

张裕 A (000869)

增长稳定，预期明确，调高目标价 108 元

——张裕 A2010 年中报点评

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
S0880208060347

本报告导读：

张裕今年上半年销售收入继续大幅上升，尤其是中高档酒，葡萄酒基地种植使公司成本下降，并为产品质量改善奠定基础。销售策略调整对报表影响颇大。

投资要点：

- 张裕 2010 年上半年销售收入、净利润分别为 24.8、5.86 亿元，同比分别增长 26.02% 和 28.65%，每股收益 1.11 元，符合预期。收入大幅增长、毛利率提升是利润增长的主要原因。
- 收入增长来自销量增长和产品结构调整。公司上半年销量增长势头比较好，尤其是高档产品，在产品没有直接提价的背景下，张裕爱斐堡酒庄酒和解百纳销售收入分别较上年同期增长 200% 和 30%，这也使公司产品结构进一步高档化，吨酒价格上升。
- 毛利率上升 1.81 个百分点至 71.88%。这主要来自结构提升、成本下降和销售策略变化。
- 葡萄基地的建设和管理，有利于降低成本、提升产品品质。公司在烟台、陕西、新疆、宁夏都扩大了葡萄园种植，目前原酒已经全部自供，同时指导葡萄种植、分等级收购也能在源头上控制葡萄品质。
- 销售策略变化对报表有较大影响，是毛利率和销售费用率提升的主要原因之一。公司今年开始对经销商费用投入控制调整，对部分以前由经销商投入的费用改在销售时收取，公司统一投入，这使公司报表收入和销售费用增加，从而提升了销售收入、毛利率以及销售费用率。今年推行的“细分市场，分类营销”对较弱的品种销售有较好的推动。
- 继续看好张裕 A，维持增持评级。根据公司 5 年产销量翻倍计划，目前中高档酒销量大幅增长现状，及行业增长的预期，我们维持公司未来几年利润大幅增长的预期，预计 10、11 年 Eps2.80、3.55 元，新建三个酒庄的利润预计到 2013 年才开始释放。调高一年目标价至 108 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,453	4,199	5,178	6,203	7,350
(+/-)%	26.5%	21.6%	23.3%	19.8%	18.5%
经营利润 (EBIT)	1,215	1,413	1,656	1,934	2,212
(+/-)%	31.4%	16.3%	17.2%	16.8%	14.3%
净利润	895	1,127	1,475	1,874	2,384
(+/-)%	40.7%	26.0%	30.8%	27.1%	27.2%
每股净收益 (元)	1.70	2.14	2.80	3.55	4.52
每股股利 (元)	1.20	1.08	1.68	2.13	2.71

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A
经营利润率 (%)	35.2%	33.7%	32.0%	31.2%	30.1%
净资产收益率 (%)	35.2%	37.1%	37.4%	38.0%	38.5%
投入资本回报率 (%)	107.7%	120.4%	78.7%	70.6%	65.7%
EV/EBITDA	29.5	25.4	21.6	18.3	16.0
市盈率	43.3	34.4	26.3	20.7	16.3
股息率 (%)	1.6%	1.5%	2.3%	2.9%	3.7%

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：108.00

上次预测：90.00

当前价格：93.80

2010.08.09

交易数据

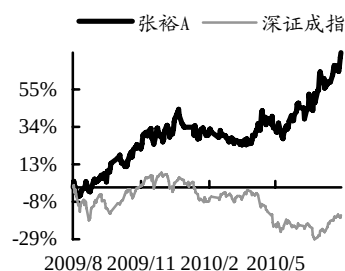
52 周内股价区间 (元)	51.01-94.69
总市值 (百万元)	49,459
总股本/流通 A 股 (百万股)	527/136
流通 B 股/H 股 (百万股)	178/0
流通股比例	60%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	35

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,991
每股净资产	5.67
市净率	16.5
净负债率	0%

EPS (元)	2009E	2010E
Q1	0.57	0.72
Q2	0.30	0.39
Q3	0.51	0.67
Q4	0.76	1.02
全年	2.14	2.80

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14%	30%	71%
相对指数	-3%	25%	87%

相关报告

- 《增长空间又现，目标价格 90 元》
2010.05.12
- 《张裕 A 公司 2010-05-11 调研提纲》
2010.05.06
- 《业绩继续稳定增长，调高目标价格至 90 元》
2010.04.17
- 《收购恒丰银行股权，有效利用闲置资金》
2010.01.20
- 《销量增速下降 期待下半年回升》
2009.08.10

模型更新时间: 2010.08.08

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: 108.00

上次预测: 90.00

当前价格: 93.80

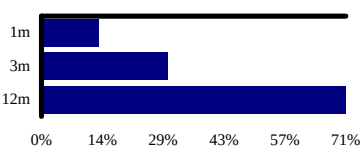
公司网址

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为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,新可以期酒之地位而言,卡斯特酒庄

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

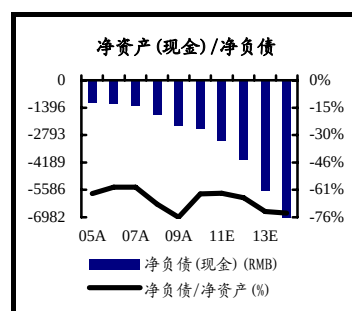
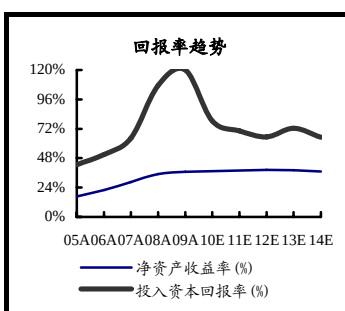
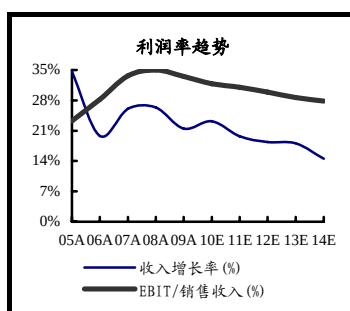
51.01-94.69

市值 (百万)

49,459

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,804	2,163	2,730	3,453	4,199	5,178	6,203	7,350	8,688	9,960
营业成本	631	720	827	1,036	1,192	1,383	1,615	1,858	2,119	2,392
税金及附加	118	160	186	215	253	311	360	412	469	518
营业费用	489	501	625	870	1,094	1,346	1,551	1,727	1,998	2,191
管理费用	147	169	178	194	220	238	261	287	321	349
EBIT	423	613	925	1,215	1,413	1,656	1,934	2,212	2,504	2,792
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	4	3	3	6	10	15	20
财务费用	-22	-21	-23	-35	-30	-38	-40	-58	-84	-118
营业利润	445	635	948	1,176	1,472	1,940	2,464	3,135	3,879	4,648
所得税	130	187	311	289	363	474	596	757	935	1,120
少数股东损益	1	3	3	0	9	10	12	13	12	14
净利润	312	444	636	895	1,127	1,475	1,874	2,384	2,950	3,533
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	1,161	1,192	1,323	1,749	2,545	2,848	3,288	4,046	5,624	6,989
其他流动资产	655	860	1,003	1,157	1,332	1,564	1,818	2,077	2,356	2,635
长期投资	27	25	25	10	10	110	110	110	110	110
固定资产合计	479	636	709	923	1,146	1,594	1,992	2,363	2,375	2,637
无形资产及其他资产	26	16	121	130	192	201	211	221	230	239
资产合计	2,348	2,729	3,251	4,061	5,354	6,456	7,558	8,957	10,835	12,611
流动负债	460	666	937	1,432	2,150	2,326	2,427	2,554	2,900	2,900
长期负债	0	0	0	0	39	39	39	39	39	39
股东权益	1,850	2,010	2,229	2,544	3,038	3,944	4,933	6,192	7,712	9,474
投入资本(IC)	699	846	966	870	884	1,521	1,919	2,247	2,201	2,612
现金流量表										
NOPLAT	299	432	623	937	1,064	1,197	1,354	1,476	1,597	1,709
折旧与摊销	36	43	53	58	67	85	116	146	179	198
流动资金增量	(20)	1	58	319	271	(181)	10	54	67	(140)
资本支出	(32)	(190)	(231)	(281)	(352)	(542)	(524)	(527)	(200)	(469)
自由现金流	283	286	502	1,033	1,051	559	957	1,148	1,643	1,298
经营现金流	326	398	816	1,251	1,443	1,348	1,967	2,528	3,109	3,467
投资现金流	(21)	(20)	(244)	(735)	(351)	(639)	(518)	(517)	(185)	(449)
融资现金流	(203)	(284)	(389)	(580)	(368)	(406)	(1,009)	(1,252)	(1,346)	(1,653)
现金流净增加额	0	0	184	(64)	725	302	440	759	1,578	1,365
财务指标										
成长性										
收入增长率	34.8%	19.9%	26.2%	26.5%	21.6%	23.3%	19.8%	18.5%	18.2%	14.6%
EBIT 增长率	35.7%	45.0%	50.8%	31.4%	16.3%	17.2%	16.8%	14.3%	13.2%	11.5%
净利润增长率	53.0%	42.1%	43.2%	40.7%	26.0%	30.8%	27.1%	27.2%	23.8%	19.7%
利润率										
毛利率	65.0%	66.7%	69.7%	70.0%	71.6%	73.3%	74.0%	74.7%	75.6%	76.0%
EBIT 率	23.4%	28.4%	33.9%	35.2%	33.7%	32.0%	31.2%	30.1%	28.8%	28.0%
净利润率	17.3%	20.5%	23.3%	25.9%	26.8%	28.5%	30.2%	32.4%	34.0%	35.5%
收益率										
净资产收益率(ROE)	16.9%	22.1%	28.5%	35.2%	37.1%	37.4%	38.0%	38.5%	38.3%	37.3%
总资产收益率(ROA)	13.3%	16.3%	19.6%	22.0%	21.2%	23.0%	24.9%	26.7%	27.3%	28.1%
投入资本回报率(ROIC)	42.8%	51.1%	64.4%	107.7%	120.4%	78.7%	70.6%	65.7%	72.6%	65.4%
运营能力										
存货周转天数	275	316	342	323	326	323	321	319	316	314
应收账款周转天数	23	17	14	11	10	9	10	10	10	10
总资产周转天数	456	428	400	386	409	416	412	410	416	430
净利润现金含量	1.04	0.90	1.28	1.40	1.28	0.91	1.05	1.06	1.05	0.98
资本支出/收入	2%	9%	8%	8%	8%	10%	8%	7%	2%	5%
偿债能力										
资产负债率	19.6%	24.4%	28.8%	35.3%	41.1%	36.9%	32.8%	29.1%	27.2%	23.4%
净负债率	-62.8%	-59.3%	-59.3%	-68.7%	-76.0%	-63.1%	-62.7%	-65.2%	-72.8%	-73.7%
估值比率										
PE	124.1	87.3	61.0	43.3	34.4	26.3	20.7	16.3	13.1	11.0
PB	21.0	19.3	17.4	15.2	12.8	9.8	7.9	6.3	5.0	4.1
EV/EBITDA	81.9	57.3	38.5	29.5	25.4	21.6	18.3	16.0	14.0	12.6
P/S	16.53	17.93	14.20	11.23	9.23	7.49	6.25	5.27	4.46	3.89
股息率	1.0%	1.1%	1.5%	1.6%	1.5%	2.3%	2.9%	3.7%	4.6%	5.5%



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，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

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，需在允许的范围内使用，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		