



食品饮料/必需消费

张裕 A (000869)

三季度业绩 坚定增长信心

——张裕 A 2011 年三季度报点评

	胡春霞	林园远
	021-38676186	021-38676654
	huchunxia@gtjas.com	linyuan yuan@gtjas.com
编号	S0880511010015	S0880511010018

本报告导读:

张裕三季度收入、净利增 23.6%、41.8%，Eps 2.4 元。销售体系不断调整、产品结构持续升级，再加上爱斐堡酒庄进入利润拐点，新建酒庄酒的持续放量，是公司业绩稳定高增可期。目前股价对应 12 年 22 倍 PE，0.66PEG，估值便宜，增持评级。

投资要点:

- 张裕 A 三季度收入 44.1 亿，净利 12.6 亿，同比增 23.6%、41.8%，Eps 2.4 元。其中三季度单季收入 13.2 亿，净利 3.9 亿，同比增 21.6%、26.5%，Eps 0.73 元。
- 产品提价、中高档酒销量提增，毛利率提升 3.74 个百分点：年初的产品提价，加上中高档酒销量占比提增，导致综合毛利率上升至 75.4%，比去年同期提高了 3.74 个百分点。9 月份公司又对白兰地提价 24%，因此预计下半年毛利率还会有提升。
- 期间费用率下降 0.8 个百分点：三季度公司期间费用率 31.2%，比去年同期下降 0.8 个百分点。随着规模效益的逐步体现，三级营销模式的成型、管理机制的完善，未来期间费用率下降预期明确。
- 产品结构仍在上移：目前公司解百纳以上产品的收入占比超过 60%，成为其利润的主要来源，未来酒庄酒的放量将来带公司产品结构继续上移，盈利能力也将继续提升。
- 分渠道考核，销售体系不断调整：2010 年张裕推行的分类营销，是其今年各品类产品销量增长加速的原因之一，今年公司推出分渠道考核，更细化任务，加强激励，为未来新产品推出奠定基础。
- 业绩增长明确，估值优势显著：此次三季报略超市场预期，2011-2013 年，公司销售体系不断调整、产品结构的不断升级，再加上爱斐堡酒庄进入利润拐点，新建酒庄酒的持续放量，公司业绩增长可期。略微上调 2011、2012 年 Eps 至 3.75、4.97 元，对应 2012 年 PE 22 倍，估值优势显著，维持 1 年 138 元目标价，目前仍有 28% 的股价空间，给予增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,199	4,983	6,299	7,903	9,847
(+/-)%	22%	19%	26%	25%	25%
经营利润 (EBIT)	1,442	1,878	2,562	3,414	4,465
(+/-)%	26.4%	30.3%	36.4%	33.2%	30.8%
净利润	1,127	1,434	1,977	2,621	3,417
(+/-)%	26.0%	27.2%	37.8%	32.6%	30.4%
每股净收益 (元)	2.14	2.72	3.75	4.97	6.48
每股股利 (元)	1.20	1.40	2.06	2.73	3.56

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	35.8%	39.3%	41.9%	44.8%	47.1%
净资产收益率 (%)	37.1%	37.4%	38.9%	39.6%	39.8%
投入资本回报率 (%)	31.8%	34.6%	36.1%	37.4%	37.9%
EV/EBITDA	36.0	27.6	20.5	15.3	11.6
市盈率	50.0	39.3	28.5	21.5	16.5
股息率 (%)	1.1%	1.3%	1.9%	2.6%	3.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 138.00

上次预测: 138.00

当前价格: 108.49

2011.10.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	83.88-121.9
总市值 (百万元)	57,205
总股本/流通 A 股 (百万股)	527/349
流通 B 股/H 股 (百万股)	178/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	73

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,978
每股净资产	7.55
市净率	14.4
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.72	1.07
Q2	0.39	0.60
Q3	0.58	0.73
Q4	1.03	1.36
全年	2.72	3.75

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	-4%	0%
相对指数	5%	10%	23%

相关报告

《张裕 A: 正值乘风破浪时》	2011.10.23
《成长行业中的优质公司》	2011.08.12
《长期稳定增长典范，中高档酒增长提速》	2011.08.09
《分类营销显效，12 年产能投放再增长》	2011.05.17
《张裕增长再加速，增持》	2011.04.25

模型更新时间: 2011.10.26

股票研究

必需消费
食品饮料

张裕 A (000869)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 138.00

上次预测: 138.00

当前价格: 108.49

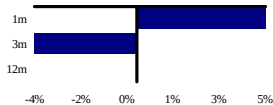
公司网址

www.changyu.com.cn

公司简介

公司是中国第一个工业化生产葡萄酒的厂家,也是目前中国乃至亚洲最大的葡萄酒生产经营企业。公司以葡萄酒酿造为主,集保健酒与中成药研制开发、粮食白酒与酒精加工等于一体的大型综合性企业集团。公司的“4+1”战略已经形成,即四大酒庄与解百纳这一主力利润产品,其中解百纳为公司最主要的利润来源;四大酒庄取高端路线、各走一枝,卡斯特酒庄是老核心,对张裕高端品牌形象贡献很大,北京爱斐堡酒庄新近推出“期酒”概念,锁住高消费群体;张裕的冰酒酒庄面向时尚新贵,新可以斯酒庄之地位亦在上升。公司

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

83.88-121.92

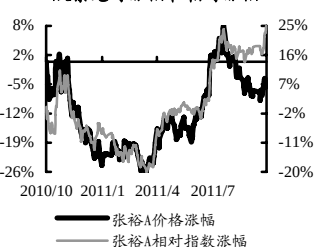
市值 (百万)

57,205

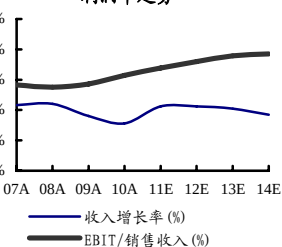
财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表								
营业收入	2,730	3,453	4,199	4,983	6,299	7,903	9,847	12,035
营业成本	827	1,036	1,192	1,258	1,533	1,807	2,174	2,621
税金及附加	186	215	253	286	340	415	482	590
营业费用	625	870	1,094	1,338	1,606	1,992	2,431	2,949
管理费用	178	194	220	218	258	277	295	325
EBIT	925	1,141	1,442	1,878	2,562	3,414	4,465	5,552
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	3	1	1	1	1	1
财务费用	-23	-35	-30	-29	-38	-41	-45	-57
营业利润	948	1,176	1,472	1,907	2,601	3,454	4,509	5,609
所得税	311	289	363	475	643	853	1,112	1,381
少数股东损益	3	0	9	20	5	7	9	11
净利润	636	895	1,127	1,434	1,977	2,621	3,417	4,244
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产	1,323	1,749	2,545	2,490	2,643	2,761	3,182	4,451
其他流动资产	1,003	1,157	1,332	1,541	1,933	2,378	2,987	3,686
长期投资	25	10	10	5	10	10	10	10
固定资产合计	709	923	1,146	1,468	2,498	3,678	4,806	5,588
无形及其他资产	191	222	331	480	568	684	786	895
资产合计	3,251	4,061	5,364	5,983	7,652	9,511	11,771	14,630
流动负债	937	1,432	2,150	1,882	2,287	2,605	2,880	3,363
长期负债	0	0	39	106	125	125	125	125
股东权益	2,314	2,629	3,175	3,996	5,240	6,781	8,765	11,141
投入资本(IC)	2,314	2,629	3,433	4,096	5,360	6,901	8,885	11,261
现金流量表								
NOPLAT	622	863	1,092	1,415	1,934	2,578	3,371	4,192
折旧与摊销	60	59	59	78	76	125	177	224
流动资金增量	(149)	(351)	(275)	319	32	186	389	275
资本支出	73	214	222	322	1,101	1,300	1,300	1,000
自由现金流	606	785	1,100	2,135	3,143	4,188	5,238	5,690
经营现金流	816	1,251	1,360	1,290	2,017	2,525	3,179	4,153
投资现金流	(244)	(735)	250	(1,421)	(1,164)	(1,360)	(1,362)	(1,062)
融资现金流	(389)	(580)	(403)	(868)	(699)	(1,047)	(1,397)	(1,822)
现金流净增加额	184	(64)	1,206	(1,000)	154	118	420	1,269
财务指标								
成长性								
收入增长率	26.0%	26.5%	21.6%	18.7%	26.4%	25.5%	24.6%	22.2%
EBIT 增长率	70.0%	23.4%	26.4%	30.3%	36.4%	33.2%	30.8%	24.3%
净利润增长率	61.1%	40.7%	26.0%	27.2%	37.8%	32.6%	30.4%	24.2%
利润率								
毛利率	69.7%	70.0%	71.6%	74.8%	75.7%	77.1%	77.9%	78.2%
EBIT 率	33.9%	33.0%	34.3%	37.7%	40.7%	43.2%	45.3%	46.1%
净利润率	23.3%	25.9%	26.8%	28.8%	31.4%	33.2%	34.7%	35.3%
收益率								
净资产收益率(ROE)	28.5%	35.2%	37.1%	37.4%	38.9%	39.6%	39.8%	38.8%
总资产收益率(ROA)	19.6%	22.0%	21.0%	24.0%	25.8%	27.6%	29.0%	29.0%
投入资本回报率(ROIC)	26.9%	32.8%	31.8%	34.6%	36.1%	37.4%	37.9%	37.2%
运营能力								
存货周转天数	342	321	324	350	342	358	372	384
应收账款周转天数	10	9	8	7	7	8	8	8
总资产周转天数	400	386	410	416	395	396	394	400
净利润现金含量	1.28	1.40	1.21	0.90	1.02	0.96	0.93	0.98
资本支出/收入	2.69%	6.20%	5.30%	6.46%	17.48%	16.44%	13.20%	8.31%
偿债能力								
资产负债率	28.8%	35.3%	40.8%	33.2%	31.5%	28.7%	25.5%	23.8%
净负债率	-57.2%	-66.5%	-72.8%	-62.3%	-50.4%	-40.7%	-36.3%	-39.9%
估值比率								
PE	88.8	63.1	50.0	39.3	28.5	21.5	16.5	13.3
PB	25.3	22.2	18.6	14.7	11.1	8.5	6.6	5.2
EV/EBITDA	54.9	45.1	36.0	27.6	20.5	15.3	11.6	9.4
P/S	20.67	16.34	13.43	11.32	8.96	7.14	5.73	4.69
股息率	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	1.9%	2.6%	3.3%	5.6%

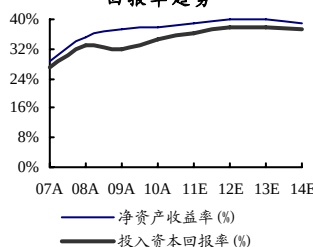
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

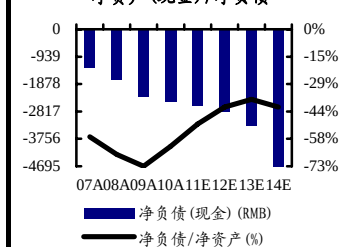
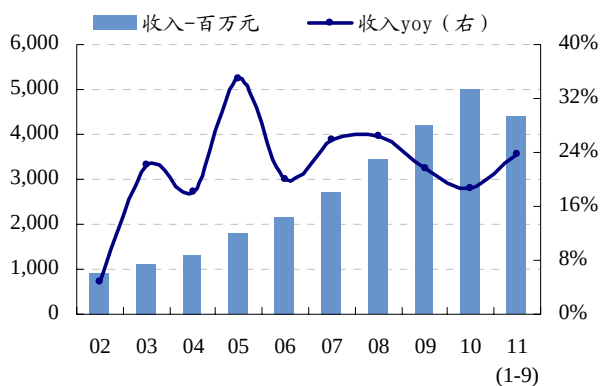
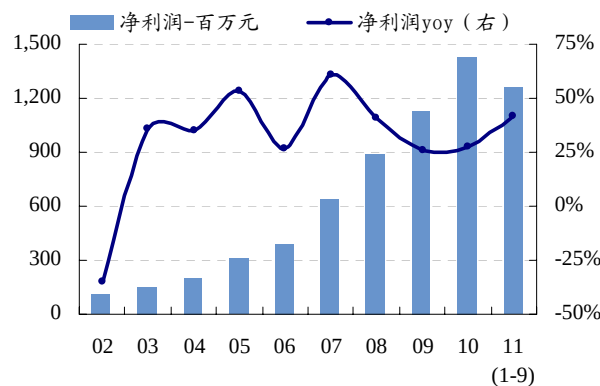


图 1: 三季度收入增速 23.6%



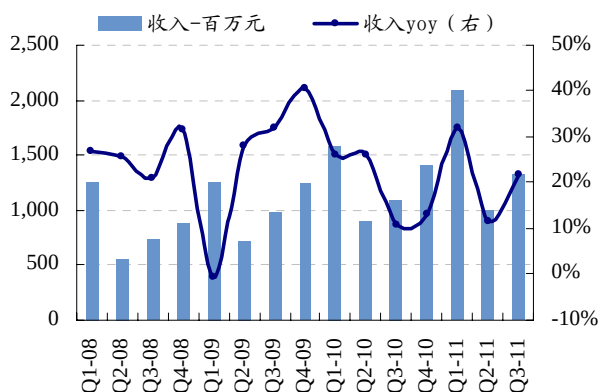
数据来源: 国泰君安证券研究

图 2: 三季度净利增速 41.8%



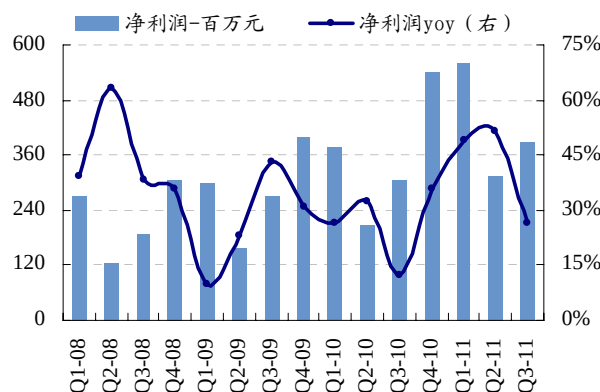
数据来源: 国泰君安证券研究

图 3: 三季单度收入增速 21.6%



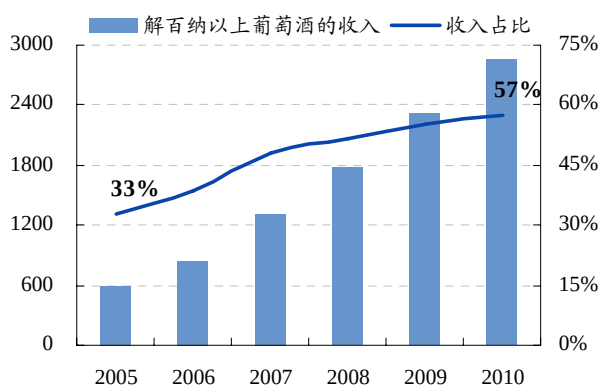
数据来源: 国泰君安证券研究

图 4: 三季单度净利增速 26.5%



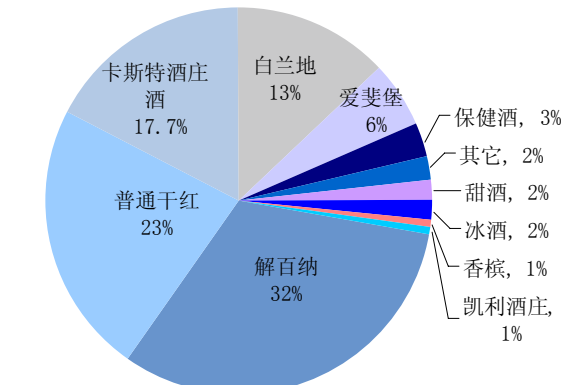
数据来源: 国泰君安证券研究

图 5: 张裕产品结构不断上移



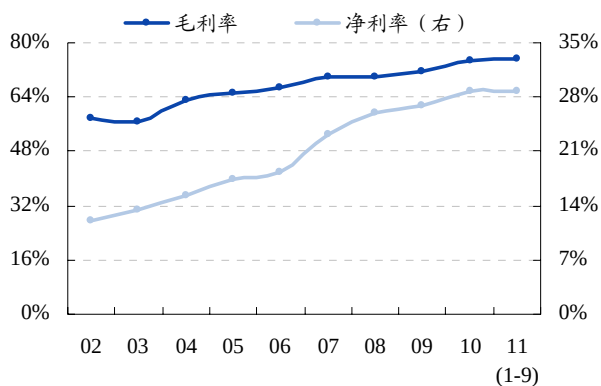
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6: 张裕中高端酒收入占比约 60% (2010 年)



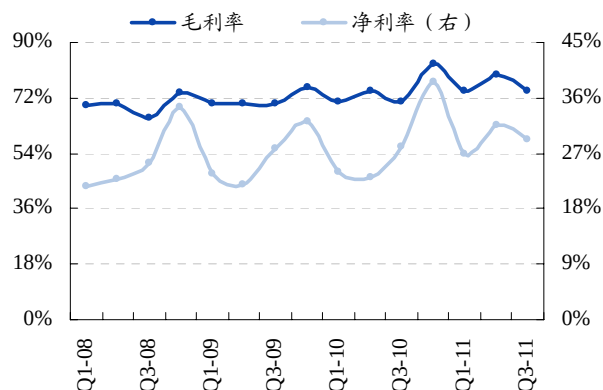
数据来源: 国泰君安证券研究

图 7: 毛利率回升



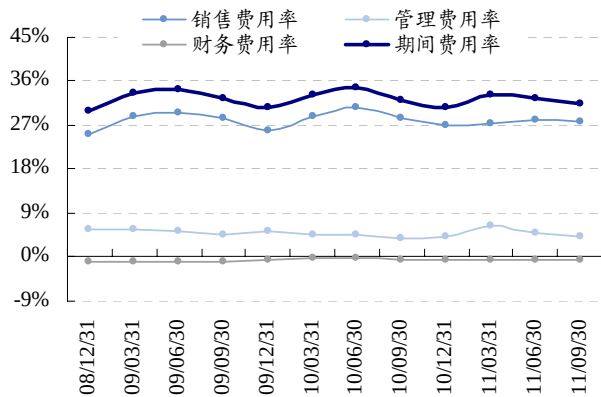
数据来源: 国泰君安证券研究

图 8: 三季单度毛利率同比提升 3.4 个百分点



数据来源: 国泰君安证券研究

图 9: 期间费用率同比下降 0.8 个百分点



数据来源: 国泰君安证券研究

图 10: PE 运营区间



数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

林园远:

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		