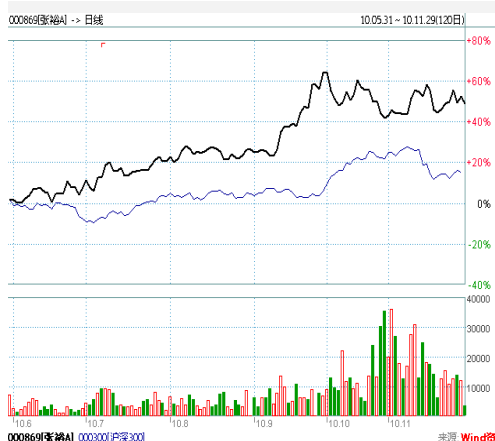




张裕 A (000869)：整改将促进公司治理结构完善

——调研简报

近 6 月该股相对沪深 300 指数走势



基础数据

总股本（百万股）	527.28
实际流通 A 股（百万股）	135.77
实际流通 A 股市值（亿元）	149.35

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研 究 员 李洁影

电 话 025-83367888-3105

邮 箱 jieying0112@sina.com

● 内容提要

公司评级： 推荐

- **事件：**近日我们对张裕公司进行了实地调研，了解了证监局整改意见的相关情况，以及公司销售、生产经营状况等。
- **整改的完成将有助于解决公司历史遗留问题，理顺治理结构：**公司于2011年11月2日发布了关于收到山东证监局《采取责令改正措施》的公告，整改意见大致包括多预提广告费用、商标使用权方面的问题、在建工程未及时转入固定资产、收入确认问题、关联交易等方面的问题。公司明确表示，意见中所涉及的问题属公司历史遗留问题，也是公司内部管理存在的一些弊端所导致，并不涉及隐藏利润等动机。例如多预提的广告费用，是多年累积的结果，由于当时数额较小审计师对此也表示认同，没有引起管理者的注意，而此后8年累积下来后金额巨大，才造成了这样的结果；商标使用权是历史遗留问题，子商标“爱斐堡”“黄金冰谷”今年可以注入上市公司，但“张裕”商标注入上市公司尚待时日，并非一朝一夕可以解决；固定资产的转入为属于部门之间的沟通不完善，财务与工程部没有建立良好的衔接。我们认为此次的整改意见，引起了公司管理层对公司内部治理的关注，有助于历史遗留问题的解决，加强部门之间的协调沟通，改进管理措施，理顺公司的治理结构。但并不会直接的带来利润的增加，利润商标注入上市公司，尽管可以减少商标使用费的支出，但会大大的增加无形资产的摊销。
- **三季度增速低于预期原因在于去年的基数过高：**三四季度一般是公司的销售淡季，但由于2008年金融危机的影响，2009年下半年经济回暖之际许多经销商加大了备货的力度，导致去年下半年出现了淡季不

淡的现象，而今年的三四季度回归到了淡季的局面，增速下降属于正常。

- **业绩增长稳定，尚未提价计划：**预计2010年的收入增长大概20%，而公司表示尚未有提价的计划。此外，公司的管理层的绩效考核标准有一项内容是收入增长15%的部分可以利润提成，因此我们认为对公司长期保持稳定增长是一个比较利好的因素。而公司表示进口葡萄酒对公司的压力今年比较明显，因此公司也对此加大了在产品、渠道上投入，以应对日益激烈的竞争。
- **投资建议：**公司主营业务增长稳定，随着整改的进行，将从源头上改变理顺公司的治理结构，而原材料基地的布局全面拓展，在长期内将继续保持行业龙头地位。预计公司2010-2012年EPS分别为：2.72元、3.45元、4.48元，对应PE分别为：40.4倍、31.88倍、24.55倍。维持“推荐”评级。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；

推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；

中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；

回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。