

湘财证券研究所
食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：巢枫

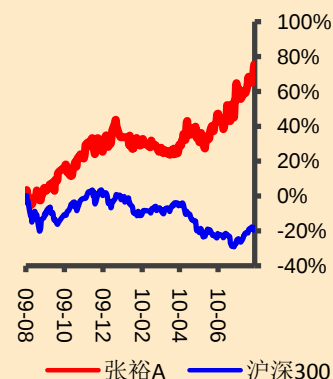
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据	2010/8/8
收盘价(元)	93.80
一年内最高价(元)	94.69
一年内最低价(元)	51.01
市净率	21.0
流通 A 股市值(亿元)	127.4

基础数据	2010/6/30
每股净资产(元)	5.67
资产负债率(%)	40.98
总股本(百万)	527.28
流通 A 股(百万)	135.77

最近一年股价与大盘的涨幅


投资要点

- **2010年上半年公司业绩增幅基本符合预期。**公司2010年中报数据显示，上半年实现营业收入24.8亿元，同比增长26.02%；归属于母公司股东的净利润为5.86亿元，同比增长28.65%，基本符合我们在2010年中期策略报告中给出27.6%的全年增速。
- **毛利率上升超过三项费用率上升，致利润率和净利润率有所提高，从而使得利润增长微快于收入增长。**2010年上半年毛利率上升1.81个百分点，而三项费用率只上升了0.57个百分点，因此使得利润率上升0.63个百分点，净利润率上升0.48个百分点。总的来说，毛利率、费用率以及利润率的变化不大，因此没有使利润增速偏离收入增速太多。
- **公司业绩略好于行业，但超出水平不大，似乎说明公司作为国内葡萄酒业的龙头，更多的是享受行业增长的收益。**1-5月份，葡萄酒业实现收入同比增长22.49%，利润增速22.72%，张裕的业绩表现略好于行业表现，不过其增长将更多地是享受行业增长的好处。
- **毛利率二季度同比提升较大，高端化趋势较为明显。**公司10年第二季度收入增长26%，但成本只增长7.29%，当季毛利率为74.31%，高于一季度的70.51%，而且高于09年二季度的69.84%，毛利率同比提升了4.47个百分点。毛利率的提升反应到产品上就是高端化的趋势。中报披露，公司上半年中高档葡萄酒增长尤为显著，其中张裕爱斐堡酒庄酒和解百纳葡萄酒销售收入同比增长高达200%和30%。
- **未来的发展前景** 宏观面受益于人口红利拐点引发的收入增长快于GDP增长、投资消费结构调整、收入分配体制改革，具体内容请参见我们6月21日报告《把握收入分配体制改革和消费升级》。市场较为关心的是进口葡萄酒增速快于国产葡萄酒产量增速带来的进口葡萄酒对国内葡萄酒市场的冲击。我们认为，公司自入世以来一直重视进口葡萄酒对国内市场影响，而且在销售队伍管理和渠道推进方面不断深化细化，在产品定位和宣传方面不断创新，例如从强调“百年张裕”到“现代化的、世界最先进的葡萄酒生产企业”的转变，而且推出酒庄酒，并不断研发市场所需要的新产品，这些均是公司未来有效抵御进口葡萄酒冲击的武器。总的来说，公司未来的发展机会还是相当不错的。
- **寻找自身问题，不断超越。**中报中还提到了产品销售、区域市场、销售人员队伍方面的问题，公司一直在不断自我完善，投资者应该对张裕有信心。
- **盈利预测及估值** 我们预计公司10-12年的EPS为2.68元、3.30元、4.28元。我们给予11年估值35倍的市盈率，估值为115元左右，DCF估值为136元，综合判断，我们认为公司的股价未来6-12个月的合理价值区间在125元附近。**我们看好公司的长期投资价值**，我们于1月29日开始推荐，特别是自5月20日、5月23日、6月18日、6月21日推荐以来，公司股票已上涨达37.32%，维持公司“买入”评级，但认为短期内大幅上涨的可能性不大，除非受消费政策刺激。

表 1 2010 年上半年净利润同比增长 28.65%

	1H08	2H08	1H09	2H09	1H10	1H09 同比	2H09 同比	1H10 同比
一、营业总收入	1821.25	1632.20	1969.43	2229.98	2481.89	8.14%	36.62%	26.02%
二、营业总成本	1307.35	973.60	1371.89	1358.06	1707.52	4.94%	39.49%	24.46%
营业成本	547.53	488.49	589.41	602.26	697.90	7.65%	23.29%	18.41%
营业税金及附加	126.21	88.42	106.80	146.53	143.95	-15.37%	65.72%	34.79%
销售费用	543.38	326.40	584.34	509.33	760.91	7.54%	56.04%	30.22%
管理费用	109.92	84.32	106.46	113.59	110.22	-3.15%	34.71%	3.53%
财务费用	-19.84	-15.52	-15.12	-15.11	-5.47	-23.77%	-2.66%	-63.83%
资产减值损失	0.15	1.48	0.00	1.46	0.00	-100.00%	-1.62%	#DIV/0!
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
投资净收益	1.96	2.01	0.00	2.61	0.43	0.00%	0.00%	0.00%
四、营业利润	515.86	660.60	597.53	874.53	774.79	15.83%	32.38%	29.67%
加：营业外收入	3.36	7.13	8.42	20.37	5.02	150.95%	185.67%	-40.37%
减：营业外支出	3.19	0.51	0.05	1.55	0.57	-98.55%	205.62%	1134.42%
五、利润总额	516.02	667.22	605.91	893.35	779.24	17.42%	33.89%	28.61%
减：所得税	114.42	174.33	149.63	213.64	186.40	30.77%	22.55%	24.57%
六、净利润	401.61	492.90	456.28	679.70	592.85	13.61%	37.90%	29.93%
减：少数股东损益	2.80	-2.92	1.05	7.61	7.17	-62.57%	-360.75%	583.68%
归属于母公司所有者的净利润	398.80	495.82	455.24	672.09	585.67	14.15%	35.55%	28.65%
每股收益	0.76	0.94	0.86	1.27	1.11	14.15%	35.55%	28.65%
以上同比为相对数，以下为绝对数								
	1H08	2H08	1H09	2H09	1H10	1H09 同比	2H09 同比	1H10 同比
毛利率	69.94%	70.07%	70.07%	72.99%	71.88%	0.14%	2.92%	1.81%
营业税金及附加率	6.93%	5.42%	5.42%	6.57%	5.80%	-1.51%	1.15%	0.38%
营业费用率	29.84%	20.00%	29.67%	22.84%	30.66%	-0.17%	2.84%	0.99%
管理费用率	6.04%	5.17%	5.41%	5.09%	4.44%	-0.63%	-0.07%	-0.96%
财务费用率	-1.09%	-0.95%	-0.77%	-0.68%	-0.22%	0.32%	0.27%	0.55%
三项费用率	34.78%	24.21%	34.31%	27.26%	34.88%	-0.47%	3.04%	0.57%
利润率	28.33%	40.88%	30.77%	40.06%	31.40%	2.43%	-0.82%	0.63%
实际所得税率	22.17%	26.13%	24.69%	23.92%	23.92%	2.52%	-2.21%	-0.77%
净利润率	22.05%	30.20%	23.17%	30.48%	23.89%	1.12%	0.28%	0.72%
归属母公司净利润率	21.90%	30.38%	23.12%	30.14%	23.60%	1.22%	-0.24%	0.48%

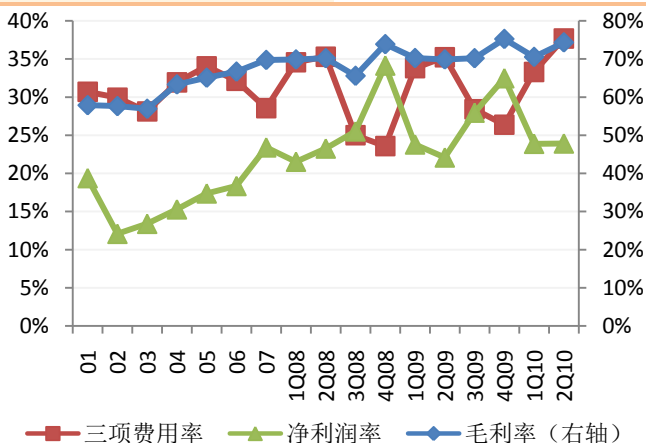
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 2010 年二季度收入同比增长 25.95%，净利润同比增长 32.42%

	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q09 同比	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比
一、营业总收入	981.24	1248.74	1585.14	896.74	32.10%	40.40%	26.06%	25.95%
二、营业总成本	631.57	726.49	1083.68	623.84	30.95%	47.87%	25.60%	22.55%
营业成本	292.75	309.51	467.53	230.38	14.39%	33.08%	24.78%	7.29%
营业税金及附加	60.21	86.32	88.41	55.54	48.00%	80.82%	39.77%	27.54%
销售费用	252.97	256.37	455.91	305.00	45.07%	68.63%	25.80%	37.42%
管理费用	32.36	81.24	75.37	34.86	57.56%	27.35%	3.45%	3.71%
财务费用	-6.71	-8.40	-3.53	-1.94	-27.36%	33.59%	-65.91%	-59.29%
资产减值损失	0.00	1.46	0.00	0.00	#DIV/0!	-1.62%	#DIV/0!	#DIV/0!
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
投资净收益	1.22	1.38	0.12	0.31	52.90%	14.68%	#DIV/0!	#DIV/0!
四、营业利润	350.90	523.63	501.58	273.22	34.28%	31.14%	27.10%	34.65%
加：营业外收入	8.24	12.13	0.47	4.56	67.99%	444.80%	-24.16%	-41.65%
减：营业外支出	0.12	1.44	0.55	0.02	170.19%	208.87%	2791.38%	-22.72%
五、利润总额	359.02	534.32	501.49	277.75	34.88%	33.23%	26.89%	31.83%
减：所得税	84.72	128.92	123.09	63.31	10.34%	32.17%	28.04%	18.35%
六、净利润	274.30	405.40	378.40	214.44	44.83%	33.57%	26.52%	36.42%
减：少数股东损益	2.31	5.30	0.27	6.90	-794.20%	-304.98%	-54.22%	1395.21%
归属于母公司所有者 的净利润	271.99	400.10	378.14	207.54	43.36%	30.71%	26.68%	32.42%
每股收益	0.52	0.76	0.72	0.39	43.36%	30.71%	26.68%	32.42%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q09 同比	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比
毛利率	70.17%	75.21%	70.51%	74.31%	4.62%	1.36%	0.30%	4.47%
营业税金及附加率	6.14%	6.91%	5.58%	6.19%	0.66%	1.55%	0.55%	0.08%
营业费用率	25.78%	20.53%	28.76%	34.01%	2.30%	3.44%	-0.06%	2.84%
管理费用率	3.30%	6.51%	4.75%	3.89%	0.53%	-0.67%	-1.04%	-0.83%
财务费用率	-0.68%	-0.67%	-0.22%	-0.22%	0.56%	0.03%	0.60%	0.45%
三项费用率	28.39%	26.36%	33.29%	37.68%	3.40%	2.80%	-0.50%	2.46%
利润率	36.59%	42.79%	31.64%	30.97%	0.75%	-2.30%	0.21%	1.38%
实际所得税率	23.60%	24.13%	24.54%	22.79%	-5.25%	-0.19%	0.22%	-2.60%
净利润率	27.95%	32.46%	23.87%	23.91%	2.46%	-1.66%	0.09%	1.83%
归属母公司净利润率	27.72%	32.04%	23.85%	23.14%	2.18%	-2.38%	0.12%	1.13%

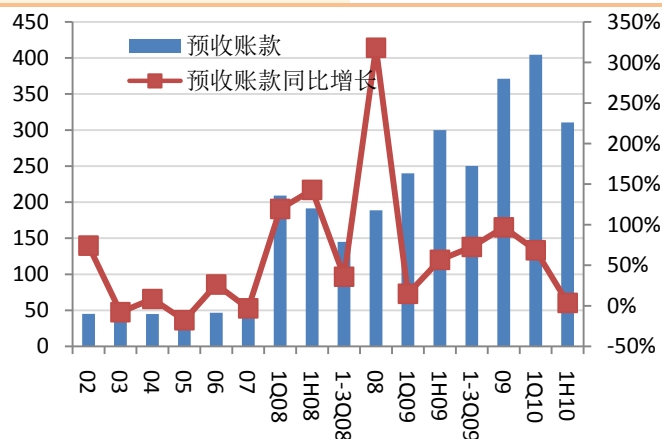
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1 2010 年第二季度毛利率同比增加 4.47 个百分点



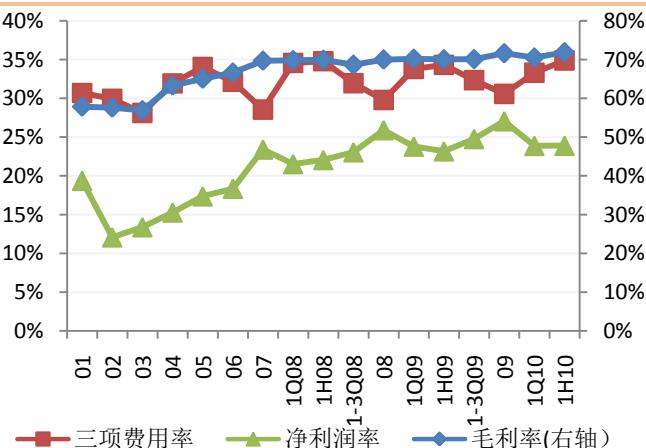
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 2010 年二季度末预收账款增加 3.56%



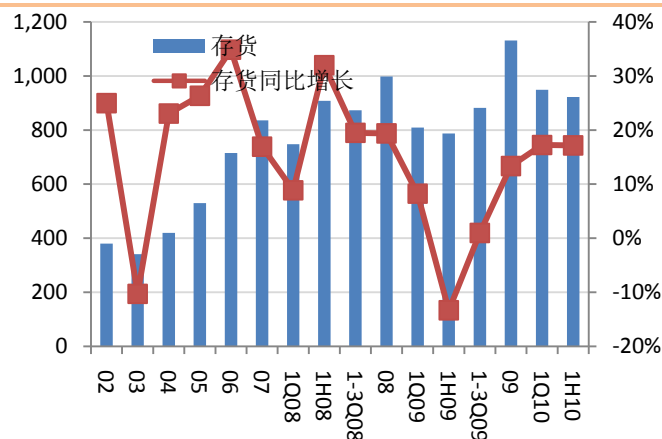
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 2010 年上半年毛利率同比增加 1.81 个百分点



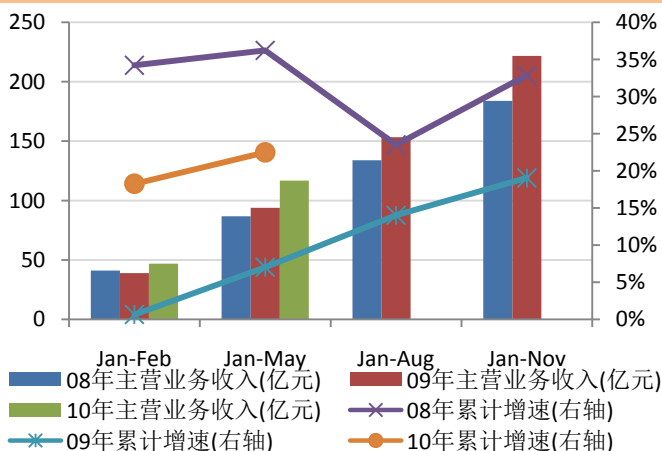
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 4 2010 年二季度末存货同比增加 17.17%



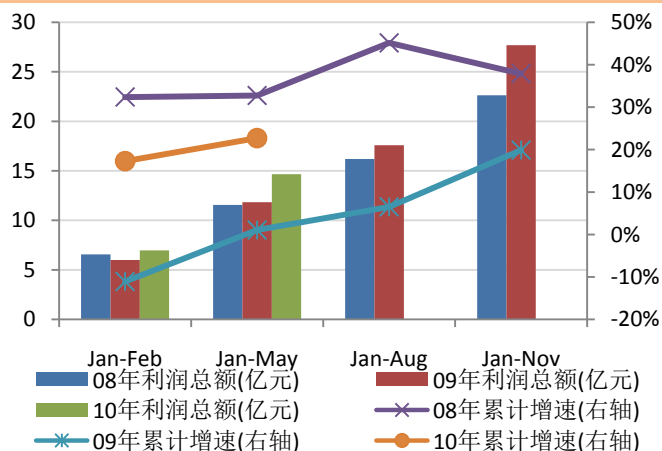
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 5 行业收入数据表明当前葡萄酒业正处于景气向好阶段



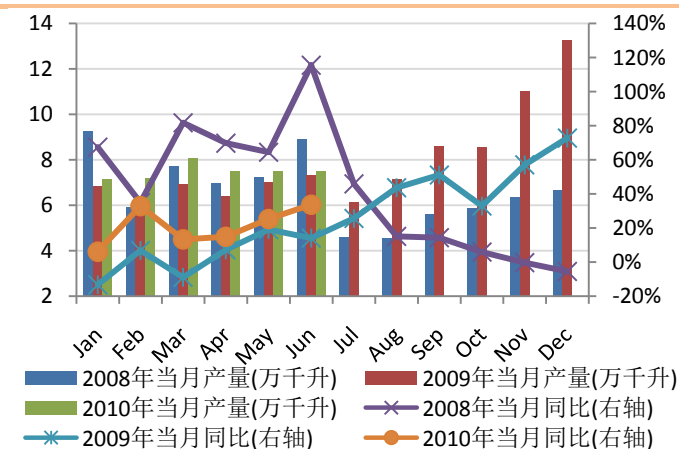
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 6 行业利润数据表明当前葡萄酒业正处于景气向好阶段



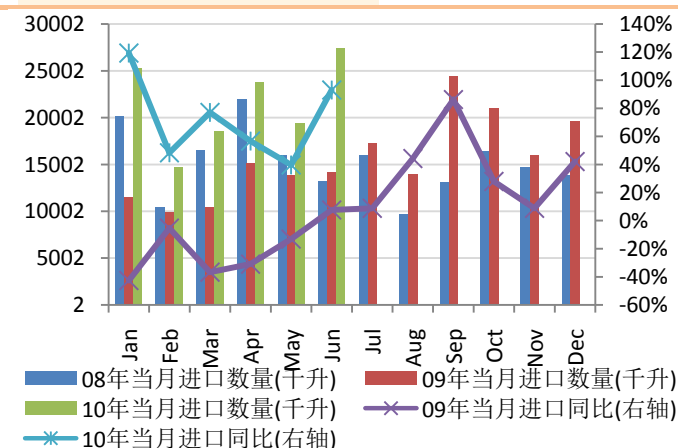
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 7 2010 年葡萄酒月度产量增速好于 09 年同期水平



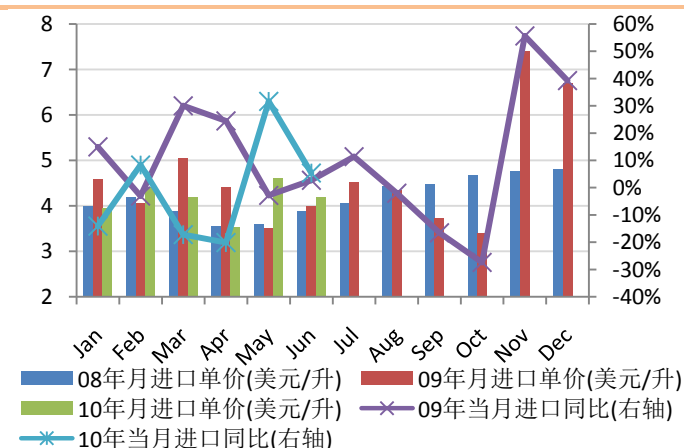
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 8 葡萄酒进口增速大幅高于行业产量增速



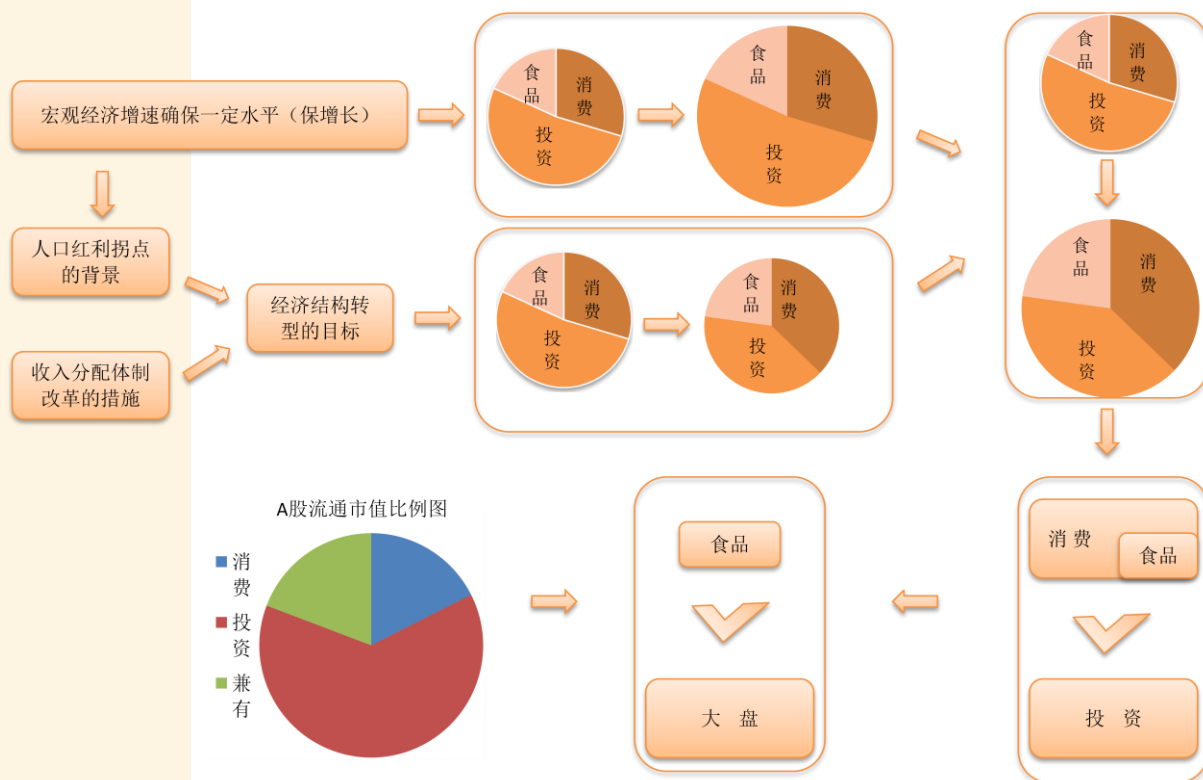
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 9 葡萄酒的进口单价基本持平



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 10 人口红利拐点、收入分配体制改革以及资本市场投资品占比较大三大因素致使食品行业好于大盘



注：本图中食品占消费的数据以 38% 衡量，仅作为参考；此外，食品是消费的一部分，图中的消费是除食品之外的消费；其三，经济结构调整中投资比重的目标值为 40%，仅作为参考。该图具体逻辑请参见我们 6 月 21 日的中期投资策略报告《把握收入分配体制改革和消费升级》

资料来源：湘财证券研究所

表 3 预测资产负债表和利润表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E		
流动资产	3877	3258	4592	6359	营业收入	4199	5333	6827	8875		
现金	2545	1595	2476	3652	营业成本	1192	1472	1877	2405		
应收账款	98	139	172	221	营业税金及附加	253	325	415	540		
其他应收款	22	31	39	51	营业费用	1094	1493	1980	2574		
预付账款	32	29	41	51	管理费用	220	267	341	444		
存货	1131	1429	1815	2319	财务费用	-30	-79	-84	-126		
其他流动资产	48	36	48	64	资产减值损失	1	0	1	0		
非流动资产	1487	2574	2878	3199	公允价值变动收益	0	0	0	0		
长期投资	10	1030	1236	1483	投资净收益	3	3	3	3		
固定资产	997	1124	1178	1214	营业利润	1472	1859	2300	3041		
无形资产	148	175	207	238	营业外收入	29	19	21	21		
其他非流动资产	333	245	257	264	营业外支出	2	3	3	2		
资产总计	5364	5832	7470	9557	利润总额	1499	1875	2318	3060		
流动负债	2150	1860	2166	2460	所得税	363	455	562	743		
短期借款	225	0	0	0	净利润	1136	1420	1755	2317		
应付账款	343	387	509	646	少数股东损益	9	7	7	10		
其他流动负债	1583	1473	1657	1815	归属母公司净利润	1127	1413	1748	2308		
非流动负债	39	11	11	11	EBITDA	1501	1840	2284	2988		
长期借款	11	11	11	11	EPS (元)	2.14	2.68	3.31	4.38		
其他非流动负债	29	0	0	0	获利能力						
负债合计	2189	1870	2177	2471	毛利率(%)	71.62%	72.40%	72.50%	72.90%		
少数股东权益	136	143	151	160	ROE(%)	37.10%	37.00%	33.99%	33.32%		
股本	527	527	527	527	ROIC(%)	142.10%	106.40%	110.67%	116.19%		
资本公积	557	557	557	557	估值比率						
留存收益	1954	2734	4058	5842	P/E	43.87	35.00	28.30	21.43		
归属母公司股东权益	3038	3818	5142	6926	P/B	16.28	12.95	9.62	7.14		
负债和股东权益	5364	5832	7470	9557	EV/EBITDA	31.49	25.69	20.70	15.82		

资料来源:公司公告,湘财证券研究所

表 4 DCF 估值相关参数

贝塔值 (β)	0.60
无风险利率 (%)	2.52%
市场的预期收益率 (%)	10.00%
股权资本成本 (K_e)	6.97%
债务成本 K_d (%)	3.75%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.47%
WACC	6.96%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5 DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
1.96%	292.13	580.05	#####	-502.54	-248.46	-161.44
2.96%	191.54	281.24	558.13	#####	-483.01	-238.65
3.96%	141.86	184.56	270.86	537.25	#####	-464.41
4.96%	112.30	136.81	177.90	260.96	517.34	#####
5.96%	92.71	108.39	132.00	171.56	251.52	498.36
6.96%	78.80	89.56	104.67	127.40	165.50	242.52
7.96%	68.42	76.19	86.56	101.11	123.01	159.72
8.96%	60.40	66.21	73.69	83.68	97.71	118.82
9.96%	54.01	58.49	64.09	71.30	80.94	94.46
10.96%	48.81	52.34	56.66	62.06	69.02	78.31
11.96%	44.50	47.34	50.74	54.91	60.12	66.84
12.96%	40.88	43.19	45.93	49.22	53.24	58.27

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。