

动态报告

食品饮料

饮料

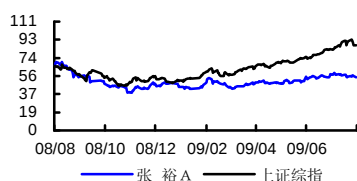
张裕 A (000869)
推荐

09 半年报点评

(上调评级)

2009 年 8 月 11 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	54.20
总股本/流通 A 股(百万股)	527.28/109.43
流通 B 股/H 股(百万股)	178.46/0.00
总市值/流通市值(百万元)	28,578.58/15,603.90
上证综指/深圳成指	3,249.76/12,973.65
12 个月最高/最低 (元)	69.95/38.30

财务数据

净资产值(百万元)	2,366.13
每股净资产(元)	4.49
市净率	12.08
资产负债率	36.76%
息率	2.21%

相关研究报告:

《收入增速出现回落》——2008-10-30

《G 张裕: 价升量增, 公司业绩继续保持高增长》——2006-3-27

《张裕 A: 高档酒继续带动毛利率上升》——2005-8-17

分析师: 黄茂

电话: 0755-82133476

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

分析师: 谢鸿鹤

电话: 0755-82130646

E-mail: xiehh@guosen.com

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

恢复强劲 受益于白酒提价

●上半年净利润增长 14% 二季度恢复强劲

公司上半年实现销售收入 19.7 亿元, 增长 8.1%, 净利润 4.6 亿元, 增长 14%; 其中二季度销售收入和净利润分别同比增长 27.9% 和 23.3%。公司上半年业绩基本符合我们的预期, 但二季度恢复趋势较为强劲。

●中高档产品仍然保持强势

上半年公司葡萄酒销售收入增长 9.7%, 但毛利率同比仍有提升。酒庄酒和解百纳仍然保持了较快增长。华东地区的增长远好于华南, 是受进口酒的冲击较小。

●预收款增加及现金流充沛, 公司发展持续向好

公司上半年预收账款达到 3 亿元, 占到当期营业收入的 15%, 而现金流依旧保持较为充沛的态势, 从而为后续业绩及发展提供了基石。

●“需求增长+提价预期” 双轮驱动下半年

国内和国际葡萄酒消费需求触底回升态势确立。同时在白酒提价后, 葡萄酒作为首选的替代品, 顺势提价的可能性提高。需求增长及提价预期, 使我们对公司业绩增长保有较为乐观的态度。

●风险提示

进口酒快速增长对国产葡萄酒有一定冲击。

●上调投资评级至“推荐”

我们预计 09-11 年 EPS 为 2.03、2.59 和 3.25, 对应 PE 分别为 27X、21X 和 17X。考虑到经济回暖的大趋势, 和市场整体估值水平的提升, 公司目前的估值有较大吸引力, 我们上调投资评级至“推荐”。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,730.17	3,453.44	3,958	5,019	6,220
(+/-%)	25.97%	26.49%	14.6%	26.8%	23.9%
净利润(百万元)	635.63	894.62	1068	1368	1715
(+/-%)	61.12%	40.75%	19.4%	28.0%	25.4%
每股收益 (元)	1.21	1.70	2.03	2.59	3.25
EBIT Margin			34.9%	35.3%	35.8%
净资产收益率 (ROE)	28.52%	35.17%	36.6%	40.2%	42.8%
市盈率 (PE)	44.96	31.94	26.8	20.9	16.7
EV/EBITDA			20.4	16.1	13.1
市净率 (PB)	12.82	11.24	9.79	8.40	7.14

上半年净利润增长 14%

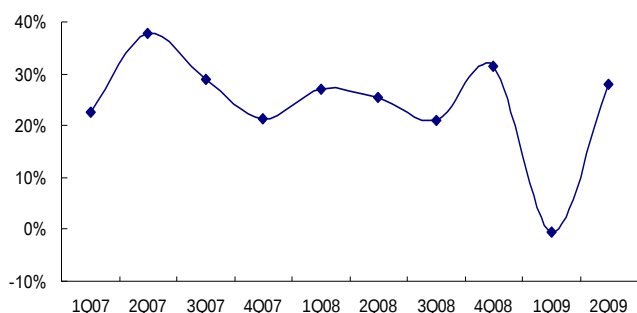
公司上半年实现销售收入 19.7 亿元，同比增长 8.1%；归属于母公司所有者的净利润 4.6 亿元，合每股收益 0.86 元，同比增长 13%。其中二季度销售收入和归属于母公司所有者的净利润分别同比增长 27.9%和 23.3%。公司上半年业绩基本符合我们的预期。

二季度销售强劲恢复，产品销售情况平稳

公司二季度实现销售收入 7.1 亿元，同比增长 27.9%，而一季度公司销售收入为 12.6 亿元，同比减少 0.6%。随着经济的回暖，公司收入在二季度得到了快速恢复。

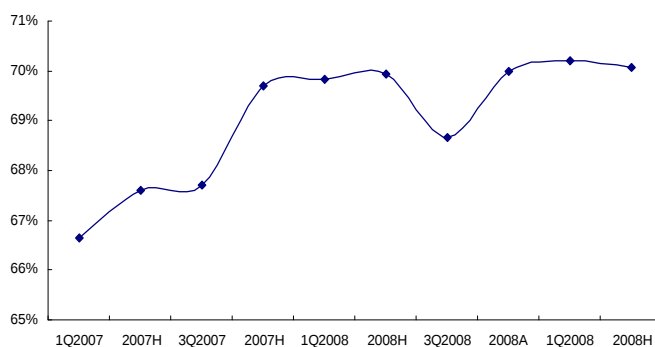
从毛利率上来看，一、二季度毛利率分别为 70.2%和 69.8%，与 08 年毛利率基本持平。我们估计，高档产品（解百纳和酒庄酒）的销售情况在经济下滑周期中并未出现大幅度的下降。

图 1：2 季度公司销售收入同比增长 27.9%，得到快速恢复



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：上半年毛利率基本稳定



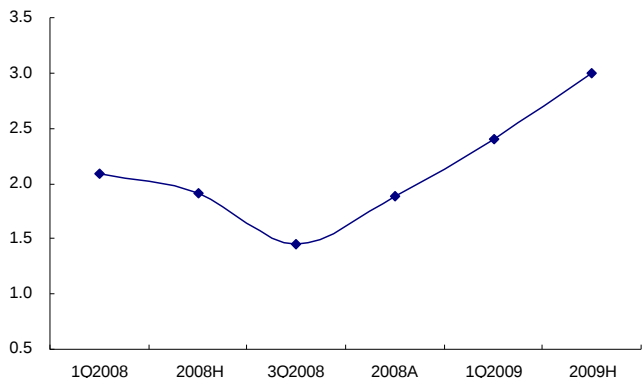
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

预收款增加及现金流充沛，公司发展持续向好

上半年公司预收款项达到近 3 亿元，约占营业收入的 15%。我们认为，预收款项的增加至少反映出两个方面：第一、“小经销商制”使公司在与经销商谈判时具有较为有利的市场地位；第二、公司产品需求较为充足。而预收款项的增加也为公司后续盈利的实现提供了基础。

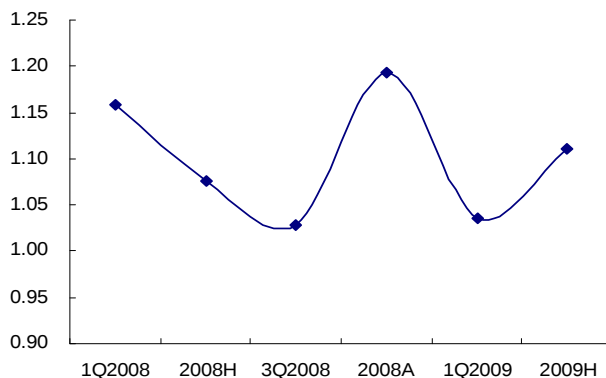
同时我们看到，公司经营性现金流充沛成为其财务指标的一大亮点。09 年上半年“经营性现金流/销售收入”为 1.11，较一季度上升 7 个百分点。充沛的现金流为公司后续经营的投入提供了“血液”。公司发展持续向好。

图 3: 预收款项逐步增加, 保障后续收入



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 4: “经营性现金流/销售收入” 保持良好, 现金流充沛



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

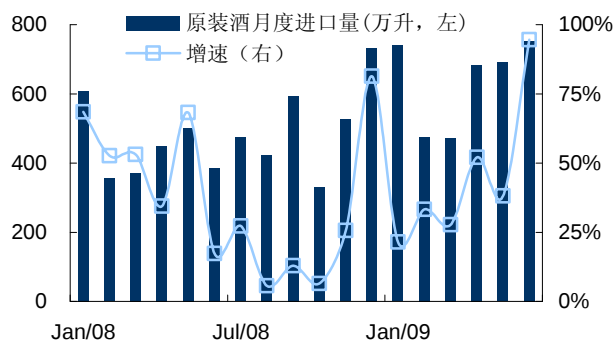
“需求增长+提价预期”, 双轮驱动下半年

从海关总署近期公布的进出口数据我们可以看到, 今年上半年进口原装葡萄酒达到 3.8 万千升, 同比增长 43%。我们认为随着内地经济的回暖, 葡萄酒消费需求回升态势逐步确立, 我们对下半年的市场需求保有较为乐观的态度。

从整个饮料酒行业来看, 白酒由于消费税加强增收等原因提价预期已近乎成为市场共识。我们认为, 高端葡萄酒作为高端白酒的最佳替代品, 会受益于白酒的提价。

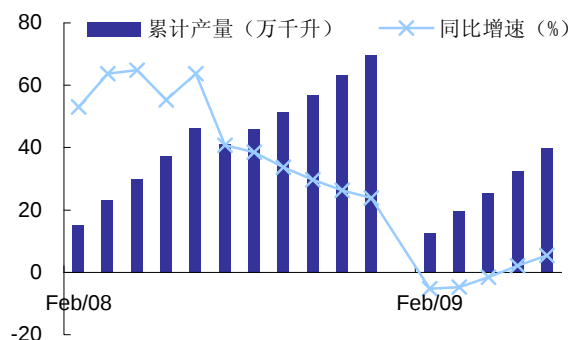
我们认为, 市场需求增长和不能排除的提价可能性, 会成为公司下半年业绩的两大驱动因素。

图 5: 原装葡萄酒进口增速触底回升



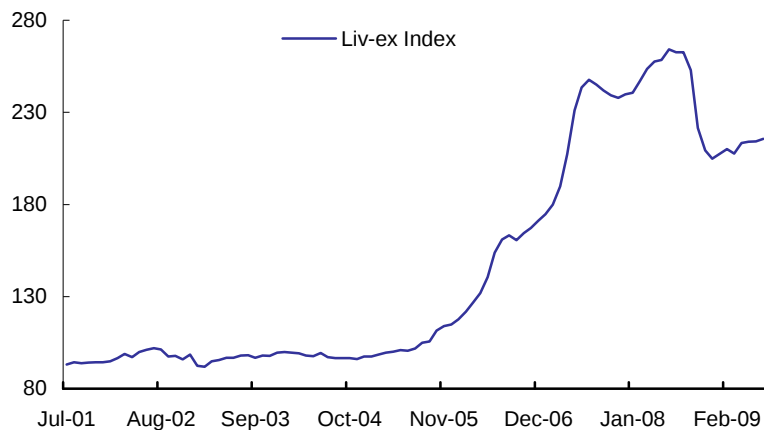
资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 全国葡萄酒累计产量增速亦出现回升态势



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7：国际高端葡萄酒价格触底回升



资料来源：国信证券经济研究所

风险提示

政府宏观经济调控和经济回暖进程中的波动，会对公司销售有一定影响；
产品原材料成本增加，提价的不确定性，会对公司盈利产生影响。

上调投资评级至“推荐”

我们预计 09-11 年 EPS 为 2.03、2.59 和 3.25，对应 PE 分别为 27X、21X 和 17X。考虑到经济回暖的大趋势，和市场整体估值水平的提升，公司目前的估值有较大吸引力，我们上调投资评级至“推荐”。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1749	1796	2153	2677	营业收入	3453	3958	5019	6220
应收款项	119	130	165	204	营业成本	1036	1169	1462	1788
存货净额	998	1098	1377	1680	营业税金及附加	215	206	261	323
其他流动资产	25	28	36	45	销售费用	870	990	1255	1555
流动资产合计	2906	3052	3731	4607	管理费用	194	214	267	327
固定资产	883	1038	1217	1364	财务费用	(35)	(44)	(49)	(60)
无形资产及其他	101	97	93	89	投资收益	4	0	0	0
投资性房地产	161	161	161	161	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	10	10	10	10	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4061	4359	5212	6231	营业利润	1176	1424	1823	2287
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	7	0	0	0
应付款项	221	234	311	370	利润总额	1183	1424	1823	2287
其他流动负债	1211	1120	1467	1874	所得税费用	289	356	456	572
流动负债合计	1432	1354	1778	2244	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	895	1068	1368	1715
其他长期负债	0	0	(51)	(102)					
长期负债合计	0	0	(51)	(102)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1432	1354	1727	2142		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	85	85	85	85	净利润	895	1068	1368	1715
股东权益	2544	2919	3400	4003	资产减值准备	11	0	0	0
负债和股东权益总计	4061	4359	5212	6231	折旧摊销	58	87	107	125
					公允价值变动损失	2	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	(35)	(44)	(49)	(60)
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	331	(192)	52	64
每股收益	1.70	2.03	2.59	3.25	其它	(11)	(1)	(0)	(0)
每股红利	1.10	1.31	1.68	2.11	经营活动现金流	1286	963	1526	1905
每股净资产	4.82	5.54	6.45	7.59	资本开支	(257)	(239)	(282)	(269)
ROIC	35%	40%	49%	58%	其它投资现金流	(15)	15	0	0
ROE	35%	37%	40%	43%	投资活动现金流	(272)	(224)	(282)	(269)
毛利率	70%	70%	71%	71%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	33%	35%	35%	36%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	37%	37%	38%	支付股利、利息	(580)	(693)	(887)	(1112)
收入增长	26%	15%	27%	24%	其它融资现金流	572	0	0	0
净利润增长率	41%	19%	28%	25%	融资活动现金流	(588)	(693)	(887)	(1112)
资产负债率	37%	33%	35%	36%	现金净变动	426	47	358	524
息率	2.0%	2.4%	3.1%	3.9%	货币资金的期初余额	1323	1749	1796	2153
P/E	31.9	26.8	20.9	16.7	货币资金的期末余额	1749	1796	2153	2677
P/B	11.2	9.8	8.4	7.1	企业自由现金流	994	691	1207	1590
EV/EBITDA	25.1	20.4	16.1	13.1	权益自由现金流	1565	725	1244	1636

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔 嵘	021- 68866202	高 健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖 喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵 谦	021-68866295		
银行		房地产		计算机	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	凌 晨	021-68866233
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	电子元器件	
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	王俊峰	010-82254205
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭 波	0755-82133909	李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱 伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆 震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
		张栋梁	0755-82130532		
石油与石化		电力设备		传媒	
李 晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021- 68866253	皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁 丹	0755-82130678
				陈 栋	021-68866235
通信		造纸		家电	
严 平	021- 68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 峰	021-68864599				
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨 昕	021-68864596	廖绪发	021-68866237
		徐蔚昌	021-68866233	刘智景	021-68866233
中小股票		食品饮料		农业	
高芳敏	021-68864586	黄 茂	0755-82133476	张 如	021-68866233
陈爱华	0755-82133397	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		固定收益与基金	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-68866233
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				杨 涛	0755-82133339
金融工程		金融工程		金融工程	
葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297	焦健	0755-82131822
董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532	赵学昂	0755-82131822
戴 军	021-68864585	林晓明	021-68866946		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn				