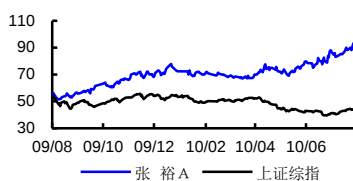


动态报告
食品饮料
饮料
张裕 A (000869)
推荐
10 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 9 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	93.80
总股本/流通 A 股(百万股)	527.28/135.77
流通 B 股/H 股(百万股)	178.48/0.00
总市值/流通市值(百万元)	49,458.86/29,477.48
上证综指/深圳成指	2,658.39/10,942.93
12 个月最高/最低 (元)	93.80/51.40

财务数据

净资产值(百万元)	2,991.16
每股净资产(元)	5.67
市净率	16.53
资产负债率	40.98%
息率	1.28%

相关研究报告:

《张裕 A09 年三季报点评: 需求强劲复苏 提价空间打开》——2009-10-26

《张裕 A 中报点评: 恢复强劲 受益于白酒提价》——2009-8-11

《收入增速出现回落》——2008-10-30

分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080407

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

业绩符合预期 未来锁定高端

● 上半年 EPS 同比增长 29%

张裕 A 上半年实现收入 24.8 亿, 同比增长 26%; 实现净利润 5.9 亿, 合 EPS1.11 元, 增长 29%。其中第二季度收入和净利润分别同比增长 26%和 32%。公司上半年的业绩完全符合我们和市场的预期。

● 高端葡萄酒销售保持高速增长 结构调整效果显著

上半年公司高端酒保持块增长, 公司爱斐堡酒庄酒和解百纳销售收入分别同比增长 200%和 30%, 并带动葡萄酒整体增长 29%。由于结构调整, 普通干红销量有一定下滑, 拖累整体销量增长。白兰地同比增长 15%, 增速比去年有显著提高。不过去年上半年基数偏低, 下半年公司的收入增速或有一定压力。

● 加大产能扩张 三个新酒庄确保公司高端方向

公司上半年新建了陕西长安、新疆石河子和宁夏三个酒庄, 并且扩大了北京爱斐堡酒庄的种植面积, 使得公司国内的干酒庄从 3 个增加到 6 个, 预计到 12 年逐步投产。另外, 公司还同步加大了从产能、橡木桶、周转中心和营销网络的建设。我们认为公司对自身的发展空间充满信心, 未来将会集中于中国高端葡萄酒龙头地位。

● 风险提示

进口葡萄酒酒保持高速增长, 侵蚀国产酒份额; 人民币升值将会有利于进口酒;

● 维持“推荐”评级

我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 2.72、3.55 和 4.56 元, 对应市盈率分别为 34、26 和 21 倍。我们认为公司中长期增长率在 25-35%之间, 目前的估值水平基本合理。因为我们维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,453.44	4,199.40	5,283	6,644	8,248
(+/-%)	26.49%	21.60%	25.8%	25.8%	24.1%
净利润(百万元)	894.62	1,127.33	1436	1872	2403
(+/-%)	40.75%	26.01%	27.4%	30.4%	28.4%
每股收益 (元)	1.70	2.14	2.72	3.55	4.56
EBIT Margin			35.8%	36.9%	38.1%
净资产收益率 (ROE)	35.17%	37.10%	39.1%	43.5%	47.4%
市盈率 (PE)	55.28	43.87	34.4	26.4	20.6
EV/EBITDA			25.8	20.1	16.0
市净率 (PB)	19.44	16.28	13.49	11.49	9.75

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2545	1872	2251	3022	营业收入	4199	5283	6644	8248
应收款项	159	174	218	271	营业成本	1192	1412	1731	2082
存货净额	1131	1364	1653	1997	营业税金及附加	253	328	399	495
其他流动资产	42	53	66	82	销售费用	1094	1395	1727	2120
流动资产合计	3877	3463	4189	5373	管理费用	220	259	338	410
固定资产	1106	1305	1570	1810	财务费用	(30)	(13)	(33)	(47)
无形资产及其他	148	142	136	130	投资收益	3	4	10	11
投资性房地产	224	224	224	224	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	10	1030	1030	1030	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5364	6163	7148	8566	营业利润	1472	1906	2492	3199
短期借款及交易性金融负债	225	167	0	0	营业外净收支	27	0	0	0
应付款项	343	348	429	544	利润总额	1499	1906	2492	3199
其他流动负债	1583	1802	2261	2789	所得税费用	363	463	610	784
流动负债合计	2150	2317	2690	3333	少数股东损益	9	7	9	12
长期借款及应付债券	11	11	11	11	归属于母公司净利润	1127	1436	1872	2403
其他长期负债	29	29	(0)	(0)					
长期负债合计	39	39	10	10					
负债合计	2189	2356	2700	3344					
少数股东权益	136	140	144	149					
股东权益	3038	3668	4304	5073					
负债和股东权益总计	5364	6163	7148	8566					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1127	1436	1872	2403
资产减值准备	(0)	0	0	0
折旧摊销	59	117	140	166
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	(30)	(13)	(33)	(47)
营运资本变动	270	(35)	165	230
其它	4	3	4	5
经营活动现金流	1462	1521	2181	2805
资本开支	(277)	(310)	(400)	(400)
其它投资现金流	15	0	0	0
投资活动现金流	(262)	(1330)	(400)	(400)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	11	0	0	0
支付股利、利息	(633)	(806)	(1235)	(1634)
其它融资现金流	842	(58)	(167)	0
融资活动现金流	(403)	(864)	(1402)	(1634)
现金净变动	797	(673)	379	771
货币资金的期初余额	1749	2545	1872	2251
货币资金的期末余额	2545	1872	2251	3022
企业自由现金流	1144	1202	1754	2368
权益自由现金流	1996	1154	1612	2404

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	2.14	2.72	3.55	4.56
每股红利	1.20	1.53	2.34	3.10
每股净资产	5.76	6.96	8.16	9.62
ROIC	36%	45%	60%	72%
ROE	37%	39%	43%	47%
毛利率	72%	73%	74%	75%
EBIT Margin	34%	36%	37%	38%
EBITDA Margin	36%	38%	39%	40%
收入增长	22%	26%	26%	24%
净利润增长率	26%	27%	30%	28%
资产负债率	43%	40%	40%	41%
息率	1.3%	1.6%	2.5%	3.3%
P/E	43.9	34.4	26.4	20.6
P/B	16.3	13.5	11.5	9.7
EV/EBITDA	34.4	25.8	20.1	16.0

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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	