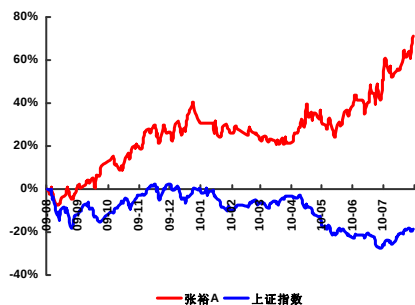


2010 年 8 月 7 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所综合组

组长 强系璧

执业证书编号：S0590208070088

联系人

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

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，特此申明。

张裕 A (000869) 2010 半年报分析

经营数据：

公司 2010 年上半年实现营业收入为 24.82 亿元，同比分别增长 26.02%；实现营业利润 7.75 亿元，同比增长 29.67%；实现归属于公司股东的净利润为 5.86 亿元，同比增长 28.65%；实现每股收益 1.11 元。

分析结论：

● 业绩基本符合预期，弱势市场营销效果低于预期

公司上半年的业绩基本符合我们的预期，优势市场继续保持较快增长，但新市场的拓展并不理想，公司在西南、东北等弱势市场受限于销售网络的不完善以及品牌影响力较弱，销售未达到预期。

● 收入、毛利率增长来自于结构性调整

公司销售收入增长仍主要来自于高档葡萄酒（酒庄酒及解百纳）和白兰地，而其他酒种对收入增长贡献很小，报告期内虽然公司销售收入实现小幅上升，但销售量却有所下降，主要是销量占比最大的普通干红与竞品相比缺乏优势，以及进口品冲击下出现下滑；但产品销售的结构性变化也提升了公司的吨酒价格，使得葡萄酒销售毛利率提升 1.8 个百分点至 73.98%。

● 继续推进酒庄酒等高档酒产能和营销网络建设

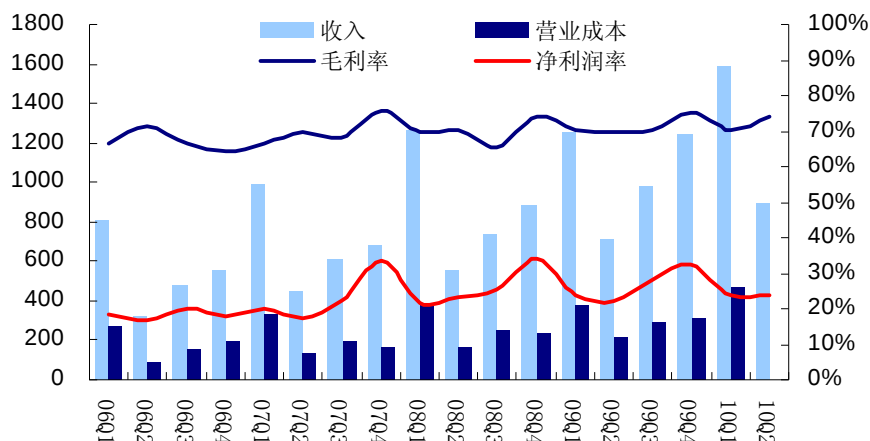
公司计划围绕酒庄酒等高档酒进行产能扩建，在陕西、新疆等地新建酒庄和葡萄种植园，扩大爱斐堡酒庄规模，继续往上游控制资源；同时继续加大营销网点建设，提升对终端的覆盖面和影响力。

● 给予“推荐”评级，合理价格 105~110 元

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 2.79 元、3.42 和 4.17 元，对应目前股价 PE 分别为 33.6 倍、27.4 倍和 22.5 倍，10 年估值基本合理，但考虑到公司增长确定性明显，如果切换到 11 年来看，仍有一定的上升空间，给予“推荐”评级，合理价格 105~110 元。

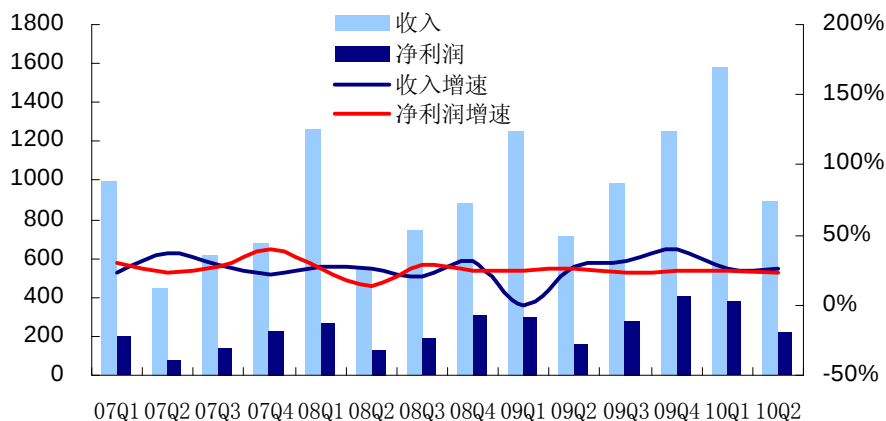
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,199	5,164	6,234	7,495
YOY	21.6%	23.0%	20.7%	20.2%
归属母公司净利润	1,127	1,474	1,803	2,196
EPS(元)	2.14	2.79	3.42	4.17
P/E	43.9	33.6	27.4	22.5
P/B	16.3	13.1	10.6	8.6

图表 1: 公司单季度经营情况



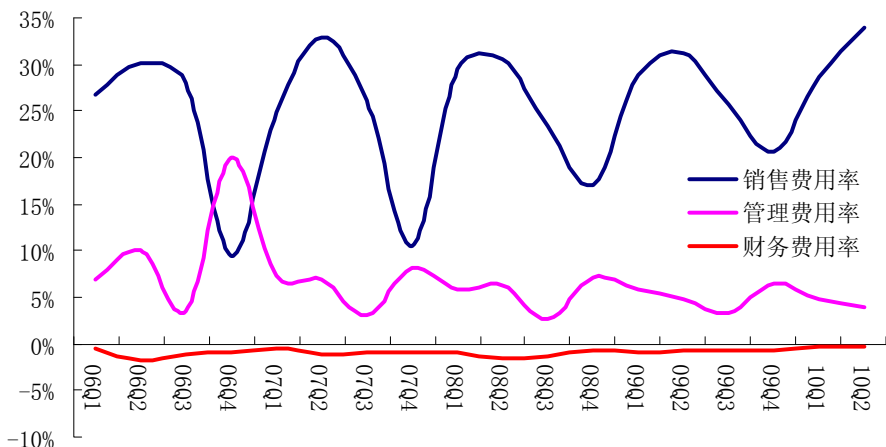
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司单季度成长情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司期间费用率情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 单季度利润表情况

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
一、营业总收入	1264.76	556.49	742.80	889.40	1257.46	711.97	981.24	1248.74	1585.14	896.74
二、营业总成本	900.64	406.71	482.28	491.32	862.83	509.07	631.57	726.49	1083.68	623.84
其中: 营业成本	381.49	166.04	255.93	232.57	374.69	214.73	292.75	309.51	467.53	230.38
营业税金及附加	82.06	44.15	40.68	47.74	63.25	43.55	60.21	86.32	88.41	55.54
销售费用	373.00	170.38	174.37	152.03	362.40	221.94	252.97	256.37	455.91	305.00
管理费用	74.94	34.97	20.54	63.79	72.85	33.61	32.36	81.24	75.37	34.86
财务费用	(10.86)	(8.98)	(9.23)	(6.29)	(10.36)	(4.76)	(6.71)	(8.40)	(3.53)	(1.94)
资产减值损失	0.00	0.15	0.00	1.48	0.00	0.00	0.00	1.46	0.00	
三、其他经营收益										
公允价值变动净收益										
投资净收益	0.00	1.96	0.80	1.21	0.00	0.00	1.22	1.38	0.12	0.31
四、营业利润	364.12	151.73	261.32	399.29	394.63	202.91	350.90	523.63	501.58	273.22
加: 营业外收入	1.88	1.47	4.90	2.23	0.62	7.81	8.24	12.13	0.47	4.56
减: 营业外支出	0.10	3.08	0.04	0.47	0.02	0.03	0.12	1.44	0.55	0.02
五、利润总额	365.90	150.12	266.18	401.05	395.22	210.69	359.02	534.32	501.49	277.75
减: 所得税	93.69	20.72	76.79	97.54	96.13	53.49	84.72	128.92	123.09	63.31
六、净利润	272.21	129.40	189.39	303.51	299.09	157.20	274.30	405.40	378.40	214.44
减: 少数股东损益	0.57	2.23	(0.33)	(2.58)	0.59	0.46	2.31	5.30	0.27	6.90
七、归属母公司所有者净利润	271.64	127.17	189.72	306.09	298.50	156.73	271.99	400.10	378.14	207.54
EPS	0.515	0.241	0.360	0.581	0.566	0.297	0.516	0.759	0.717	0.394
收入增长率	27%	25%	21%	31%	-1%	28%	32%	40%	26%	26%
毛利率	70%	70%	66%	74%	70%	70%	70%	75%	71%	74%
营业利润率	29%	27%	35%	45%	31%	28%	36%	42%	32%	30%
净利润率	22%	23%	25%	34%	24%	22%	28%	32%	24%	24%
销售费用率	29%	31%	23%	17%	29%	31%	26%	21%	29%	34%
管理费用率	6%	6%	3%	7%	6%	5%	3%	7%	5%	4%
财务费用率	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	0%
所得税率	26%	14%	29%	24%	24%	25%	24%	24%	25%	23%
净利润增长率	38%	69%	38%	33%	10%	21%	45%	34%	27%	36%

资料来源: WIND 国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 10-08-07

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,199	5,164	6,234	7,495
营业成本	1,192	1,466	1,748	2,070
营业税金及附加	253	312	376	452
销售费用	1,094	1,343	1,621	1,949
管理费用	214	284	343	412
EBIT	1,442	1,754	2,140	2,606
财务费用	-30	-2	-8	-12
资产减值损失	-1	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	1,472	1,758	2,151	2,621
营业外净收入	7	0	0	0
利润总额	1,499	1,758	2,151	2,621
所得税	363	275	336	410
净利润	1,136	1,484	1,815	2,211
少数股东损益	-9	-10	-12	-15
归属母公司净利润	1,127	1,473	1,803	2,196

主要财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	21.6%	23.0%	20.7%	20.2%
营业利润	25.1%	19.5%	22.3%	21.8%
净利润	26.0%	30.7%	22.3%	21.8%
获利能力				
毛利率(%)	71.6%	71.6%	72.0%	72.4%
净利率(%)	27.1%	28.7%	29.1%	29.5%
ROE(%)	37.1%	39.0%	38.5%	38.0%
ROA(%)	21.0%	23.4%	23.5%	23.5%
偿债能力				
流动比率	1.80	1.51	1.69	1.85
速动比率	1.28	0.93	1.11	1.28
资产负债率%	40.8%	37.8%	37.2%	36.5%
营运能力				
总资产周转率	78.3%	82.0%	81.2%	80.3%
应收账款周转天数	13.78	13.78	13.78	13.78
存货周转天数	297.03	297.03	297.03	297.03
每股收益	2.14	2.79	3.42	4.16
每股净资产	5.76	7.16	8.87	10.95
P/E	43.9	33.6	27.4	22.5
P/B	16.3	13.1	10.6	8.6

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
现金	2,545	1,927	2,824	3,943
应收款项净额	159	195	235	283
存货	1,131	1,356	1,622	1,933
其他流动资产	42	52	62	75
流动资产总额	3,877	3,529	4,744	6,234
固定资产	997	1,308	1,453	1,615
无形资产	148	142	136	130
长期股权投资	10	1,030	1,030	1,030
其他长期资产	224	224	224	224
资产总额	5,364	6,298	7,676	9,333
短期借款	225	0	0	0
应付款项	343	411	492	586
其他流动负债	1,583	1,932	2,321	2,778
流动负债	2,150	2,343	2,813	3,365
长期借款	11	11	11	11
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	29	29	29	29
负债总额	2,189	2,382	2,852	3,404
少数股东权益	136	142	148	155
股东权益	3,038	3,775	4,676	5,774
负债和股东权益	5,364	6,298	7,676	9,333

现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	1,127	1,473	1,803	2,196
加: 少数股东损益	4	5	6	8
公允价值变动	1	0	0	0
折旧和摊销	59	117	137	153
营运资金的变动	267	147	153	180
经营活动现金流	1,459	1,743	2,099	2,537
短期投资	15	0	0	0
长期股权投资	0	-1,020	0	0
固定资产投资	-276	-380	-300	-320
投资活动现金流	-261	-1,400	-300	-320
股权融资	0	0	0	0
负债净变化	11	0	0	0
支付股利、利息	-633	-737	-901	-1,098
其它融资现金流	844	-225	0	0
融资活动现金流	-401	-961	-901	-1,098
现金净变动额	797	-619	898	1,119

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。