6 元计算, 对应动态市盈率分别为 27X 和 22X, 估值优势明显, 维持“增持”评级。
- 风险提示。1) 中高档葡萄酒竞争加剧的风险; 2) 大盘波动对公司股价的影响。

图表 1： 张裕 A 盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	273,017	345,344	419,940	506,947	609,368
增长率 (%)	25.97%	26.49%	21.60%	20.72%	20.20%
减：营业成本	82,700	103,602	119,167	141,315	166,017
综合毛利率	69.71%	70.00%	71.62%	72.12%	72.76%
营业税金及附加	18,632	21,462	25,333	30,417	36,562
销售费用	62,465	86,979	109,367	131,806	158,436
管理费用	17,797	19,424	22,005	26,361	30,468
财务费用	(2,338)	(3,536)	(3,023)	(3,042)	(4,875)
期间费用率	28.54%	29.79%	30.56%	30.60%	30.20%
资产减值损失	(963)	164	146	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	103	396	261	2,000	3,000
营业利润	94,828	117,646	147,206	182,089	225,760
增长率 (%)	67.73%	24.06%	25.13%	23.70%	23.98%
加：营业外收入	563	1,049	2,880	2,000	2,000
减：营业外支出	447	370	160	200	200
利润总额	94,944	118,325	149,925	183,889	227,560
增长率 (%)	68.00%	24.63%	26.71%	22.65%	23.75%
净利润率 (%)	34.78%	34.26%	35.70%	36.27%	37.34%
减：所得税费用	31,055	28,874	36,327	44,317	54,614
实际税负比率 (%)	32.71%	24.40%	24.23%	24.10%	24.00%
净利润	63,889	89,451	113,599	139,572	172,946
归属母公司所有者的净利润	63,563	89,462	112,733	139,293	172,600
增长率 (%)	61.12%	40.75%	26.01%	23.56%	23.91%
净利润率 (%)	23.28%	25.91%	26.84%	27.48%	28.32%
少数股东损益	327	(11)	866	279	346
每股收益	1.21	1.70	2.14	2.64	3.27

资料来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002