

张裕 A (000869)

增持/维持评级

股价: RMB85.82

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8615

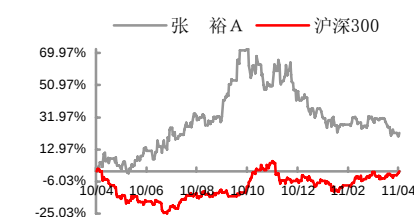
luhy@mail.htlhc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	527
流通 A 股(百万股)	349
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	29,934

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

公司业绩进入稳定增长期

—张裕 2010 年报点评

- 张裕 2010 年实现每股收益 2.72 元,并公告拟每股派现金 1.40 元(含税)。公司 2010 年实现营业收入 49.82 亿元,同比增长 18.66%;实现归属于母公司的净利润 14.34 亿元,同比增长 27.22%,每股收益 2.72 元,略高于我们之前的预期。
- 进口葡萄酒对公司的销量增长形成一定压力,未来销量增速将稳定在 20% 左右。公司 2010 年的营业收入增速为 18.66%,较 09 年同期下降 5 个百分点,其中公司主产品葡萄酒的收入为 40.69 亿元,同比增长 20.04%,较 09 年下降 3 个百分点,2010 年葡萄酒的进口量持续大幅增长,对公司葡萄酒销售的增长造成一定压力,葡萄酒销量增速的下降导致了公司收入增速的下降。由于进口葡萄酒增长是势头较为迅猛,我们预计未来 2-3 年进口葡萄酒的销售将继续保持较快的增长,张裕的销量在短期内将暂时告别高增长,销量增速将维持在 20% 左右。
- 葡萄酒产品的提价和结构的提升推升公司毛利率,推升净利润的增长。公司 2010 年的整体毛利率为 74.97%,较 09 年提升了 3 个百分点;葡萄酒业务的毛利率为 77.6%,较 09 年提升 3.6 个百分点。公司毛利率的提升主要来自于以下两点:1、公司去年对部分产品进行了提价;2、去年爱菲堡及冰酒等高档产品的销量增速较快,占收入的比重提升。公司毛利率的提升帮助公司的净利润增速超过收入增速。公司未来将继续坚持“以葡萄酒为主,以中高档产品为主”的战略,产品结构将持续提升,预计未来公司的毛利率和盈利能力将继续提升。
- 公司业绩将进入稳定增长期,维持增持评级。我们认为国内葡萄酒行业仍是所有食品饮料子行业中未来增长潜力和空间最大的,作为行业龙头张裕凭借其品牌优势和渠道深度覆盖仍能实现稳定增长,但由于未来 2 年进口葡萄酒的冲击仍然会较大,公司将暂时告别前几年的高增长进入一个较为稳定的增长期,我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 3.43 和 4.33 元,相对于目前的股价公司 2011 年的 PE 为 26 倍,相对于公司的稳定而确定的业绩增速,目前的估值较为合理,维持增持评级。
- 风险提示: 进口葡萄酒的冲击大于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4982.9	6023.0	7291.0	8875.0
(+/-%)	18.7	20.9	21.1	21.7
归属母公司净利润(百万元)	1434.2	1808.0	2285.0	2922.0
(+/-%)	27.2	26.1	26.4	27.9
EPS(元)	2.72	3.43	4.33	5.54
P/E(倍)	32.0	25.4	20.1	15.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4031	5343	7800	10842	营业收入	4983	6023	7291	8875
现金	2490	3217	5324	7857	营业成本	1258	1445	1684	2005
应收账款	100	159	185	229	营业税金及附加	286	343	408	488
其他应收款	31	61	70	86	营业费用	1338	1566	1859	2174
预付账款	75	37	36	51	管理费用	218	259	306	373
存货	1294	1412	1631	1944	财务费用	-29	-7	-15	-30
其他流动资产	41	458	554	675	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	1952	1619	1698	1779	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	1188	1295	1356	1403	营业利润	1907	2417	3048	3864
无形资产	209	220	248	283	营业外收入	26	11	13	15
其他非流动资产	550	104	95	93	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	5983	6962	9498	12621	利润总额	1930	2425	3058	3876
流动负债	1882	1229	1459	1659	所得税	475	597	753	954
短期借款	0	201	211	214	净利润	1454	1828	2305	2922
应付账款	259	352	410	504	少数股东损益	20	20	20	0
其他流动负债	1623	675	838	941	归属母公司净利润	1434	1808	2285	2922
非流动负债	105	1	1	1	EBITDA	1937	2479	3111	3919
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.72	3.43	4.33	5.54
其他非流动负	105	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	1987	1230	1460	1660	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	156	176	196	196	成长能力				
股本	527	527	527	527	营业收入	18.7%	20.9%	21.1%	21.7%
资本公积	557	494	494	494	营业利润	29.5%	26.7%	26.1%	26.8%
留存收益	2755	4563	6849	9771	归属母公司净利润	27.2%	26.1%	26.4%	27.9%
归属母公司股	3840	5585	7870	10793	获利能力				
负债和股东权	5983	6991	9527	12649	毛利率(%)	74.8%	76.0%	76.9%	77.4%
现金流量表					净利率(%)	28.8%	30.0%	31.3%	28.8%
单位:百万元					ROE(%)	37.3%	32.4%	29.0%	27.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	92.0%	65.9%	77.1%	86.1%
经营活动现金	1202	566	2239	2664	偿债能力				
净利润	1454	1828	2305	2922	资产负债率(%)	33.2%	17.6%	15.3%	13.1%
折旧摊销	78	70	78	84	净负债比率(%)	17.3%	16.4%	14.4%	12.9%
财务费用	-29	-7	-15	-30	流动比率	2.14	4.35	5.34	6.54
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	1.45	3.20	4.23	5.36
营运资金变动	-312	-1382	-130	-312	营运能力				
其他经营现金	12	57	0	0	总资产周转率	0.88	0.93	0.89	0.80
投资活动现金	-248	-149	-157	-164	应收账款周转率	50	47	42	43
资本支出	186	150	125	125	应付账款周转率	4.18	4.73	4.42	4.39
长期投资	-5	-5	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-67	-4	-32	-39	每股收益(最新摊	2.72	3.43	4.33	5.54
筹资活动现金	-641	-42	24	34	每股经营现金流	2.24	1.07	4.25	5.05
短期借款	-225	201	10	4	每股净资产(最新	7.28	10.59	14.93	20.47
长期借款	-11	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	32.03	25.40	20.09	15.72
资本公积增加	-0	-63	0	0	P/B	11.96	8.22	5.84	4.26
其他筹资现金	-406	-180	15	30	EV/EBITDA	23	18	14	11
现金净增加额	314	375	2107	2534					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn