

张裕 A

二季度增幅收窄：A 股评级下调至中性，维持 B 股推荐

观点聚焦

投资建议

预计二季度公司销售和盈利增幅收窄至中个位数，利润率在高费用率支撑下没有改观，业绩持续增长前景目前尚无更令人兴奋的预期，我们下修公司长期增长率预期至合理水平，并下调公司 A 股年末目标股价由 54 元至 41.55 元人民币，下调 23%，新目标价对应估值 25 倍，评级调降至中性。在人民币汇率管制放开预期加速前提下，我们不认为 B 股估值高折扣率具有合理性，故维持 B 股目标股价 41 元港币及推荐评级，对应公司当年估值近 20 倍，与两地市场 staple 龙头估值相似。

理由

二季度业绩增速回落：预计销售和盈利增长回落至中个位数，酒庄酒和普通干红增速稍高，解百纳和甜酒增速稍慢，令 mix 改观不明显，再加上高费用投入节奏未变，因此盈利仍未超越销售增速，延续一季度趋势。

长期增长前景未见更多利好因素：公司业绩拐点在去年四季度已获确认，商超渠道率先回暖，老基地市场（福建、浙江、山东、江苏）贡献去年以来的主要业绩增幅，但进口酒业务进展依然缓慢，团购渠道依然没有起色，品类和公司业绩长期增长前景未见更多利好因素。

盈利预测与估值

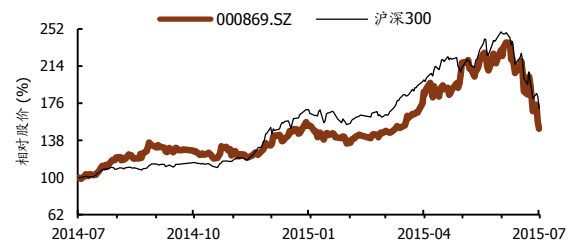
我们维持今年 13% 和 15% 的销售盈利增长预期，但基于二季度增速回落以及去年四季度公司业绩已率先走出低谷所构筑起来的较高基数水平，公司达成该预期目标仍面临挑战。我们调降 A 股投资评级至中性是因为缺乏基本面因素进一步提升目标股价。维持 B 股目标股价并保留推荐评级是因为相信 B 股估值高折扣率历史应获修正。

风险

葡萄酒复苏出现反复，进口酒干扰重启。

A 股下调至中性

股票代码	000869.SZ	200869.SZ
评级	↓ 中性	推荐
最新收盘价	人民币 35.92	港币 23.00
目标价	人民币 41.55	港币 41.00
52 周最高价/最低价	人民币 59.25~23.48	港币 39.88~17.25
总市值(亿)	人民币 206	港币 257
30 日日均成交额(百万)	人民币 338.82	港币 48.33
发行股数(百万)	685	685
其中：自由流通股(%)	16	28
30 日日均成交量(百万股)	7.10	1.58
主营行业		食品饮料



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	4,321	4,157	4,697	5,206
增速	-23.4%	-3.8%	13.0%	10.8%
归属母公司净利润	1,048	978	1,129	1,199
增速	-38.4%	-6.7%	15.4%	6.3%
每股净利润	1.53	1.43	1.65	1.75
每股净资产	9.06	9.98	11.19	12.50
每股股利	0.50	0.44	0.44	0.44
每股经营现金流	1.07	1.56	1.84	1.89
市盈率	23.5	25.2	21.8	20.5
市净率	4.0	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	16.1	17.4	14.2	13.0
股息收益率	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
平均总资产收益率	13.0%	11.6%	12.0%	11.5%
平均净资产收益率	17.3%	15.0%	15.6%	14.8%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	4,321	4,157	4,697	5,206	营业收入	-23.4%	-3.8%	13.0%	10.8%
营业成本	1,358	1,372	1,514	1,743	营业利润	-39.4%	-6.6%	16.6%	6.4%
营业税金及附加	236	269	304	337	EBITDA	-37.4%	-5.6%	22.2%	9.1%
营业费用	1,141	1,006	1,137	1,260	净利润	-38.4%	-6.7%	15.4%	6.3%
管理费用	246	257	267	296	盈利能力				
财务费用	-19	-17	-2	-1	毛利率	68.6%	67.0%	67.8%	66.5%
其他	0	0	0	0	营业利润率	31.4%	30.5%	31.4%	30.2%
营业利润	1,357	1,267	1,477	1,571	EBITDA 利润率	34.1%	33.4%	36.1%	35.6%
营业外收支	40	36	28	28	净利率	24.3%	23.5%	24.0%	23.0%
利润总额	1,397	1,303	1,505	1,599	偿债能力				
所得税	349	325	376	400	流动比率	2.54	2.22	2.19	2.21
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	1.16	0.93	0.89	0.87
归属母公司净利润	1,048	978	1,129	1,199	现金比率	0.89	0.71	0.67	0.65
EBITDA	1,471	1,389	1,698	1,852	资产负债率	20.4%	21.4%	21.0%	20.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,368	1,145	1,208	1,301	回报率分析				
应收账款及票据	464	350	385	419	总资产收益率	13.0%	11.6%	12.0%	11.5%
预付款项	46	8	9	10	净资产收益率	17.3%	15.0%	15.6%	14.8%
存货	2,121	2,087	2,313	2,662	每股指标				
其他流动资产	-99	-2	0	0	每股净利润 (元)	1.53	1.43	1.65	1.75
流动资产合计	3,900	3,589	3,914	4,392	每股净资产 (元)	9.06	9.98	11.19	12.50
固定资产及在建工程	3,341	4,233	4,928	5,562	每股股利 (元)	0.50	0.44	0.44	0.44
无形资产及其他长期资产	462	655	637	621	每股经营现金流 (元)	1.07	1.56	1.84	1.89
非流动资产合计	4,102	5,323	6,000	6,618	估值分析				
资产合计	8,002	8,912	9,914	11,010	市盈率	23.5	25.2	21.8	20.5
短期借款	243	300	300	300	市净率	4.0	3.6	3.2	2.9
应付账款及票据	1,090	1,084	1,213	1,383	EV/EBITDA	16.1	17.4	14.2	13.0
其他流动负债	204	231	277	305	股息收益率	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
流动负债合计	1,537	1,615	1,790	1,988					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	94	294	294	294					
负债合计	1,631	1,909	2,084	2,282					
股东权益合计	6,208	6,840	7,667	8,565					
少数股东权益	163	163	163	163					
负债及股东权益合计	8,002	8,912	9,914	11,010					
现金流量表									
净利润	1,048	978	1,129	1,199					
折旧和摊销	133	139	223	282					
营运资本变动	-256	240	-88	-187					
其他	-190	-287	0	0					
经营活动现金流	735	1,070	1,262	1,293					
投资活动现金流入	34	25	0	0					
投资活动现金流出	-594	-1,008	-900	-900					
投资活动现金流	-560	-983	-900	-900					
股权融资	16	0	0	0					
银行借款	0	129	0	0					
其他	0	129	0	0					
筹资活动现金流	-781	-76	-300	-300					
汇率变动对现金的影响	0	-7	0	0					
现金净增加额	-606	4	62	93					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

烟台张裕葡萄酒股份有限公司是中国第一个工业化生产葡萄酒的公司，也是目前中国乃至亚洲最大的葡萄酒生产企业。除葡萄酒以外，公司还致力于保健酒、其他烈性酒和酒精加工等业务。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。



图表 1: DCF 估值

人民币: 百万元	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
息税前利润	1,252	1,475	1,570	1,727	1,900	2,090	2,298	2,528	2,781	3,059	3,365	3,702
同比变化(%)		17.8%	6.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
自由现金流	68	359	541	839	1,013	1,204	1,415	1,646	1,901	2,181	2,489	2,828
同比变化(%)		428.2%	50.8%	55.0%	20.7%	18.9%	17.5%	16.4%	15.5%	14.7%	14.1%	13.6%
期末增长率	3.0%											
加权资本成本	9.3%											
税后债务成本率	4.5%											
股本成本率	10.5%											
无风险回报率	3.5%											
风险补偿率	7.0%											
Beta 系数	1.0											
最优资本结构	20.0%											
									自由现金流贴现值		8,618	
									期末价值折现金额		19,001	
									企业价值		27,620	
									净现金(债务)		698	
									权益价值		28,481	
									每股价值		41.55	

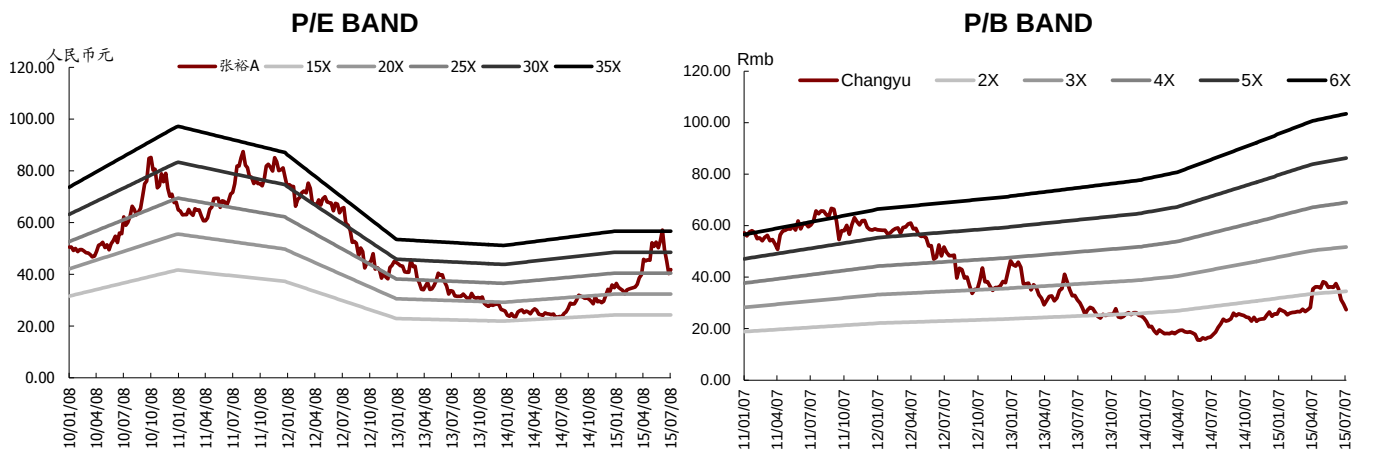
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值表

公司 A股	代码	当前股价 2015/7/8	市值 亿元	市盈率				市净率			净资产收益率(%)				股息收益率(%)			EV/EBITDA		
				2013A	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	
啤酒板块																				
青岛啤酒A	600600.SH	35.65	482	24.4	24.2	24.2	23.3	3.1	2.9	2.7	12.9	11.9	11.4	1.3	1.4	1.4	14.2	13.9	13.0	
燕京啤酒	000729.SZ	7.08	200	29.2	27.4	27.2	25.8	1.6	1.6	1.5	5.9	5.7	5.8	1.4	1.4	1.4	11.2	11.1	10.3	
啤酒板块总体平均				28.8	25.2	25.1	21.9	2.2	2.1	2.0	7.5	7.3	7.2	1.3	1.4	1.4	13.1	12.7	11.9	
葡萄酒板块																				
张裕A	000869.SZ	35.92	246	23.5	25.2	21.8	20.5	3.6	3.2	2.9	14.3	14.7	14.0	1.2	1.2	1.2	18.4	15.1	13.9	
张裕B	200869.SZ	23.00	124		12.4	10.8	10.1	1.8	1.6	1.4	14.3	14.7	14.0	2.5	2.5	2.5	9.4	7.8	7.2	
葡萄酒板块总体平均				23.5	18.8	16.3	15.3	2.7	2.4	2.1	14.3	14.7	14.0	1.9	1.9	1.9	13.9	11.4	10.5	

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: 历史估值区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602

编辑：张莹



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

