

张裕 A (000869)

收购恒丰银行股权，有效利用闲置资金

——张裕收购收购恒丰银行股权公告点评

 **洪婷** **胡春霞**
 021-38676550 021-38676186
 Hongting@gtjas.com huchunxia@gtjas.com

本报告导读：

- 收购恒丰银行股权，提高闲置资金利用效率。
- 张裕业绩增速将随行业景气恢复而恢复。

事件：

- 张裕公告收购恒丰银行预案，预案称公司将以现金方式收购恒丰银行增资扩股所发行的 3.4 亿股股份，每股认购价为 3 元，预计需认购价款 10.20 亿元，交易完成后张裕将持有恒丰银行 5% 的股份。

评级： **增持**
 上次评级： 增持
目标价格： **¥77.00**
 上次预测： ¥60.00
当前价格： **¥70.05**
 2010.01.21

交易数据

52 周内股价区间 (元)	41.58 ~ 78.15
总市值 (百万元)	38,228
总股本/流通 A 股 (百万股)	527/288
流通 B 股/H 股	
流通股比例	54.6%
日均成交量 (百万股)	1.1
日均成交值 (百万元)	59.2

52 周内股价走势图



相关报告

销量增速下降 期待下半年回升

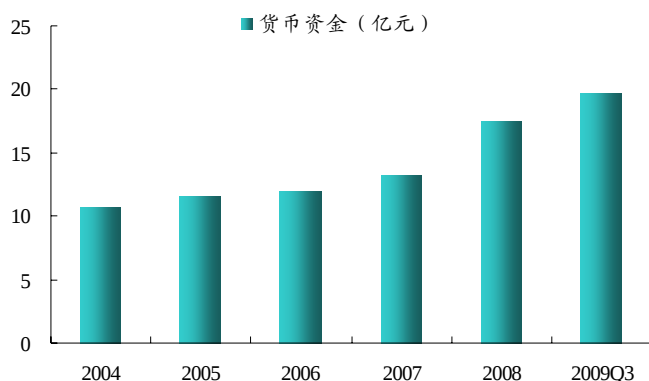
(09.08.10)

评论：

- **收购恒丰银行股权，公司闲置资金得到有效利用。**作为葡萄酒行业龙头，公司一直是以现款现货的方式销售葡萄酒，现金流较为充裕，公司的闲置资金相对也较多。2004 年至今公司每年的货币资金均过 10 亿元，08 年更是达到 17.48 亿元，09 年 3 季度达到 19.63 亿元。公司的大量闲置资金基本投资于 3 个月-1 年的银行定期存款，利用率较低。公司将闲置资金的一部分投资于恒丰银行股权有助于提高公司闲置资金的使用效率，对提高公司的投资收益也有一定的推动作用。
- **恒丰银行业绩增长较好，张裕对其的股权投资的长期收益得到一定保证。**恒丰银行是一家以烟台为中心的城市型商业银行，在济南、青岛、杭州、成都、重庆、烟台等 7 个城市设有分行，另外正在筹建东营、苏州和乐山三家分行。公司作为一家城市商业银行正处于较快的发展期，2007-2009 年总资产的复合增长率达到 97.5%，净利润的复合增长率达到 126.8%，2009 年的净利润水平为 11.7 亿元。我们预计公司未来几年仍能实现 30% 以上的业绩增长，分红率也不会低，张裕该项股权投资的长期收益将获得一定的保证，但由于张裕收购的股权仅占恒丰银行总股本的 5%，投资收益对公司业绩影响短期内不明显。
- **恒丰银行资产安全性较高，持续经营有保障。**银行一直保持较为稳健的发展策略，2009 年底的资本充足率为 11.92%，高于 8% 的标准；不良贷款率一直低于 1%，并逐年下降，2009 年仅有 0.38%，银行的其他几项财务指标也符合国家标准。较高的资产安全性使得公司的持续经营和扩张获得一定的保障，张裕对其投资的长期收益也较为安全。

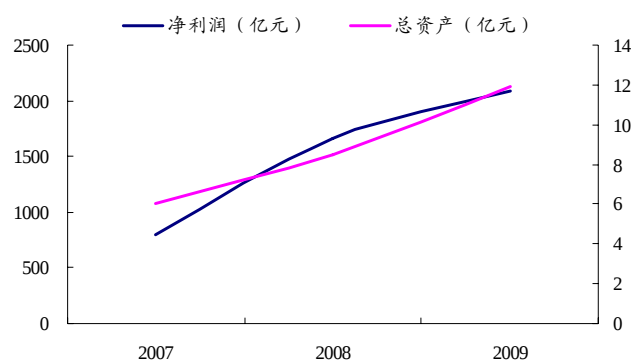
- **收购价格基本合理，低于上市城市商业银行平均水平，未来上市的可能性为张裕该项投资未来的增值能力提供较大空间。**按照银行 09 年的资产和收益计算，3 元的收购价格对应的 PE 和 PB 分别为 8.82 倍和 2.10 倍，均低于同类城市型商业银行的估值水平，我们认为本次收购定价较为合理。另一方面作为一家快速扩张和发展的城市型商业银行，公司未来上市的可能性较大，为张裕本次股权投资的未来增值提供较大的可能空间。
- **葡萄酒行业景气继续复苏，公司主营业务稳定增长值得期待。**随着经济的回暖复苏，葡萄酒行业的景气也随之回升，行业的产销量从 09 年 1 月的同比下降 13% 恢复到 09 年 11 月同比增长 57%，作为行业龙头的张裕的业绩也随行业景气而恢复，特别是公司在南部沿海主销区的销量恢复也较为明显，预计 09-10 年公司的业绩增速将实现提升。
- **盈利预测和投资建议。**公司对恒丰银行的投资股权仅占银行总股本的 5%，短期内该项投资对公司的经营业绩的影响较小，我们维持对公司 09-10 年 EPS 为 **2.10 元和 2.58 元** 的盈利预测。公司本次的对外投资提高公司闲置资金的利用效率，我们判断该投资的长期的收益率和安全性也能有一定的保证，恒丰银行上市的可能性也增加了该项投资未来的价值，我们调高公司的目标价到 77 元，维持对其的推荐。

图 1 张裕的货币资金变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2 恒丰银行近期的总资产和净利润变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 1：各主要上市城市型商业银行的 PE 和 PB

	PE		PB	
	2008	2009E	2008	2009E
南京银行	20.75	18.51	2.67	2.46
宁波银行	28.08	25.61	4.25	3.83
北京银行	18.51	16.55	2.97	2.60

数据来源：国泰君安证券

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业五年。2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士，2007 年 7 月加入国泰君安研究所，目前从事食品饮料的研究工作。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com