

张裕A(000869)

上涨空间需以时间换，年均20%回报率仍可期

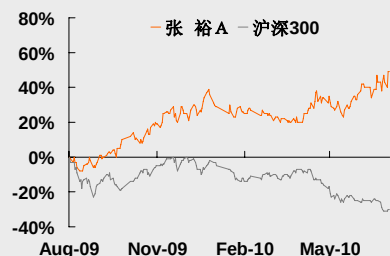
强烈推荐（维持）

现价：93.80 元

主要数据

行业	食品、饮料
公司网址	www.changyu.com.cn
大股东/持股	烟台张裕集团有限公司/ 266
实际控制人/持股	烟台张裕集团有限公司/ 266
总股本(百万股)	527
流通 A 股(百万股)	136
流通 B/H 股(百万股)	178
总市值（亿元）	494
流通 A 股市值(亿元)	128
每股净资产(元)	6.48
资产负债率(%)	33.8

行情走势图



相关研究报告

《食品饮料行业季报（2010Q3）- 遥望均贫富，近忧成本升》 2010年7月9日
 《时间换空间是主线--平安证券2010年下半年食品饮料行业投资策略》 2010年6月21日
 《张裕（000869,200869）09年年报点评 - 分享行业成长机会，维持A股“推荐”评级》 2010年4月16日

研究员

文 献 CFA 食品饮料高级研究员
 S1060209040123
 0755-22627143
 wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁 联络人
 S1060110040054
 0755-22625697
 DINGYUNJIE640@pingan.com

投资要点

■ 1H10 营收同比增 26%，净利同比增 28.7%

“细分市场，分类营销”的营销新政策推动张裕 1H10 营收增速略超行业。专注葡萄酒中高档产品的战略引导公司继续提高中高档产品比例，并带动当期毛利率同比上升了 1.8 个百分点。营收增长和毛利率上升共同推动张裕 1H10 净利润同比增长 28.7%，上半年 EPS1.11 元。

■ 未来几年快速增长基础已具备，毛利率有望继续走高

我们认为，通过针对不同产品细分渠道运作，并全方位推动渠道下沉，张裕已为未来几年快速增长打下了基础。我们预计张裕 10-12 年营收同比可分别增长 22.9%、19%和 19%。同时，张裕中高档产品占比将进一步上升，并有望带动公司总体毛利率继续走高。

■ 小幅上调 10-12 年 EPS

上调 10-12 年预测 EPS 至 2.71、3.38 和 4.16 元，上调幅度分别为 3%、5%和 6%，同比增幅分别为 27%、25%和 23%。分别以 8 月 6 日 93.8 元、70.66 元(港币 81 元)的收盘价计算，张裕 A10 至 12 年动态 PE 分别为 35、28 和 23 倍，张裕 B 动态 PE 为 26、21 和 17 倍。

■ 年均 20%回报率仍可期，维持 A 股“强烈推荐”评级

由于张裕 A 的 PE 已高，我们认为其股价进一步上升的空间需要以时间来换，若现在投资买入张裕 A，未来 3 年年均回报率仍有望达到 20%。当前张裕 B 股较 A 股折价约 25%，10 年 PE 仅 26 倍，更值得投资者关注。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入（百万元）	2,730.2	3,453.4	4,199.4	5,161.7	6,140.5
YoY(%)	26.0	26.5	21.6	22.9%	19.0
净利润（百万元）	635.6	894.6	1,127.3	1,438.3	1,797.7
YoY(%)	61.1	40.7	26.0	26.6	25.0
毛利率(%)	69.7	70.0	71.6	71.8	72.3
净利率(%)	23.3	25.9	26.8	27.9	29.3
ROE(%)	28.5	35.2	37.1	47.0	52.7
EPS(摊薄/元)	1.2	1.7	2.1	2.71	3.38
P/E(倍)	77.8	55.3	43.9	27.7	22.5
P/B(倍)	22.2	19.4	16.3	13.2	10.7

一、中报解读： 1H10 净利增速略超市场预期

营销新政见效推动营收增速超行业。2Q10 张裕营收增长 26%，增速与 1Q10 持平，略快于 1-5 月规模以上葡萄酒企业 22.7%的营收同比增速。我们认为，这应该是受益于张裕 09 上半年开始的“细分市场，分类营销”的营销新政策。通过针对不同产品细分渠道运作，并全方位推动渠道下沉，张裕已为未来几年快速增长打下了基础，有望与市场继续同步快速增长，并保持稳定的市场份额。

毛利率上升缘于公司战略，未来有望继续走高。2Q10 张裕毛利率同比大升 4.5 个百分点至 74.3%，1H10 毛利率也升 1.8 个百分点至 71.9%，这主要缘于中高档酒占比上升，如葡萄酒中的爱菲堡酒庄酒和解百纳上半年就分别增长了 200%和 30%。张裕的战略是酒种上以葡萄酒为主，产品上专注中高档，10 年中报数据表明公司战略得到很好地执行。我们预计，张裕未来中高档产品占比将进一步上升，公司总体毛利率也有望继续走高。

营收增长和毛利率上升推动公司 1H10 净利增 28.7%，略超市场预期，中报 EPS1.11 元。

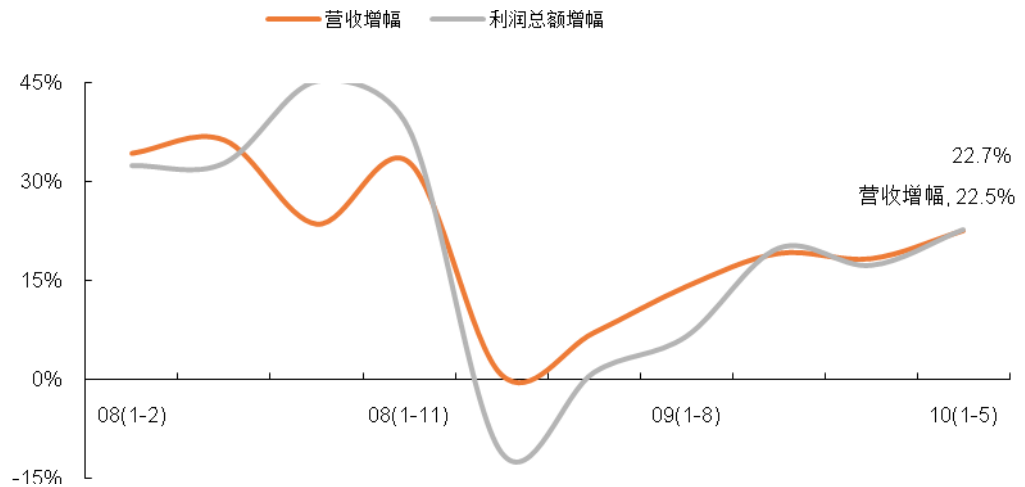
图表 1 利润表快读：2Q净利同比增32%

单位：百万元，元/股

	2Q09	2Q10	QoQ	1H09	1H10	HoH	
营业收入	712	897	26.0%	1,969	2,482	26.0%	高档酒占比上升，爱菲堡和解百纳上半年
营业成本	215	230	7.3%	589	698	18.4%	分别增长200%和30%
毛利率	69.8%	74.3%	4.5%	70.1%	71.9%	1.8%	2Q10毛利率同比升4.5个百分点，缘于高
毛利	497	666	34.0%	1,380	1,784	29.3%	档酒占比上升，其毛利率更高
营业税金及附加	44	56	27.5%	107	144	34.8%	
销售费用	222	305	37.4%	584	761	30.2%	细分市场，分类营销带动销售费用上升
管理费用	34	35	3.7%	106	110	3.5%	管理费用控制良好，规模效应明显
财务费用	-5	-2	59.3%	-15	-5	63.8%	1H10利息支出增6百万，利息收入减7百万，应与准备参加恒丰银行增发有关
资产减值损失	0	0	-	0	-	-	
公允价值变动收益	0	0	-	0	-	-	
投资收益	0	0	-	0	0	-	
营业利润	203	273	34.7%	598	775	29.7%	
营业利润率	28.5%	30.5%	2.0%	30.3%	31.2%	0.9%	
营业外收入	8	5	-41.6%	8	5	-40.4%	
营业外支出	0	0	-23.4%	0	1	1134.0%	
利润总额	211	278	31.8%	606	779	28.6%	
所得税	53	63	18.4%	150	186	24.6%	
所得税率	25.4%	22.8%	-2.6%	24.7%	23.9%	-0.8%	2Q所得税率降低2.6个百分点
少数股东权益	0	7	1395.0%	1	7	583.6%	
归属于母公司净利润	157	208	32.4%	455	586	28.7%	2Q利润增速提升至32.4%
净利率	22.1%	23.9%	1.8%	23.2%	23.9%	0.7%	
EPS	0.30	0.39	32.4%	0.86	1.11	28.7%	略高于全年EPS同比增26%的一致预期

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 规模以上葡萄酒企业10年1-5月营收增长22.5%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 1H10葡萄酒营收增速仍最快，中高档占比继续升高

单位：百万元

	1H2008	2H2008	1H2009	2H2009	1H2010
葡萄酒	1,446	1,296	1,587	1,803	2,043
同比增长率	28.3%	29.8%	9.8%	39.1%	28.7%
毛利率	71.9%	72.0%	72.2%	75.6%	74.0%
同比变化	1.9%	-1.7%	0.3%	3.6%	1.8%
白兰地	275	250	290	292	334
同比增长率	15.9%	17.9%	5.2%	16.5%	15.5%
毛利率	64.2%	64.8%	63.7%	58.6%	61.8%
同比变化	3.2%	-0.73%	-0.50%	-6.23%	-1.94%
其他	100	85	93	135	105
同比增长率	34.0%	6.5%	-7.2%	57.8%	12.4%
毛利率	57.3%	57.0%	54.4%	69.8%	63.3%
同比变化	4.9%	-12.9%	-3.0%	12.8%	8.9%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、年均回报率 20%仍可期，维持“强烈推荐”

上调10-12年预测EPS至2.71、3.38和4.16元，上调幅度分别为3%、5%和6%，同比增幅分别为27%、25%和23%。主要是根据上半年业务发展情况，将10年葡萄酒营收增速假设从20%上调至25%。

图表 4 10年EPS上调3.1%至2.71元

单位：元/股，倍

	调整幅度			EPS(调整后)			PE (8月5日收盘价)		
	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
张裕 A	3.1%	5.0%	6.0%	2.71	3.38	4.16	34.6	27.7	22.5
张裕 B							26.1	20.9	17.0

资料来源：平安证券研究所、WIND

张裕A未来3年年均20%回报率仍可期，但股价上升空间需要以时间换，维持“强烈推荐”评级，B股估值优势明显，更值得关注。分别以8月6日93.8元、70.66元(港币81元)的收盘价计算，张裕A10至12年动态PE分别为35、28和23倍，张裕B动态PE为26、21和17倍。由于张裕A的PE已高，我们认为其股价进一步上升的空间需要以时间来换，若现在投资买入张裕A，未来3年年均回报率仍有望达到20%。当前张裕B股较A股折价约25%，10年PE仅26倍，我们认为更值得投资者关注。

图表 5 主要食品饮料公司估值对比

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	
双汇发展	000895	49.48	1.50	1.88	2.24	32.9	26.3	22.1	强烈推荐
山西汾酒	600809	53.00	0.82	1.19	1.80	64.6	44.7	29.4	强烈推荐
张裕 A	000869	93.80	2.14	2.71	3.38	43.9	34.6	27.7	强烈推荐
张裕 B	200869	70.66	2.14	2.71	3.38	33.1	26.1	20.9	
贵州茅台	600519	148.20	4.57	5.68	6.86	32.4	26.1	21.6	强烈推荐
五粮液	000858	29.78	0.85	1.27	1.49	34.8	23.5	20.0	中性
泸州老窖	000568	34.79	1.20	1.46	1.74	29.0	23.8	20.0	推荐
青岛啤酒	600600	35.51	0.93	1.20	1.43	38.3	29.6	24.8	推荐
燕京啤酒	000729	22.09	0.52	0.60	0.68	42.6	36.6	32.5	中性
伊利股份	600887	34.07	0.81	0.93	1.12	42.0	36.6	30.4	中性
均值						39.4	30.8	24.9	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,199	5,162	6,141	7,308	净利润	1,136	1,438	1,798	2,212
YoY	21.6%	22.9%	19.0%	19.0%	折旧摊销	59	76	75	75
营业成本	1,192	1,456	1,700	1,987	营运资金投资	-282	368	86	-42
毛利率	71.6%	71.8%	72.3%	72.8%	经营活动现金净流量	1,360	1,172	1,804	2,340
营业税金及附加	253	269	285	302	资本开支	-278	-70	-74	-71
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	250	-1,090	-74	-71
销售费用	1,094	1,344	1,599	1,903	债务融资	264	0	0	0
管理费用	220	242	266	293	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-32	-22	-32	-48	支付红利	-633	-801	-1,071	-1,317
投资净收益	3	12	45	54	融资活动现金净流量	-580	-403	-610	-770
营业利润	1,472	1,884	2,367	2,925	当年现金净流量	1,206	-528	961	1,246
加：营业外收入	29	35	32	25					
减：营业外支出	2	2	2	1					
利润总额	1,499	1,918	2,397	2,949					
减：所得税	363	479	599	737					
净利润	1,136	1,438	1,798	2,212					
减：少数股东损益	9	11	13	16					
归属母公司所有者净利	1,127	1,427	1,784	2,195					
YoY	26.0%	26.6%	25.0%	23.0%					
销售净利润率	27.1%	27.9%	29.3%	30.3%					
EPS（当年股本）	2.14	2.71	3.38	4.16					
EPS（最新股本摊薄）	2.14	2.71	3.38	4.16					

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,545	2,017	2,978	4,223
应收款项	136	152	186	218
预付款项	32	21	32	33
存货	1,131	1,420	1,668	1,943
其他流动资产	32	83	97	117
流动资产合计	3,877	3,693	4,961	6,534
长期股权投资	10	1,030	1,030	1,030
固定资产	1,106	1,102	1,100	1,097
无形资产	148	146	146	146
其他非流动资产	224	223	223	223
非流动资产合计	1,487	2,501	2,499	2,495
资产总计	5,364	6,194	7,460	9,030
短期借款	225	225	225	225
应付款项	343	322	382	443
预收款项	371	233	248	312
应付股利	0	801	1,071	1,317
其他流动负债	1,212	1,396	1,590	1,893
流动负债合计	2,150	2,976	3,515	4,190
长期借款	11	11	11	11
应付债券	5	5	5	5
其他非流动负债	23	23	23	23
非流动负债合计	39	39	39	39
负债合计	2,189	3,015	3,554	4,229
归属母公司所有者权益	3,038	3,032	3,745	4,624
其中：实收资本	527	527	527	527
少数股东权益	136	147	161	177
股东权益合计	3,175	3,179	3,906	4,801
负债及股东权益总计	5,364	6,194	7,460	9,030

重要指标速览	2009	2010E	2011E	2012E
估值				
PE	43.9	34.6	27.7	22.5
PEG	1.8	1.6	1.5	1.4
PB	16.3	16.3	13.2	10.7
P/S	11.8	9.6	8.1	6.8
EV/EBITDA	32.2	24.9	20.0	16.4
股息收益率	1.3%	1.6%	2.2%	2.7%
经营回报率				
ROE	40.4%	47.0%	52.7%	52.5%
ROA	23.1%	24.2%	25.7%	26.2%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	40.8%	48.7%	47.6%	46.8%
速动比率	1.3	0.8	0.9	1.1
运营效率				
存货周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
流动资产周转率	1.2	1.4	1.4	1.3
固定资产周转率	4.2	4.7	5.6	6.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257