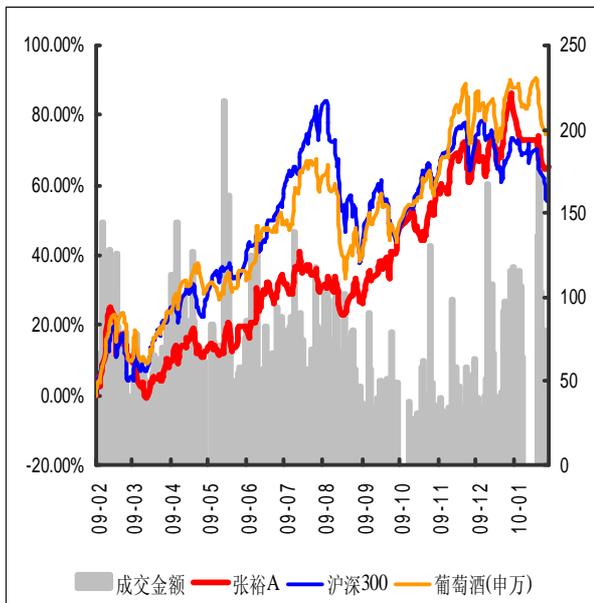


评级：谨慎推荐

2010年1月27日

张裕 A 系列研究之一

财务策略保守但状况优异的公司



行业分类：酿酒行业 食品饮料业

基本数据：2010年1月27日

最新收盘价 69.10元

总股本（百万股） 527.28

流通 A 股 109.41

流通 B 股 178.48

研究员：郭得存

电话：(0351) 4131415

 E mail: leiws5588@126.com

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

 网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

近期报告：

投资要点：

- + **公司的历史文化底蕴深厚，产品结构丰富。**公司的历史可以追溯到 100 多年前，文化底蕴深厚，品牌认同感较强。目前公司的产品包括葡萄酒系列、白兰地系列、起泡酒系列和保健酒系列，其中葡萄酒系列产品形成了所谓的“4+1”结构，公司总体产品战略定位于中高端，在提高公司产品毛利率的同时又提高了公司的品牌形象。
- + **从趋势和共同比分析来看：**公司的营业收入、税后核心营业利润、税后营业利润以及综合收益的增速都比较稳定，且在 7 家葡萄酒上市公司中（包括中国食品和王朝酒业）排在前列。
- + **从盈利能力来看：**公司的综合毛利率水平在行业内最高。公司主要利用经营负债杠杆（OLLEV）为股东创造价值，但公司面临着不利的负财务杠杆，公司参股恒丰银行会改善这种状况，详细分析见后。
- + **从增长能力来看：**公司的普通股权收益率（RoCE）的提高主要是由净经营资产收益率（RNOA）的提高贡献的，质量较高，而 RNOA 的提高主要是由于资产周转率（ATO）的提高贡献的；普通股权益（CSE）的增加主要是由于净金融资产的大量增加引起的，从价值创造的持续性来说，这种状况是不理想的，应该主要由净经营资产（NOA）的提高来贡献，公司参股银行后，这种状况可能会得到改变。
- + **盈利预测和估值。**根据对公司经营状况的预期，本文认为其 2009 年到 2010 年的每股收益（更精确的说是每股综合收益）分别为 1.98 元、2.37 元和 2.93 元，对应的杠杆远期市盈率分别为 25.82 倍、23.13 倍和 21.33 倍；对应的杠杆市净率分别为 10.94 倍、10.40 倍和 9.79 倍。剩余营业收益模型（ReOI）给出的公司 2010 年末的每股价值约为 67.65 元，结合敏感性分析，本文认为目前公司 A 股的市场价格较为合理，给予其“谨慎推荐”的评级。

盈利预测简表

单位：百万元

项目	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,453.44	4,213.20	5,055.84	6,067.00
税后核心营业利润 (OI)	861.15	1,011.17	1,213.40	1,501.58
税后营业利润	865.01	1,011.17	1,213.40	1,501.58
普通股东综合收益	894.39	1,042.90	1,249.06	1,542.46
EPS(basic)(元)	1.70	1.98	2.37	2.93

目录

1.公司简介.....	4
2.公司产品分析.....	4
3.公司财务分析.....	8
3.1 趋势和共同比分析.....	8
3.1.1 营业收入分析.....	8
3.1.2 税后核心营业利润分析.....	11
3.1.3 税后营业利润分析.....	12
3.1.4 普通股综合收益（CI）分析.....	13
3.2 盈利能力分析.....	14
3.2.1 相关比率分析.....	14
3.2.1.1 毛利率.....	14
3.2.1.2 核心销售利润率（Core sales PM）.....	16
3.2.1.3 销售利润率（Sales PM）.....	17
3.2.2 层次分析.....	17
第一层次分解：区分财务杠杆与经营负债杠杆的杠杆作用.....	18
第二层次分解：经营盈利能力的驱动因素.....	22
第三层次分解：利润率和周转率的驱动因素.....	23
3.3 增长能力分析.....	26
第一层次：RE 和 ReOI 的增长分解.....	27
第二层次：RoCE 和 RNOA 的变化分解.....	30
第三层次：普通股东权益（CSE）的变化分解.....	31
4.公司财务预测和估值.....	33

图表目录

表 1 消费税调整前 A 股 5 家公司的毛利率（前二季度）.....	15
表 2 消费税调整后 7 家公司的毛利率（前二季度）.....	15
表 3 张裕的核心销售 PM 是最高的.....	17
表 4 张裕的销售利润率依然是最高的.....	17
表 5 盈利能力分析所用到的公式.....	17
表 6 财务杠杆（FLEV）对 RoCE 的作用分解.....	18
表 7 5 家公司经营负债杠杆（OLLEV）对 RoCE 的间接作用.....	20
表 8 FLEV 和 OLLEV 对 RoCE 的杠杆作用量化表.....	21
表 9 RNOA 的驱动因素量化表.....	22
表 10 5 家公司核心销售 PM 的驱动因素分解.....	23
表 11 ATO 的主要驱动因素分解.....	24
表 12 5 家公司历年当期剩余收益（RE）的数据.....	27
表 13 RE 的变化分解数据.....	28
表 14 各公司当期 ReOI 的数据.....	29
表 15 ReOI 的变化分解数据.....	29

表 16 预测的利润简表.....	33
表 17 预测的资产负债简表	33
表 18 预测的现金流量简表.....	34
表 19 ReOI 模型估值输出表.....	34
图 1 公司股权结构图.....	5
图 2 葡萄酒业务是公司的主要收入来源	6
图 3 各系列产品占比历年走势	6
图 4 张裕主要产品历年毛利率水平变化趋势	7
图 5 沿海地区是公司最主要的收入来源区域	7
图 6 张裕的营业收入持续增长，其他四家不稳定	8
图 7 增速整体下滑，张裕仍保持正增速，但增速也出现递减.....	9
图 8 张裕、王朝和中国食品的实力明显	9
图 9 张裕、中国食品 and 莫高的同比增速保持为正，莫高增速明显加快.....	10
图 10 张裕和莫高的市场份额在提升，王朝的份额持续小幅下滑.....	10
图 11 张裕的税后核心 OI 处于稳定的上升中	11
图 12 张裕的税后核心 OI 增速较其他公司稳定	11
图 13 张裕的税后营业收入大幅增长	12
图 14 张裕的税后营业收入增幅波动相对较小	12
图 15 张裕和 ST 银广夏是 09 年前三季度 CI 的主要贡献力量	13
图 16 张裕的毛利率水平最高	14
图 17 消费税调整前 A 股 5 家公司的毛利率历年前二季度变化.....	15
图 18 消费税调整以后 7 家公司的毛利率比较（前二季度）	16
图 19 张裕面临不利的负财务杠杆	19
图 20 张裕 A 利用了经营负债杠杆放大了 RNOA	20
图 21 张裕历年 OLLEV 的作用为正，FLEV 的作用为负	21
图 22 张裕核心销售 PM 的驱动因素分解.....	24
图 23 张裕的应收账款周转率最高	25
图 24 张裕的存货周转率最高且逐年提高	26
图 25 张裕的固定资产周转率虽然最高但呈现下降趋势	26
图 26 5 家公司的预收款项周转率也在下降	27
图 27 张裕的剩余收益变化分解	28
图 28 张裕 ReOI 的变化分解.....	29
图 29 张裕的 RoCE 的变化分解	30
图 30 张裕 RNOA 的分解.....	31
图 31 张裕的当期 CSE 变化分解.....	32
图 32 张裕平均 CSE 的变化.....	32

1.公司简介

烟台张裕葡萄酒股份有限公司是由烟台张裕集团有限公司独家发起，以募集设立方式设立的股份有限公司。该公司成立于1997年9月18日，主要从事葡萄酒、白兰地、起泡酒及保健酒的生产和销售业务。1997年和2000年张裕B股和A股先后成功发行并上市。

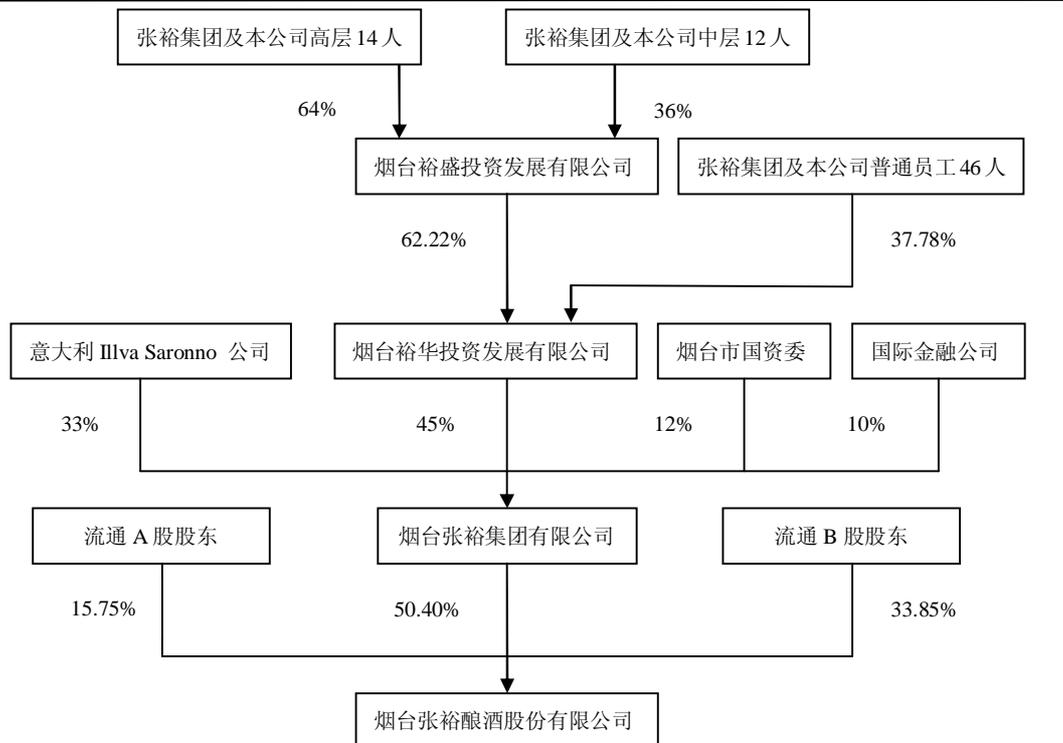
烟台张裕集团有限公司成立于1997年4月27日，其前身是张裕酿酒公司。1892年，著名爱国华侨张弼士先生，以“张”姓加上“丰裕兴隆”之“裕”字，在烟台投资创办了张裕酿酒公司，这是我国首家采用现代生产方式的大型酿酒企业。

不同于大多数酿酒类上市公司国家控股的股权构成形式，烟台张裕葡萄酒股份有限公司采用EMBO(Employees and Management Buy-out)的股权结构形式，将公司的经营者(包括员工)与所有者的利益有效地联系在一起，实现了多方共赢的格局。EMBO是MBO的衍生形式，这两种收购方式在西方经济社会有着较为完善的理论基础，主要包括代理人成本理论、产权理论、公司治理结构理论和利润共享经济理论。2004年7月，张裕集团开始采用EMBO的形式进行改制，经过一系列的股权转让，张裕集团已经变成一家中外合资企业。同时，张裕集团的26名中高层管理人员和46名普通员工也通过管理层和员工持股计划(EMBO)成为张裕集团的实际控制人，间接控制上市公司张裕股份50.40%的股权，成为上市公司的最终控制人，如图1所示。

2.公司产品分析

公司属于食品饮料业中的葡萄酒行业，主营业务是从事葡萄酒、白兰地、起泡酒和保健酒的酿制、生产与销售，同时也代销部分国外知名品牌的葡萄酒。主要产品有：干红、干白葡萄酒，冰葡萄酒；XO级、VSOP级、VO级、VS级白兰地；特质三鞭酒、味美思和起泡酒。可以看出，公司的产品线比较丰富，涵盖了高中低档产品，但公司目前的战略是以发展中高端产品为主。葡萄酒和白兰地对销售收入贡献最大，其中又以葡萄酒为公司最为重要的收入来源。

图 1 公司股权结构图



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

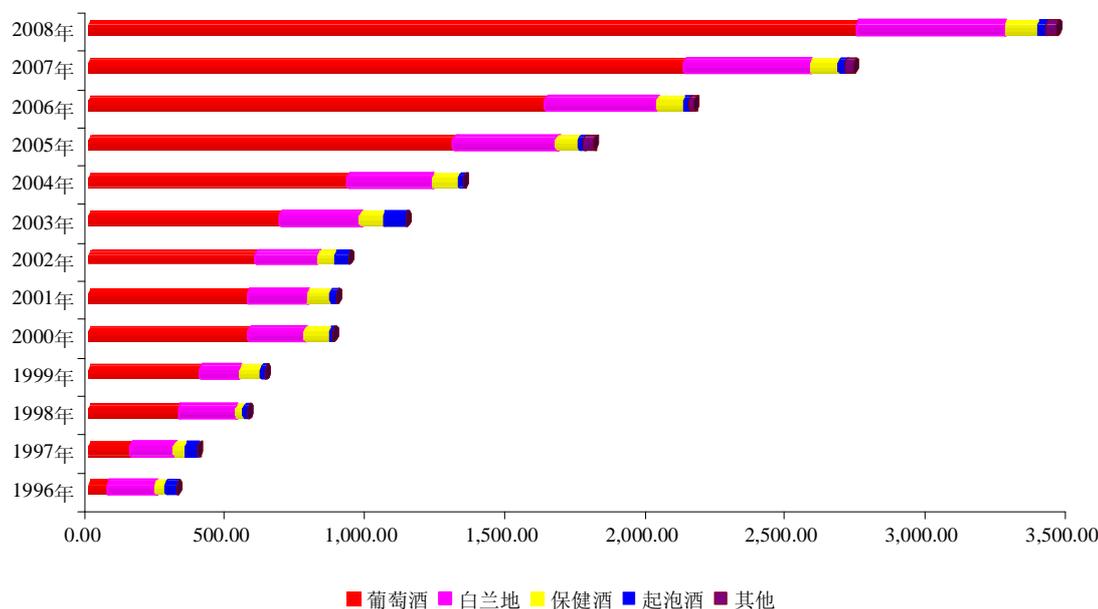
公司目前的产品系列有百年老窖系列、酒庄酒系列、解百纳干红系列、普通葡萄酒系列、白兰地系列、保健酒系列等，同时也代销部分进口酒。从图 2 和图 3 可以看出，葡萄酒是公司最重要的收入来源，而且所占的比例呈逐年上升趋势；白兰地刚开始是公司的主要收入来源，后因公司战略的改变而下降为第二收入来源，所占比例也逐年下降；保健酒和起泡酒在公司的收入中所占比例相对较小，并且占比也有逐年下降之势。

葡萄酒系列产品形成了所谓的“4+1”结构，“4”是指定位于各个细分高端市场的四大酒庄品牌，包括烟台张裕卡斯特酒庄、张裕黄金冰谷冰酒酒庄、新西兰张裕凯利酒庄以及张裕爱斐堡北京国际酒庄和烟台酒庄。“1”是指定位于中高端的核心子品牌张裕解百纳。目前，解百纳是公司最主要的收入来源。此外，葡萄酒系列还包括部分普通干红和甜酒。

各产品系列当中，葡萄酒系列的毛利率是最高的，尤其是其中的酒庄酒系列，高达 80% 以上。白兰地系列和保健酒系列的毛利率相当，维持在 60% 左右的水平，起泡酒的毛利率水平较低，但近年来有逐步上升的趋势。公司的综合毛利率在 A 股 5 家葡萄酒上市公司中是最高的，即使在和在香港上市的中国食品、王朝酒业相比，也是最高的，是当之无愧的葡萄酒行业龙头。

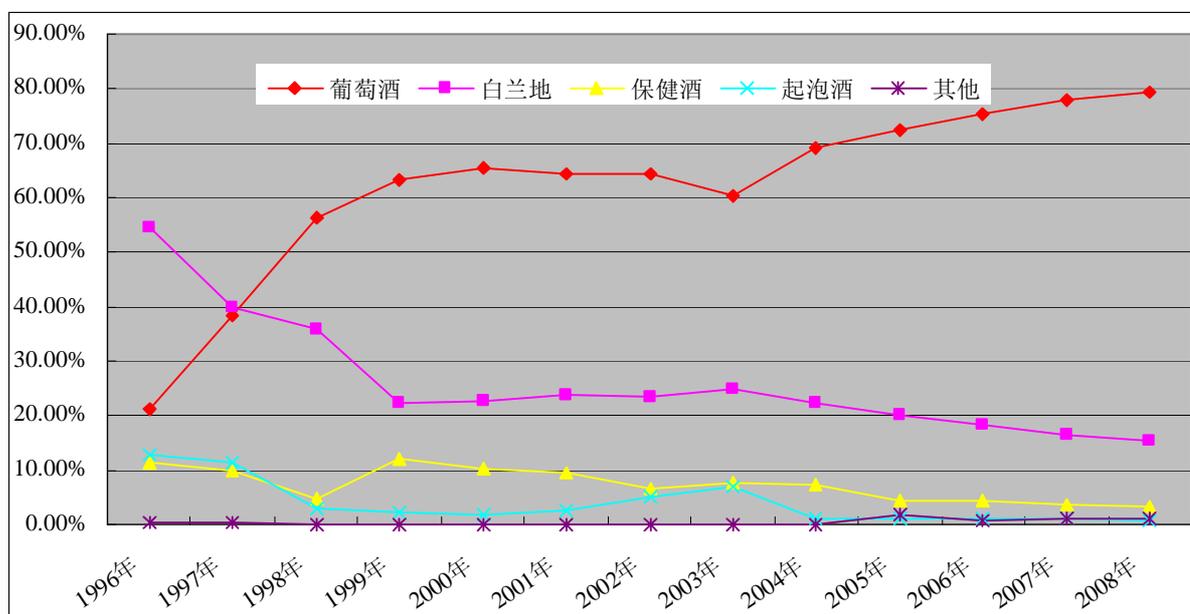
图2 葡萄酒业务是公司的主要收入来源

单位：百万元



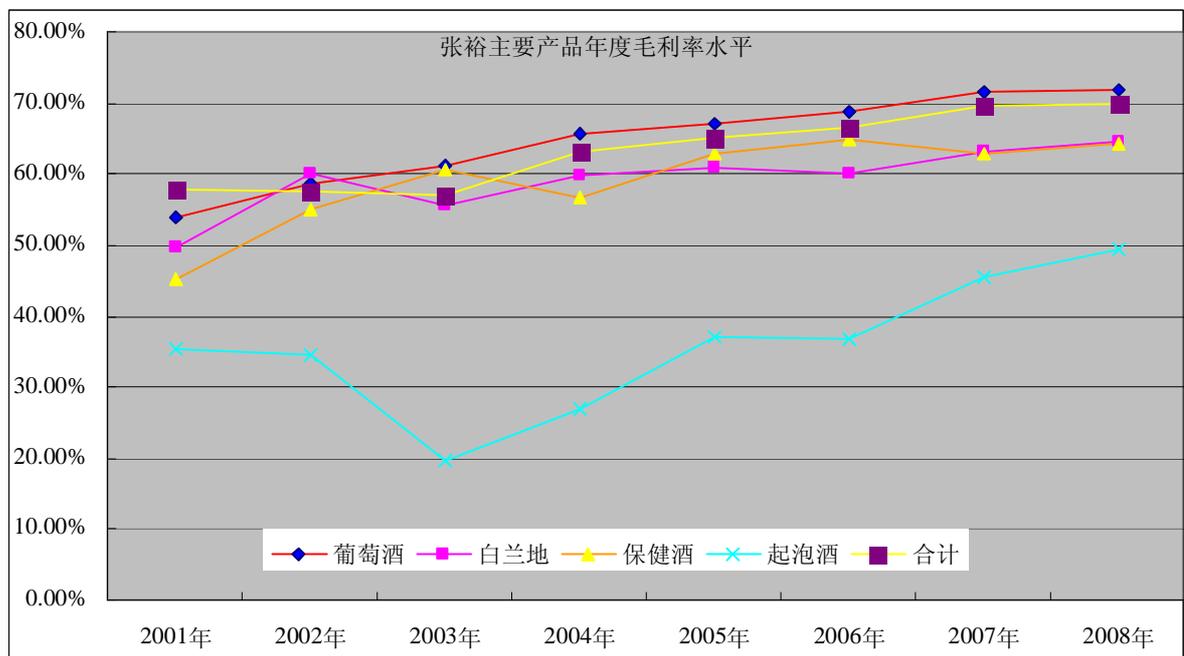
数据来源：公司公告，大同证券研究部。

图3 各系列产品占比历年走势



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

图4 张裕主要产品历年毛利率水平变化趋势

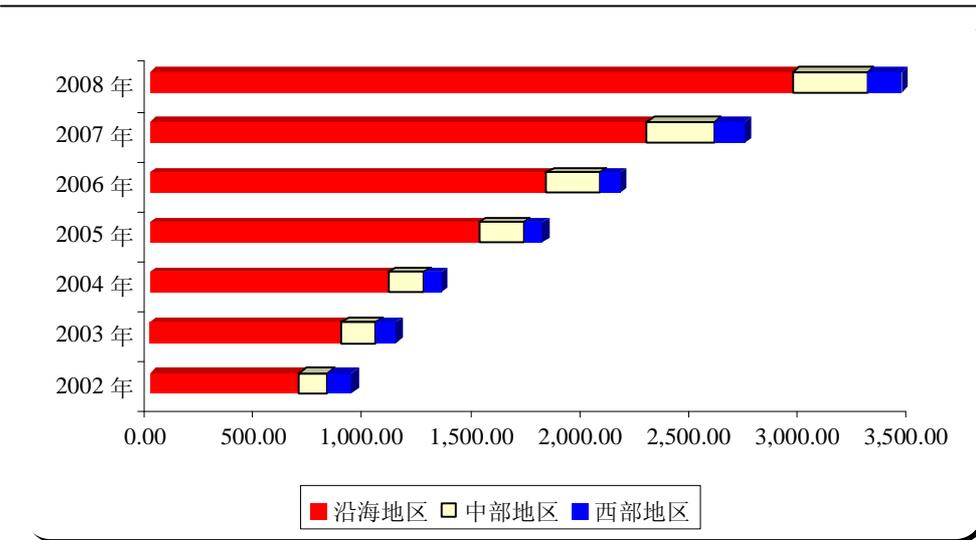


数据来源：公司公告，大同证券研究部。

分地区来看，沿海地区是公司主要的收入来源，占到80%以上的份额；中部能占到10%左右的份额；西部地区最少，大约占5%的份额。

图5 沿海地区是公司最主要的收入来源区域

单位：百万元



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

3.公司财务分析

本部分是借鉴 Stephen Penman 教授关于上市公司财务报表分析和证券定价的思想进行的。应用该方法时，需要重新编制四大财务报表，区分经营资产（负债）、金融资产（负债），以及由此产生的收入和费用，通过盈利能力和增长能力的层次分析，识别可持续性部分。在用完全信息预测的情况下，通过剩余营业收益（ReOI）模型进行估值，从而完成整个分析过程。

本节共分四部分。第一部分是葡萄酒行业上市的 7 家公司（包括中国食品和王朝酒业）业绩的趋势和共同比分析，第二部分是盈利能力分析，第三部分是增长能力分析，最后一部分给出公司的盈利预测和估值。

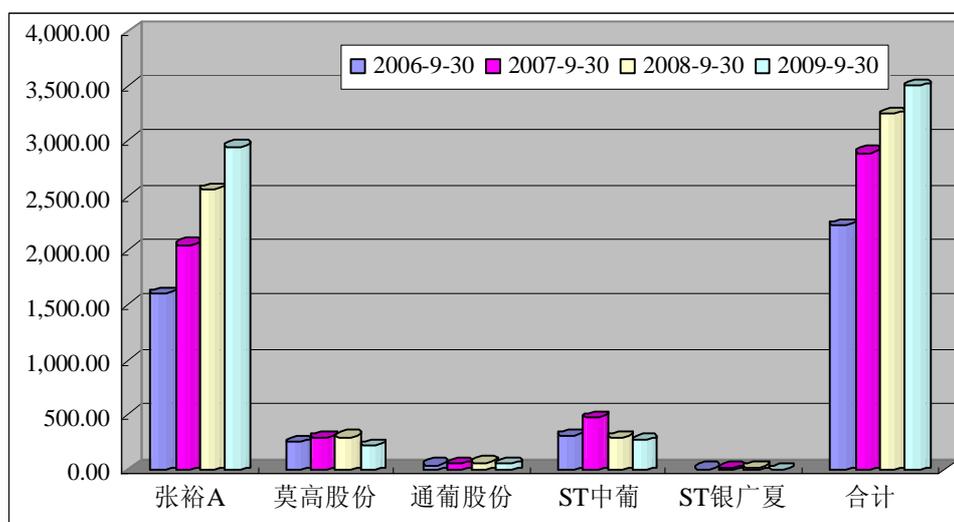
3.1 趋势和共同比分析

3.1.1 营业收入分析

09 年前三季度，A 股 5 家葡萄酒行业上市公司共实现营业收入 3,502.14 百万元，同比增长 7.97%，增速比去年同期下降 4.04 个百分点。合计 5 家公司前三季度的营业收入同比增速近三年来一直处于下降之中。

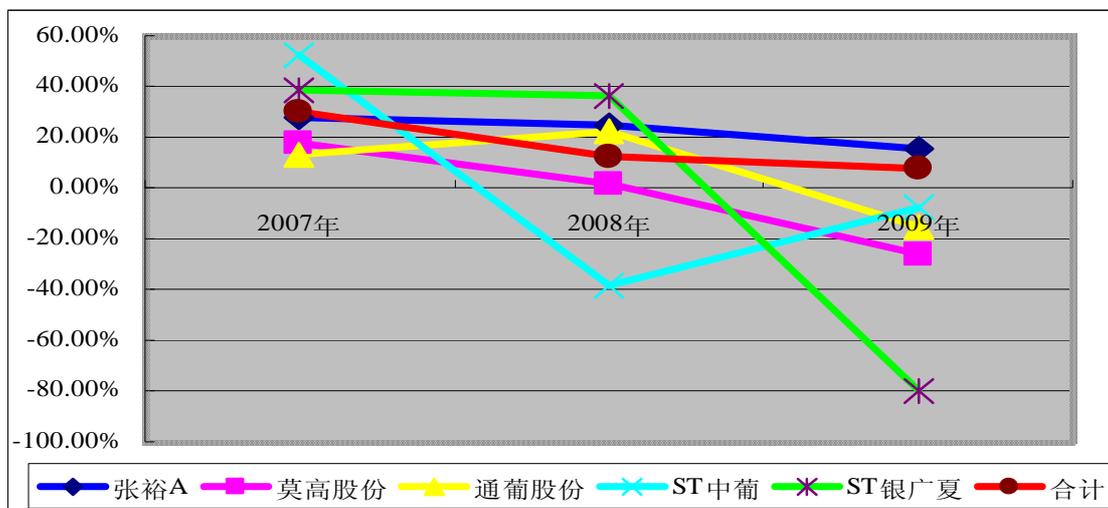
5 家公司中，只有张裕近三年前三季度的同比增速一直为正，但增速递减，其他四家公司近三年的同比增速均不稳定，跳跃性较大。

图 6 张裕的营业收入持续增长，其他四家不稳定 单位：百万元



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

图7 增速整体下滑，张裕仍保持正增速，但增速也出现递减

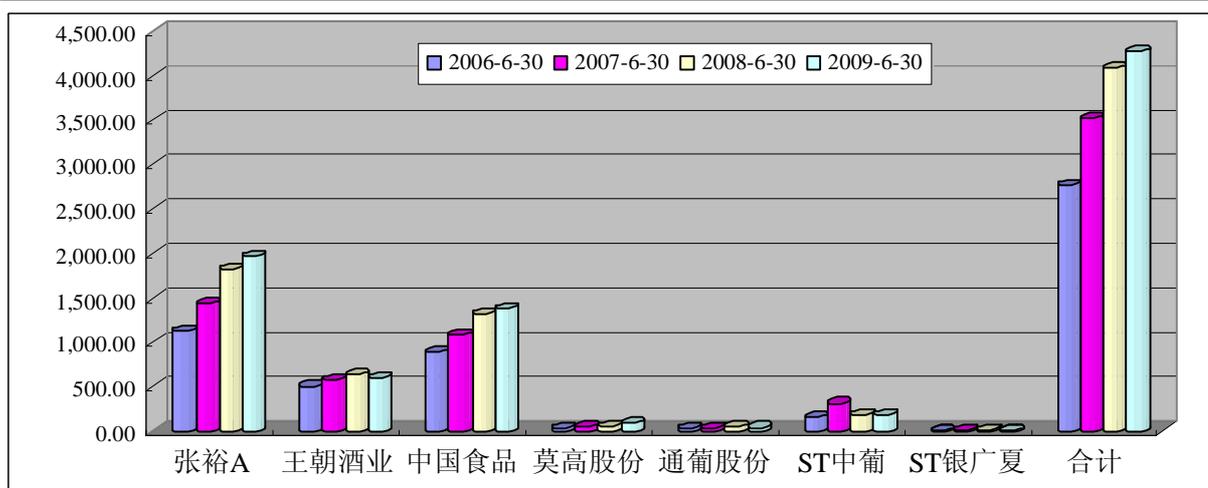


数据来源：公司公告，大同证券研究部。

由于中国食品和王朝酒业在香港上市，并不披露三季报，所以笔者选取7家公司的2季报数据作对比（需要说明的是，中国食品选取的仅是葡萄酒业务的数据，莫高股份选取的也仅是葡萄酒业务的数据，如无其他说明，下同），结果显示，合计7家公司近三年前二季度的营业收入（中国食品和王朝酒业的收入已按港币汇率中间价折算）同比增速也呈现明显的下降趋势，张裕、中国食品和莫高股份的葡萄酒营业收入同比增速一直为正。张裕和中国食品的同比增速呈递减趋势，但莫高股份的同比增速却大幅递增，显示出后起之秀的高成长性。

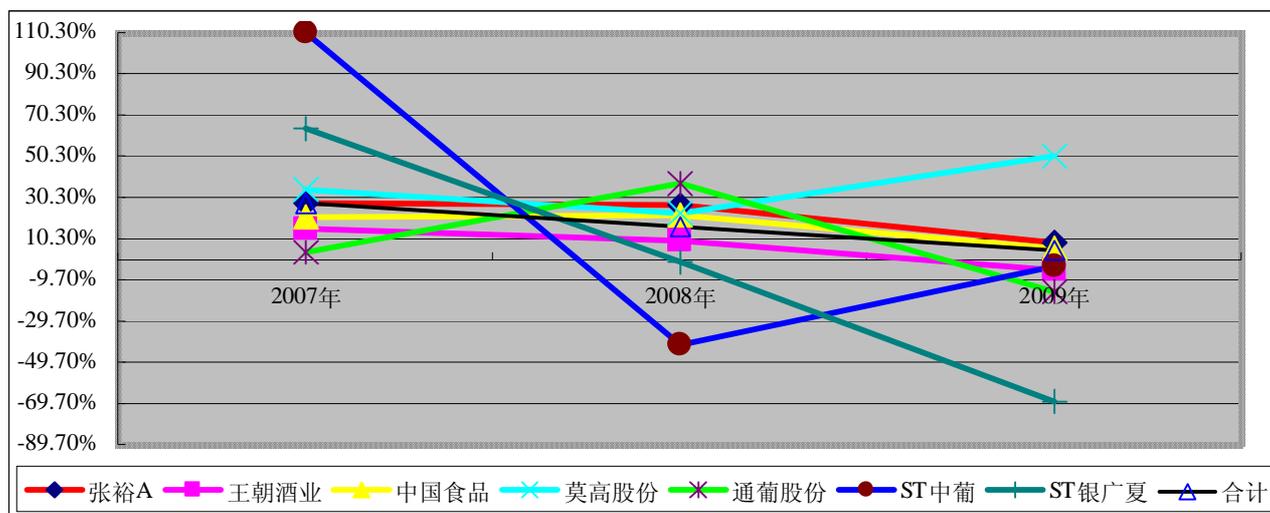
图8 张裕、王朝和中国食品的实力明显

单位：百万元



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

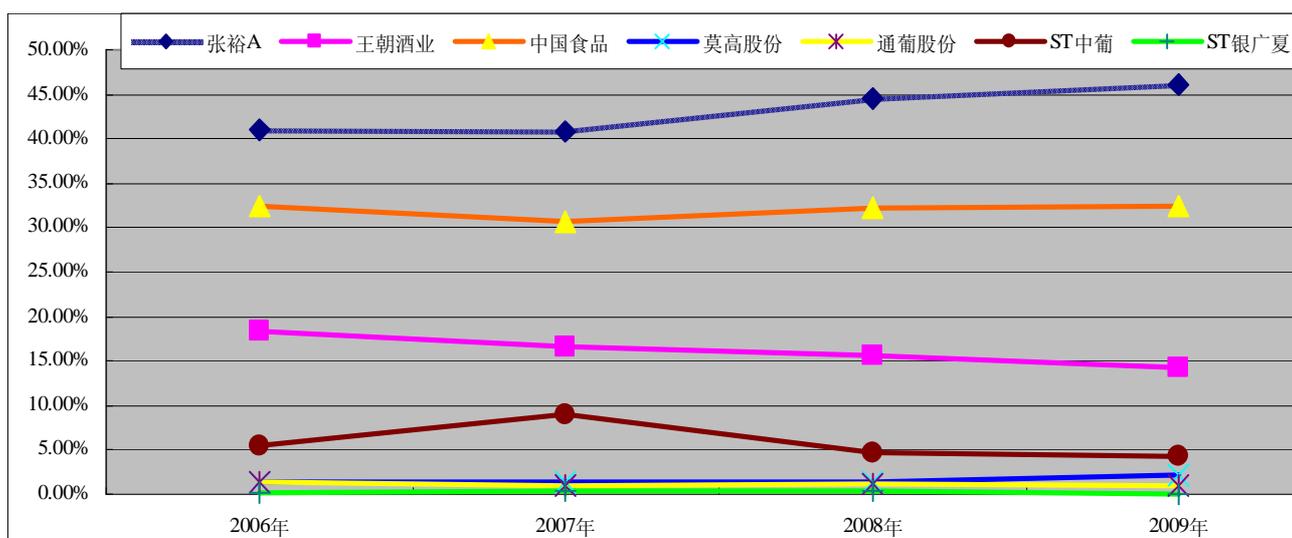
图9 张裕、中国食品和莫高的同比增速保持为正，莫高增速明显加快



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

以前两季度的营业收入为基准，可以发现，7 家公司的市场份额有所变动，但幅度不大。份额最大的是张裕，其次是中国食品和王朝酒业。张裕的份额持续增加，中国食品保持稳定，王朝酒业则持续小幅下滑。其他 4 家公司中，莫高的份额在提高，ST 中葡、通葡股份和 ST 银广夏的份额在下降。需要说明的是，市场份额是依据每家公司相对于 7 家公司的总额占比计算出来的。

图 10 张裕和莫高的市场份额在提升，王朝的份额持续小幅下滑

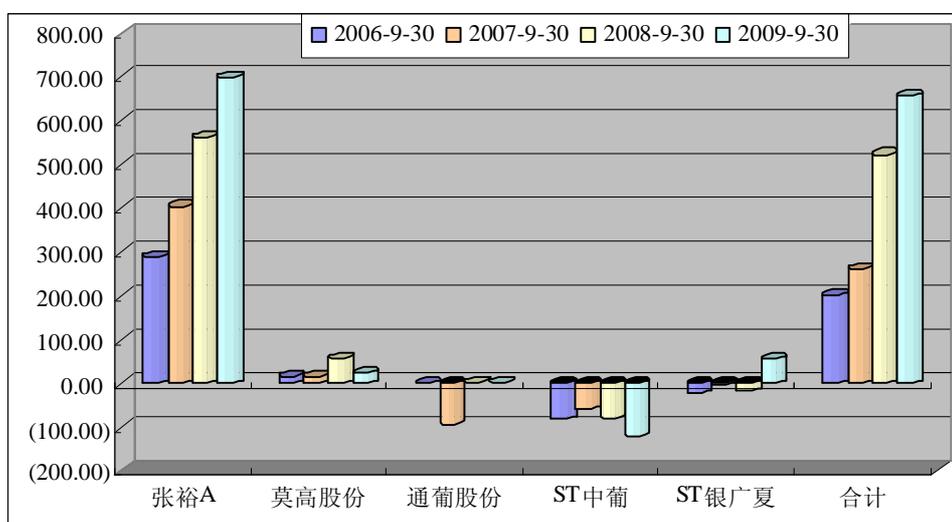


数据来源：公司公告，大同证券研究部。

3.1.2 税后核心营业利润分析

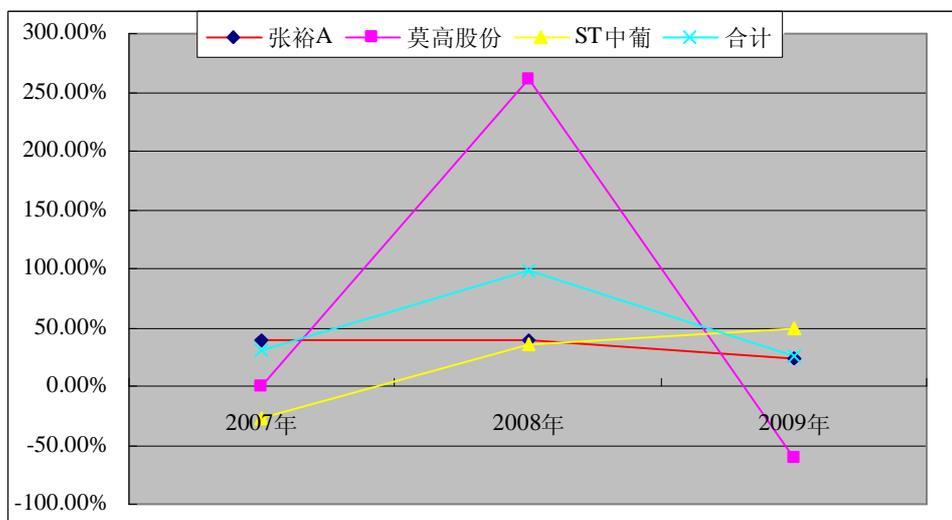
09 年前三季度，A 股 5 家葡萄酒行业上市公司实现税后核心营业利润 657.91 百万元，同比增加 25.67%，增速比去年同期下降 73.39 个百分点，下降的主要原因是 ST 中葡的税后核心 OI 为-120.89 百万元。张裕的税后核心营业利润为 700.92 百万元，占到 5 家公司 90%的份额，而且增速相对稳定。

图 11 张裕的税后核心 OI 处于稳定的上升中 单位：百万元



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

图 12 张裕的税后核心 OI 增速较其他公司稳定



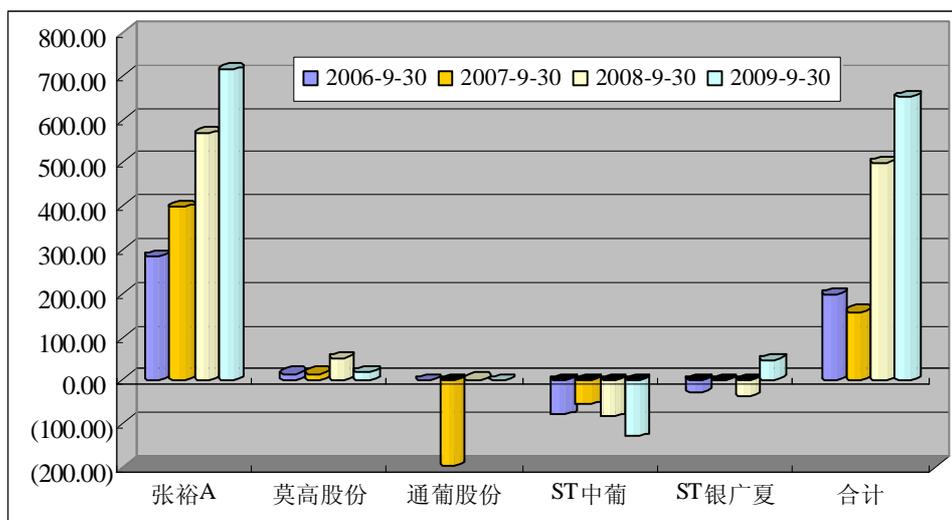
数据来源：公司公告，大同证券研究部。

3.1.3 税后营业利润分析

09 年前三季度，5 家公司实现税后营业利润 651.99 百万元，同比增长 30.21%。张裕实现税后营业利润 713.30 百万元，占到 5 家公司的 91.35% 的比例（剔除亏损的 ST 中葡），增速整体呈下降态势。

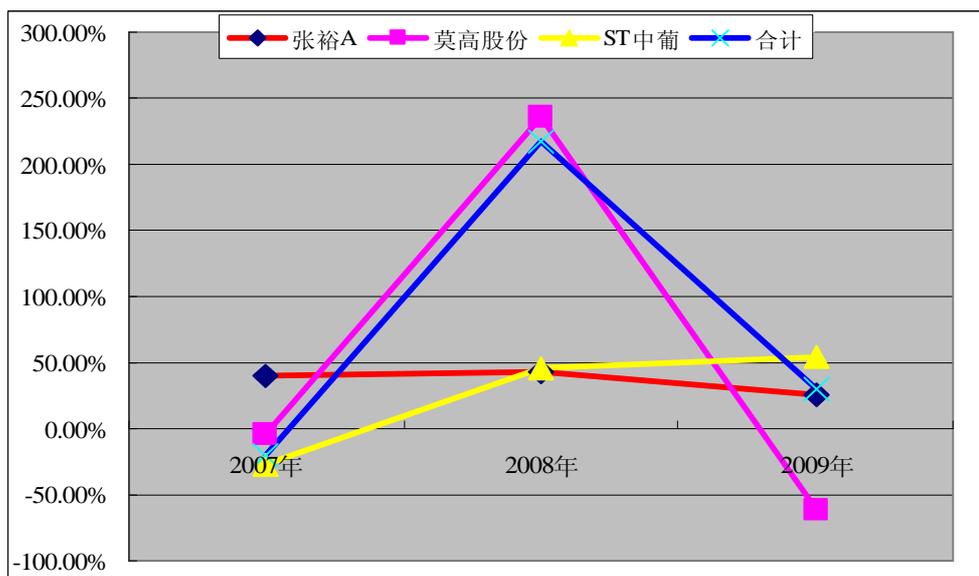
图 13 张裕的税后营业利润大幅增长

单位：百万元



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

图 14 张裕的税后营业利润增幅波动相对较小



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

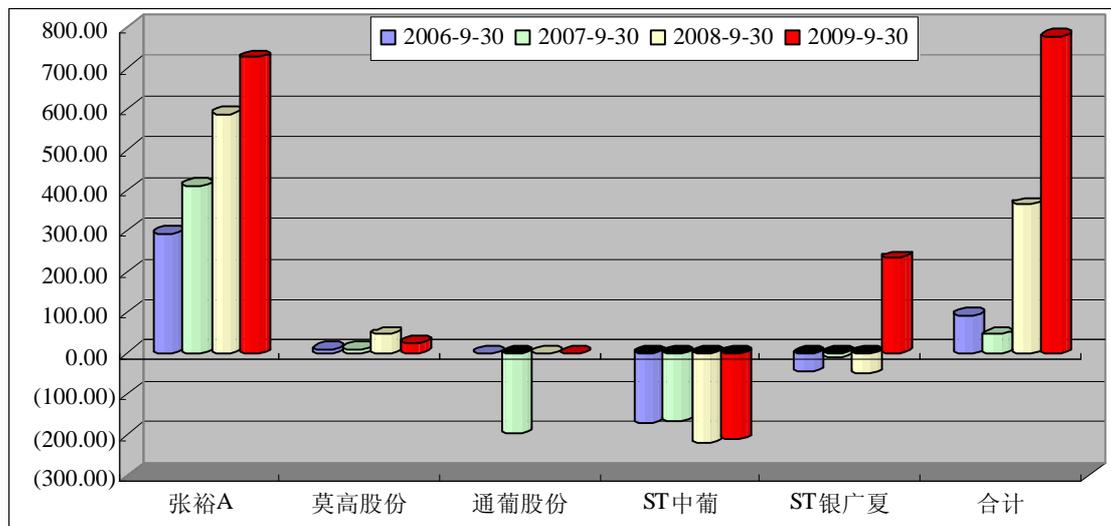
3.1.4 普通股综合收益（CI）分析

综合收益，又称全面利润，英文为 Comprehensive Income，它是为了克服存在于公司报表中的不干净盈余（dirty surplus）而创设的，以便于全面衡量公司的收益情况，在数量上等于净利润（传统报表中的）加上其他综合收益。常见的不干净盈余有：直接计入所有者权益的利得和损失、汇兑差额等，在重新编制的报表中，需要将这些不干净盈余从所有者权益变动表移到利润表中。

令人高兴的是，在我国 09 年上市公司的三季报中，已经出现“综合收益”这个科目了，虽然还是要经过笔者调整。但这已经表明我国的会计制度的逐步完善。

09 年前三季度，5 家 A 股公司的普通股股东综合收益为 777.83 百万元，同比增加 113.03%。主要贡献力量为张裕和 ST 银广夏，张裕的综合收益为 727.23 百万元，同比增长 23.57%。

图 15 张裕和 ST 银广夏是 09 年前三季度 CI 的主要贡献力量



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

3.2 盈利能力分析

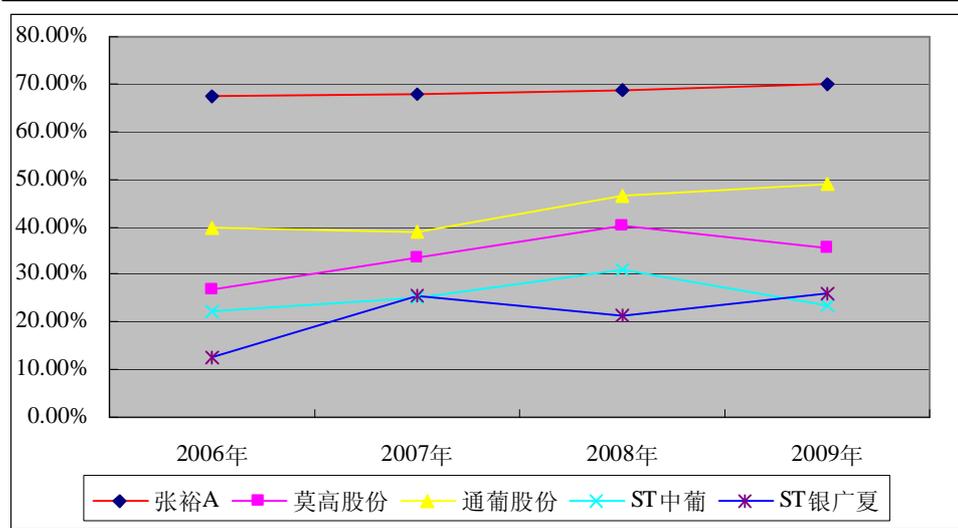
3.2.1 相关比率分析

3.2.1.1 毛利率

毛利率这个数据，无论是用来评价盈利能力，还是用来做预测的假设条件，都是十分重要的数据。

09 年前三季度，A 股 5 家公司中，张裕的毛利率最高，为 70.10%，其次是通葡股份，48.94%。莫高股份由于没有葡萄酒业务的营业成本数据，所以没法计算，但从其 09 年前二季度 65.89% 的毛利率水平（同期张裕的为 70.07%，通葡股份为 48.67%）可知，其葡萄酒业务的毛利率水平应该在通葡股份之上。ST 银广夏的毛利率为 25.90%，最低的是 ST 中葡，毛利率为 23.37%。

图 16 张裕的毛利率水平最高



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

由于数据的不可得，为了能把中国食品和王朝酒业也纳入比较体系，笔者利用了这 7 家公司历年前二季度的数据。

需要重点说明的是，中国食品和王朝酒业的销售成本中包括消费税，而国内上市公司是把消费税放在“营业税金及附加”这个科目下，所以需要调整。由于中国食品没有公布其葡萄酒业务消费税，所以，笔者通过调整 A 股上市的这 5 家公司来实现。

再次提醒：此处中国食品和莫高股份仅利用的是其葡萄酒的数据！

具体数据如表 1 和表 2 所示。

表 1 消费税调整前 A 股 5 家公司的毛利率（前二季度）

年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
2006-6-30	67.80%	61.62%	42.65%	21.27%	14.92%
2007-6-30	67.59%	54.89%	37.62%	27.73%	22.74%
2008-6-30	69.94%	44.44%	45.83%	31.70%	21.42%
2009-6-30	70.07%	65.89%	48.67%	24.18%	25.75%

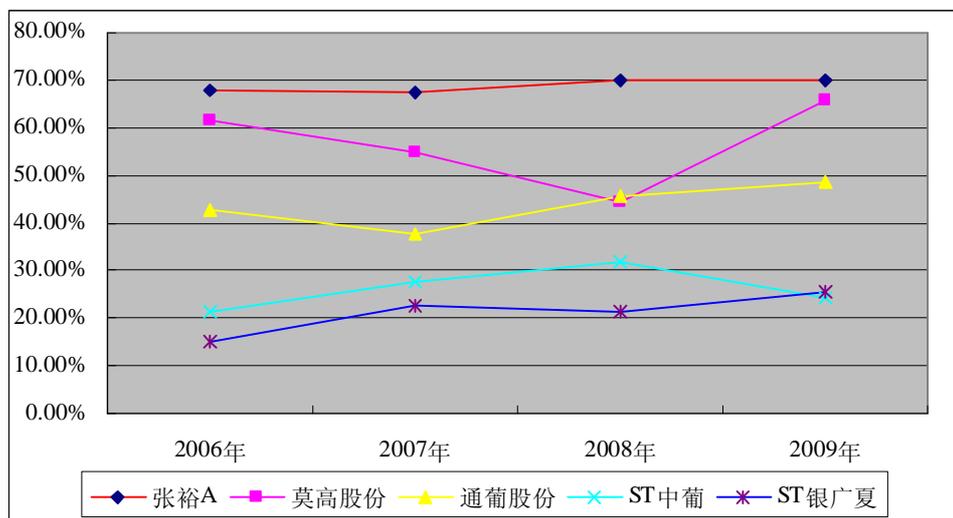
数据来源：公司公告，大同证券研究部。

表 2 消费税调整后 7 家公司的毛利率（前二季度）

年份	张裕 A	王朝酒业	中国食品	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
2006-6-30	61.72%	50.71%	47.40%	61.62%	35.88%	18.95%	4.92%
2007-6-30	61.80%	50.95%	50.50%	54.89%	29.12%	24.80%	12.74%
2008-6-30	64.71%	53.40%	56.10%	34.03%	38.25%	25.39%	11.42%
2009-6-30	66.36%	49.80%	57.90%	37.14%	42.21%	18.85%	15.75%

数据来源：公司公告，大同证券研究部。

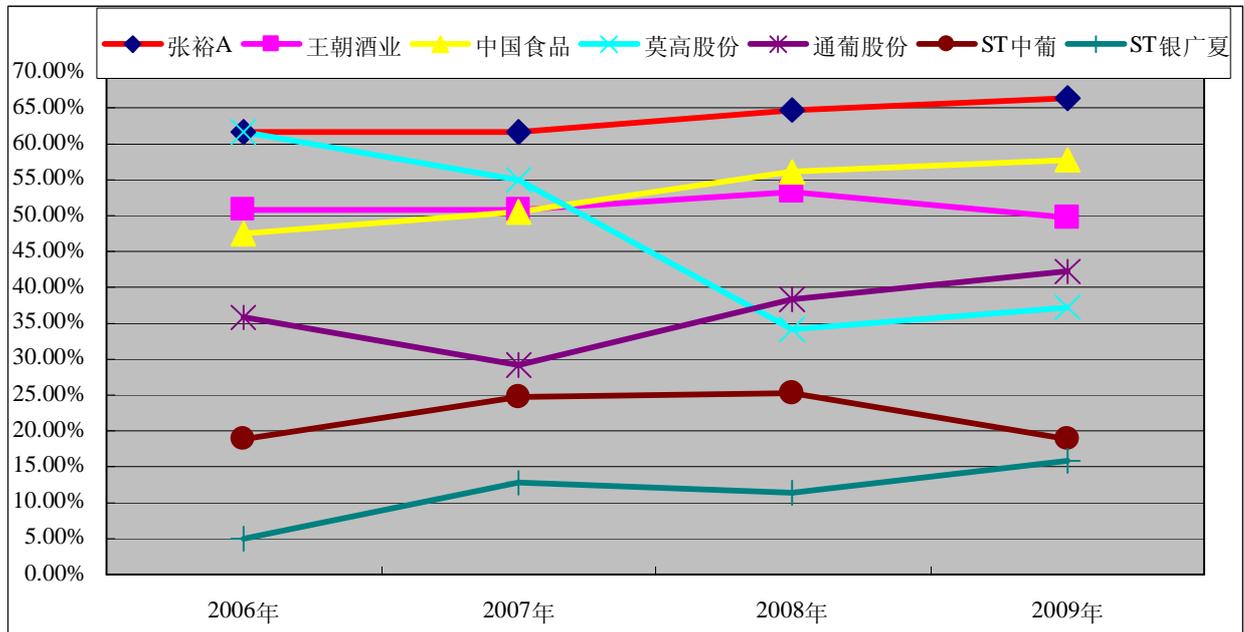
图 17 消费税调整前 A 股 5 家公司的毛利率历年前二季度变化



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

图 18 证明了刚才的说法，即单从葡萄酒业务来衡量，如果消费税不调整，那么莫高股份的毛利率水平将高于通葡股份，仅次于张裕。

图 18 消费税调整以后 7 家公司的毛利率比较（前二季度）



数据来源：公司公告，大同证券研究部。

将消费税加入销售成本后，张裕的毛利率水平依然最高，中国食品和王朝酒业紧随其后。但莫高股份的毛利率却低于通葡股份，说明消费税调整对莫高股份产生了不利影响。

从趋势上来看，张裕、中国食品、通葡股份和 ST 银广夏的毛利率整体向上波动，而王朝酒业、莫高股份和 ST 中葡则整体向下波动。

3.2.1.2 核心销售利润率（Core sales PM）

核心销售利润率是用核心税后营业利润除以营业收入。这个指标用来衡量公司的盈利能力并不是太合适。对于非金融公司而言，净经营资产的收益率（RNOA）是比较合适的指标。从价值创造的角度来看，如果利用的是剩余营业收益（Residual Operating Income）模型，我们应该关注 RNOA；如果利用的是剩余收益（Residual Earnings 或 Residual Income）模型，我们应该关注普通股股东权益收益率 RoCE。

表 3 的数据显示，张裕的核心销售利润率最高，且呈现较为稳定的上升趋势；莫高股份的波动幅度较大，但也呈现出一定的上升趋势（需要说明的是，这里是以莫高葡萄酒和麦芽业务衡量的，麦芽业务的低利润率掩盖了其葡萄酒业务的高利润率，这可以从其年报和半年报数据中看出）；其他公司波动性很大，没有多大的指导意义。

表 3 张裕的核心销售 PM 是最高的

年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
2006-9-30	18.03%	6.28%	0.40%	-26.04%	-212.27%
2007-9-30	19.73%	5.29%	-176.11%	-12.42%	-33.47%
2008-9-30	21.98%	18.75%	3.57%	-27.54%	-89.00%
2009-9-30	23.75%	10.07%	2.49%	5.00%	1321.15%

数据来源：公司公告，大同证券研究部。

3.2.1.3 销售利润率（Sales PM）

销售利润率是用税后营业利润除以销售收入得到，它包含了其他营业利润，因而比核心销售利润率更综合，识别能力也就更差。

表 4 张裕的销售利润率依然是最高的

年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
2006-9-30	17.65%	6.34%	1.11%	-24.99%	-235.93%
2007-9-30	19.33%	5.18%	-368.15%	-11.95%	-12.13%
2008-9-30	22.12%	17.08%	3.23%	-28.42%	-180.76%
2009-9-30	24.17%	8.87%	1.99%	-47.71%	1139.85%

数据来源：公司公告，大同证券研究部。

表 4 的数据显示，销售利润率的变化和核心销售利润率的变化类似，张裕、莫高的销售利润率整体呈现上升趋势，其他公司的波动幅度依然很大。

3.2.2 层次分析

本部分的层次分析类似于杜邦模型分析，但是分析的更为细致。分析的主要目的是为了识别公司盈利能力的可持续和不可持续部分，从而为预测和估值打下基础。

盈利能力的层次分解主要分为 3 个层次，该部分涉及到的主要分解公式如下：

表 5 盈利能力分析所用到的公式

$$RoCE = RoOA + (RNOA - RoOA) + (RoCE - RNOA)$$

$$RoCE = RNOA + [FLEV * (RNOA - NBC)]$$

$$RNOA = RoOA + OLLEV * (RoOA - r)$$

$$RNOA = PM * ATO$$

$$PM = OI / \text{Sales}; \quad ATO = \text{Sales} / \text{NOA}$$

$$NBC = \text{NFE} / \text{average NFO}; \quad RNFA = \text{NFI} / \text{average NFA}$$

$$FLEV = \text{NFO} / \text{CSE}; \quad OLLEV = \text{OL} / \text{NOA}$$

注：RoCE—普通股权益收益率；RNOA—净经营资产收益率；RoOA—经营资产收益率；

NBC—税后净借款成本；FLEV—财务杠杆；PM—利润率；

ATO—净经营资产周转率；Sales—营业收入；NFE—税后净财务费用；

OLLEV—经营负债杠杆；RNFA—净金融资产收益率；NFI—税后净金融收益；

r 为隐含的税后短期利率；NFO—净金融负债；NFA—净金融资产；

CSE—普通股权益，其余上文已介绍。

第一层次分解：区分财务杠杆与经营负债杠杆的杠杆作用

表 6 财务杠杆 (FLEV) 对 RoCE 的作用分解

项目	年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
RoCE(before MI) =	2006-9-30	15.66%	2.23%	0.12%	-61.44%	5.46%
	2007-9-30	20.56%	2.15%	-56.72%	142.72%	1.78%
	2008-9-30	26.70%	6.37%	0.48%	38.81%	10.80%
	2009-9-30	28.66%	2.58%	0.16%	-86.34%	-64.22%
RNOA +	2006-9-30	46.25%	2.77%	0.12%	-3.05%	7.04%
	2007-9-30	57.43%	2.73%	-56.00%	-2.54%	0.87%
	2008-9-30	74.96%	8.69%	0.86%	-4.49%	23.08%
	2009-9-30	92.71%	3.16%	0.52%	-7.28%	-23.63%
FLEV ×	2006-9-30	-67.63%	10.77%	-0.53%	739.08%	-57.17%
	2007-9-30	-65.44%	9.15%	1.10%	-1852.84%	-67.78%
	2008-9-30	-65.82%	-19.68%	7.00%	-421.38%	-66.14%
	2009-9-30	-69.82%	-36.36%	8.62%	620.92%	-45.43%
spread	2006-9-30	45.04%	-5.00%	-0.11%	-7.90%	2.75%
	2007-9-30	56.15%	-6.41%	-65.17%	-7.84%	-1.34%
	2008-9-30	72.77%	11.81%	-5.53%	-10.27%	18.57%
	2009-9-30	91.41%	1.59%	-4.21%	-12.73%	89.36%

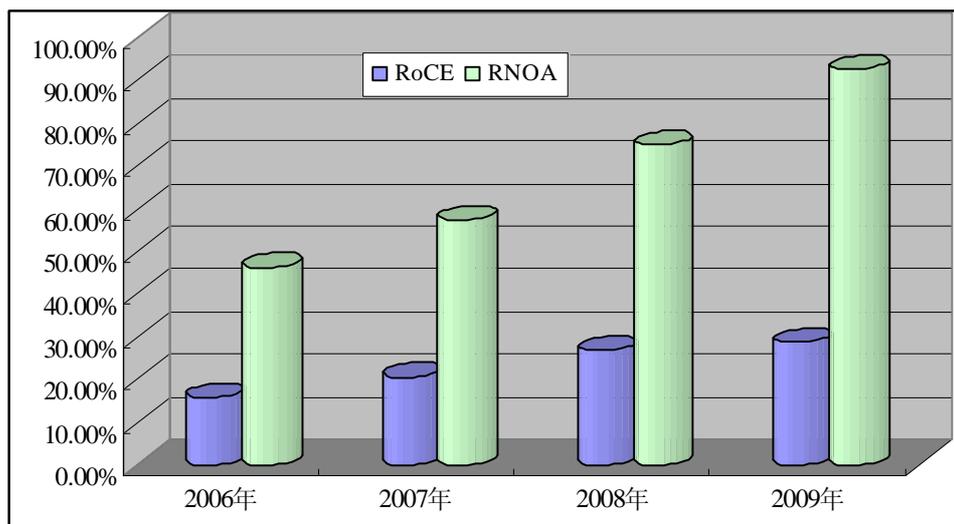
注：spread=RNOA-NBC,为经营差异率。

自上而下看，RoCE 最高的是张裕，并且有逐年增加的趋势；莫高股份和通葡股份的 RoCE 较小，小于典型的股权资本成本（12%），这也是它们剩余收益为负值的根本原因；ST 中葡和 ST 银广夏的 CSE 出现负值，所以计算出来的 RoCE 没有意义，其他数据也没有意义。

张裕的 RNOA 非常高，但是 RoCE 却远低于 RNOA，原因何在？答案就在于张裕拥有大量的金融资产，并且这部分金融资产主要以银行存款的形式保有，收益率非常低，也就是说，

负的财务杠杆和非常低的金融资产收益率导致本来应该很高但实际却一般的 RoCE。从这个角度来讲，公司应该改变金融资产的保有形式，或者将其投入到经营活动中去，以此来进一步提高普通股收益率的水平！

图 19 张裕面临不利的负财务杠杆



数据来源：大同证券研究部。

令人高兴的是，2010年1月8日，张裕A发布公告称公司正在筹划重大投资事宜，拟以自有资金出资10.20亿元，以每股3.00元的价格，认购恒丰银行股份有限公司增发股份3.40亿股，占恒丰银行增资扩股后总股本的5%。该项投资虽然不会影响其正常生产经营但却是一种有益的尝试。参股金融企业的经营活动要比单纯持有低收益率的金融资产更好。恒丰银行的前身为烟台住房储蓄银行，2003年改制为股份有限公司。公司自成立以来，存贷款余额不断上升。2008年度，公司的存款总量为881亿元，资产总量为1,510亿元，实现利润总额11.7亿元，贷款损失准备金充足率达到134.59%。此外，该行不良资产率仅为0.23%，不良贷款率0.55%，资本利润率29.07%，已达到国际银行先进水平。

所以，如果此次参股进展顺利的话，将会提高张裕A的普通股权益收益率（RoCE），从而为公司股东创造更多的价值，对公司而言，是长期的利好。

如同财务杠杆能直接对RoCE起杠杆作用一样，经营负债杠杆也能通过对RNOA对RoCE起杠杆作用，5家公司的数据如表7所示。

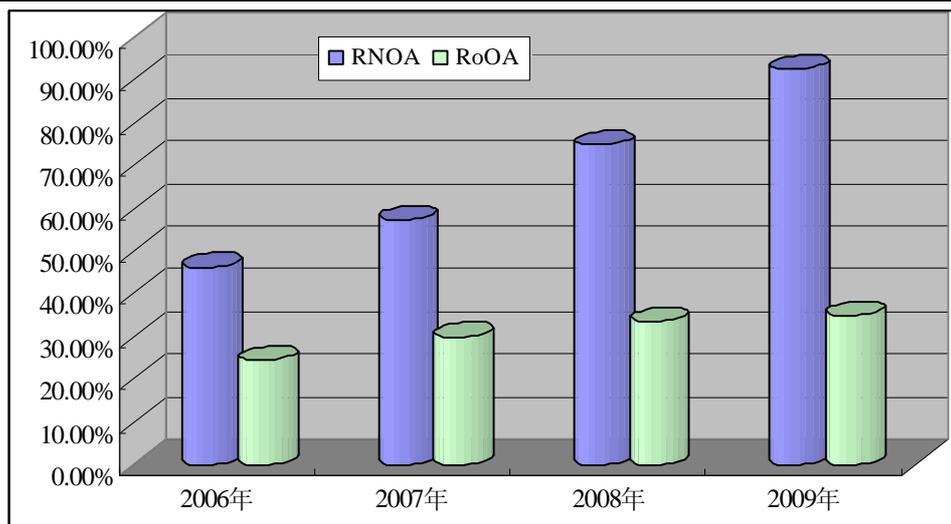
与财务杠杆的作用相反，经营负债杠杆放大了张裕公司的RNOA，而且公司的OLLEV异常的高，估计这种情况在未来几年仍然会继续，其他几家公司则面临着不利的经营负债杠杆。

表 7 5 家公司经营负债杠杆 (OLLEV) 对 RoCE 的间接作用

	年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
RNOA =	2006-9-30	46.25%	2.77%	0.12%	-3.05%	7.04%
	2007-9-30	57.43%	2.73%	-56.00%	-2.54%	0.87%
	2008-9-30	74.96%	8.69%	0.86%	-4.49%	23.08%
	2009-9-30	92.71%	3.16%	0.52%	-7.28%	-23.63%
RoOA +	2006-9-30	24.53%	2.89%	0.77%	-1.76%	2.28%
	2007-9-30	29.92%	2.91%	-44.44%	-1.26%	6.17%
	2008-9-30	33.49%	8.20%	2.00%	-2.43%	139.86%
	2009-9-30	34.82%	3.38%	1.88%	-4.41%	395.87%
OLLEV ×	2006-9-30	114.64%	7.47%	17.95%	20.95%	-224.39%
	2007-9-30	113.00%	11.62%	23.67%	22.54%	-300.40%
	2008-9-30	145.20%	15.19%	38.87%	27.90%	-329.38%
	2009-9-30	193.65%	14.34%	44.56%	30.64%	-219.10%
Olspread	2006-9-30	18.95%	-1.52%	-3.63%	-6.16%	-2.12%
	2007-9-30	24.34%	-1.49%	-48.84%	-5.67%	1.76%
	2008-9-30	28.56%	3.27%	-2.93%	-7.36%	35.45%
	2009-9-30	29.89%	-1.54%	-3.05%	-9.34%	191.47%

数据来源：公司公告，大同证券研究部。

图 20 张裕 A 利用了经营负债杠杆放大了 RNOA



数据来源：大同证券研究部。

总结 FLEV 和 OLLEV 的杠杆作用。

结合表 8 和图 21，我们可以更直观的看出，对张裕公司而言，OLLEV 的正面杠杆作用没

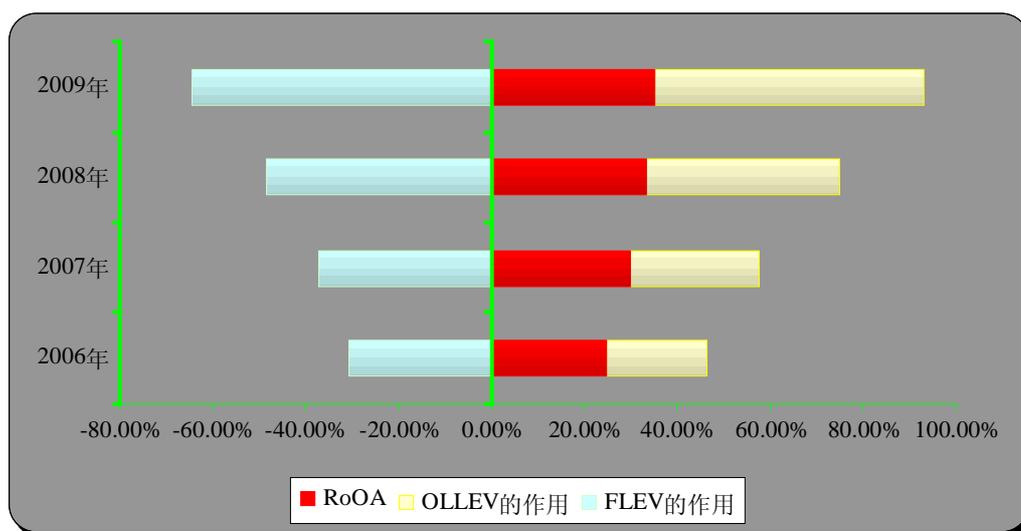
能抵消掉 FLEV 所带来的负面杠杆作用。

表 8 FLEV 和 OLLEV 对 RoCE 的杠杆作用量化表

	年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
RoCE (before MI) =	2006-9-30	15.66%	2.23%	0.12%	-61.44%	5.46%
	2007-9-30	20.56%	2.15%	-56.72%	142.72%	1.78%
	2008-9-30	26.70%	6.37%	0.48%	38.81%	10.80%
	2009-9-30	28.66%	2.58%	0.16%	-86.34%	-64.22%
RoOA +	2006-9-30	24.53%	2.89%	0.77%	-1.76%	2.28%
	2007-9-30	29.92%	2.91%	-44.44%	-1.26%	6.17%
	2008-9-30	33.49%	8.20%	2.00%	-2.43%	139.86%
	2009-9-30	34.82%	3.38%	1.88%	-4.41%	395.87%
(RNOA - RoOA) + (代表 OLLEV 的杠杆作用)	2006-9-30	21.72%	-0.11%	-0.65%	-1.29%	4.75%
	2007-9-30	27.50%	-0.17%	-11.56%	-1.28%	-5.30%
	2008-9-30	41.47%	0.50%	-1.14%	-2.05%	-116.78%
	2009-9-30	57.89%	-0.22%	-1.36%	-2.86%	-419.51%
RoCE - RNOA (代表 FLEV 的杠杆作用)	2006-9-30	-30.59%	-0.54%	0.00%	-58.38%	-1.57%
	2007-9-30	-36.87%	-0.59%	-0.71%	145.26%	0.91%
	2008-9-30	-48.26%	-2.33%	-0.39%	43.29%	-12.28%
	2009-9-30	-64.05%	-0.58%	-0.36%	-79.06%	-40.59%

数据来源：公司公告，大同证券研究部

图 21 张裕历年 OLLEV 的作用为正，FLEV 的作用为负



数据来源：公司公告，大同证券研究部

对莫高股份而言，OLLEV 和 FLEV 的作用基本都为负，除了 2008 年，该年 OLLEV 的杠

杆作用为正。公司普通股东权益收益率的增长主要是经营资产收益率贡献的。通葡股份的 OLLEV 和 FLEV 的杠杆作用均为负。同时也可以看出公司的 RoOA 非常低，如果资产注入成功，RoOA 有望进一步提高。剩余两家 ST 公司由于其相应的数据为负值，所以分解没有意义，在此不做分析。

第二层次分解：经营盈利能力的驱动因素

这部分主要是对 RNOA 的驱动因素进行分解。根据定义，RNOA 的驱动因素是销售利润率 PM 和净经营资产周转率 ATO。

表 9 RNOA 的驱动因素量化表

	年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
RNOA =	2006-9-30	46.25%	2.77%	0.12%	-3.05%	7.04%
	2007-9-30	57.43%	2.73%	-56.00%	-2.54%	0.87%
	2008-9-30	74.96%	8.69%	0.86%	-4.49%	23.08%
	2009-9-30	92.71%	3.16%	0.52%	-7.28%	-23.63%
销售的 PM ×	2006-9-30	17.65%	6.34%	1.11%	-24.99%	-235.93%
	2007-9-30	19.33%	5.18%	-368.15%	-11.95%	-12.13%
	2008-9-30	22.12%	17.08%	3.23%	-28.42%	-180.76%
	2009-9-30	24.17%	8.87%	1.99%	-47.71%	1139.85%
ATO	2006-9-30	2.62	0.44	0.11	0.12	(0.03)
	2007-9-30	2.97	0.53	0.15	0.21	(0.07)
	2008-9-30	3.39	0.51	0.27	0.16	(0.13)
	2009-9-30	3.83	0.36	0.26	0.15	(0.02)

数据来源：大同证券研究部。

一般来说，PM 的典型值为 5.3% 左右，ATO 的典型值为 2.0 左右。观察 5 家公司可以看出，只有张裕的数据都超过典型值，莫高股份的 PM 超过典型值，但 ATO 较低。其他三家都在均值以下。

张裕的 ATO 和 PM 都处在上升通道，莫高股份的 ATO 和 PM 表现出典型的反向关系，由于其他三家数据异常，所以在此不做分析。

第三层次分解：利润率和周转率的驱动因素

PM 的驱动因素：

PM=销售的 PM + 其他项目的 PM = 毛利率 - 费用率 + 其他项目的 PM

ATO 的驱动因素：

净经营资产是由许多经营资产和经营负债组成的，因此，总 ATO 可以划分为个别经营资产和经营负债的比率，即：

$$\frac{1}{ATO} = \frac{\text{现金}}{\text{销售收入}} + \frac{\text{应收账款}}{\text{销售收入}} + \frac{\text{存货}}{\text{销售收入}} + \dots + \frac{\text{固定资产}}{\text{销售收入}} + \dots - \frac{\text{应付账款}}{\text{销售收入}} - \dots$$

对核心销售 PM 的驱动因素进行分解。

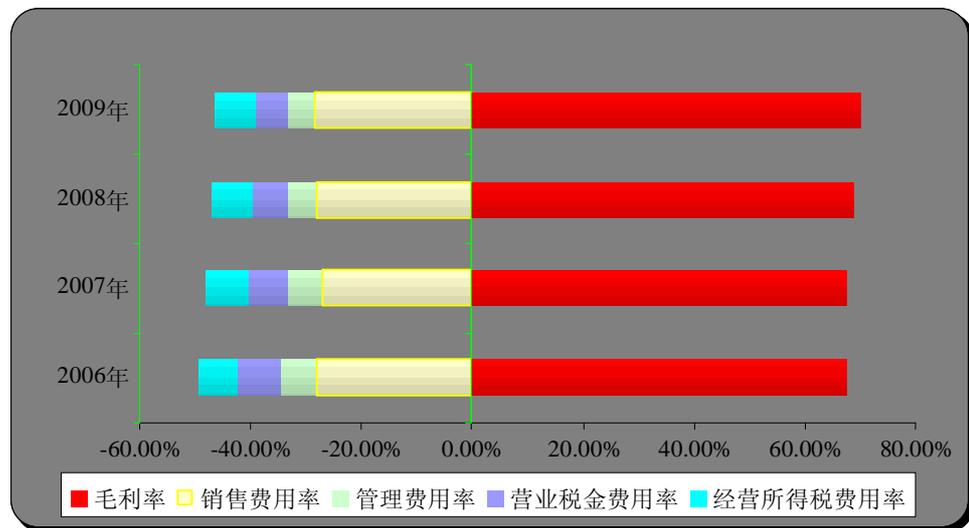
表 10 5 家公司核心销售 PM 的驱动因素分解

	年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
核心销售 PM =	2006-9-30	18.03%	6.28%	0.40%	-26.04%	-212.27%
	2007-9-30	19.73%	5.29%	-176.11%	-12.42%	-33.47%
	2008-9-30	21.98%	18.75%	3.57%	-27.54%	-89.00%
	2009-9-30	23.75%	10.07%	2.49%	-44.77%	1321.15%
毛利率 -	2006-9-30	67.43%	26.80%	39.81%	22.40%	12.58%
	2007-9-30	67.70%	33.55%	38.81%	25.33%	25.40%
	2008-9-30	68.66%	40.38%	46.57%	31.00%	21.18%
	2009-9-30	70.10%	35.74%	48.94%	23.37%	25.90%
销售费用率 -	2006-9-30	27.85%	12.75%	16.20%	12.67%	18.90%
	2007-9-30	26.99%	20.32%	50.79%	9.01%	5.28%
	2008-9-30	27.99%	11.27%	18.98%	14.07%	2.05%
	2009-9-30	28.38%	13.44%	21.83%	16.69%	15.08%
管理费用率 -	2006-9-30	6.54%	5.14%	14.96%	14.43%	98.69%
	2007-9-30	5.96%	5.45%	18.83%	9.87%	29.56%
	2008-9-30	5.09%	4.43%	14.20%	20.49%	52.13%
	2009-9-30	4.70%	6.91%	15.96%	26.41%	140.86%
营业税金及附加费用率 -	2006-9-30	7.72%	1.14%	8.60%	4.63%	1.21%
	2007-9-30	7.22%	1.58%	8.37%	6.07%	2.47%
	2008-9-30	6.51%	2.00%	8.75%	7.64%	6.81%
	2009-9-30	5.66%	2.07%	8.35%	13.57%	0.59%
经营所得税费用率	2006-9-30	7.30%	1.50%	-0.35%	16.70%	106.05%
	2007-9-30	7.80%	0.91%	136.92%	12.80%	21.56%
	2008-9-30	7.10%	3.94%	1.07%	16.35%	49.20%
	2009-9-30	7.61%	3.25%	0.31%	11.48%	-1451.78%

下面我们以图的形式形象的解析各家公司核心销售 PM 的驱动因素。将毛利率看做是正面

因素，各费用率看做负面因素，以负数表示。

图 22 张裕核心销售 PM 的驱动因素分解



数据来源：大同证券研究部。

张裕核心销售 PM 的各个驱动因素占比相对比较稳定。毛利率逐年小幅增加，销售费用率保持稳定，管理费用率和营业税金及附加费用率逐年小幅递减，经营所得税费用率保持稳定。

莫高股份的毛利率处在上升趋势中（包含麦芽业务）。各费用率中，管理费用率较为稳定，销售费用率除 07 年外也较为稳定，另外，经营所得税费用率也较为稳定。

通葡股份 2007 年的数据比较异常，所以可比性不大。剔除 2007 年的数据来看，公司的毛利率较为稳定，逐年小幅增加，销售费用率、管理费用率和营业税金及附加费用率也比较稳定。

ATO 的驱动因素是个别经营资产和经营负债的周转率，为了突出重点，本报告只给出部分经营资产和负债的周转率变化。

表 11 ATO 的主要驱动因素分解

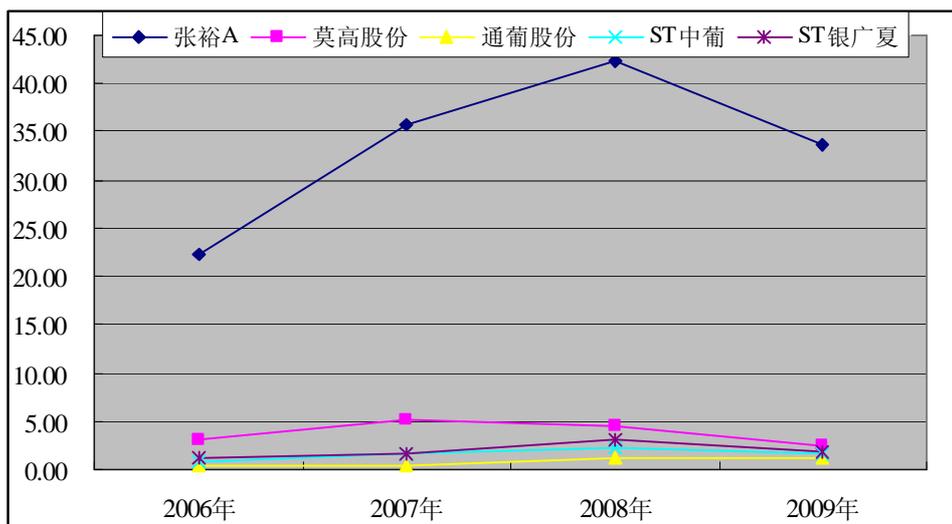
	年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
应收账款周转率	2006-9-30	22.29	3.13	0.32	0.76	1.23
	2007-9-30	35.71	5.06	0.50	1.70	1.74
	2008-9-30	42.28	4.44	1.17	2.32	3.19
	2009-9-30	33.64	2.39	1.31	1.62	1.79
预付款项周转率	2006-9-30	36.95	6.13	0.94	2.80	23.96
	2007-9-30	72.27	8.15	1.40	6.61	19.90
	2008-9-30	155.82	9.23	2.30	7.46	7.82

	2009-9-30	171.44	9.09	1.99	6.51	0.32
存货周转率	2006-9-30	2.58	1.00	0.45	0.26	0.46
	2007-9-30	3.03	1.10	0.58	0.45	0.53
	2008-9-30	3.20	1.07	0.80	0.32	0.50
	2009-9-30	3.36	0.91	0.70	0.30	0.14
固定资产周转率	2006-9-30	3.54	1.84	0.29	0.29	0.14
	2007-9-30	4.40	1.68	0.34	0.49	0.21
	2008-9-30	4.27	1.39	0.47	0.37	0.28
	2009-9-30	3.57	1.10	0.43	0.40	0.11
应付账款周转率	2006-9-30	12.54	12.19	1.57	3.25	0.42
	2007-9-30	19.42	11.19	1.98	5.32	0.57
	2008-9-30	16.38	10.56	2.18	3.58	0.78
	2009-9-30	12.61	9.28	1.55	3.30	0.17
预收款项周转率	2006-9-30	17.54	70.01	3.89	6.76	0.81
	2007-9-30	20.68	46.73	3.47	9.26	1.88
	2008-9-30	20.36	15.66	3.13	5.28	4.29
	2009-9-30	14.93	8.09	2.98	4.61	0.64

数据来源：大同证券研究部。

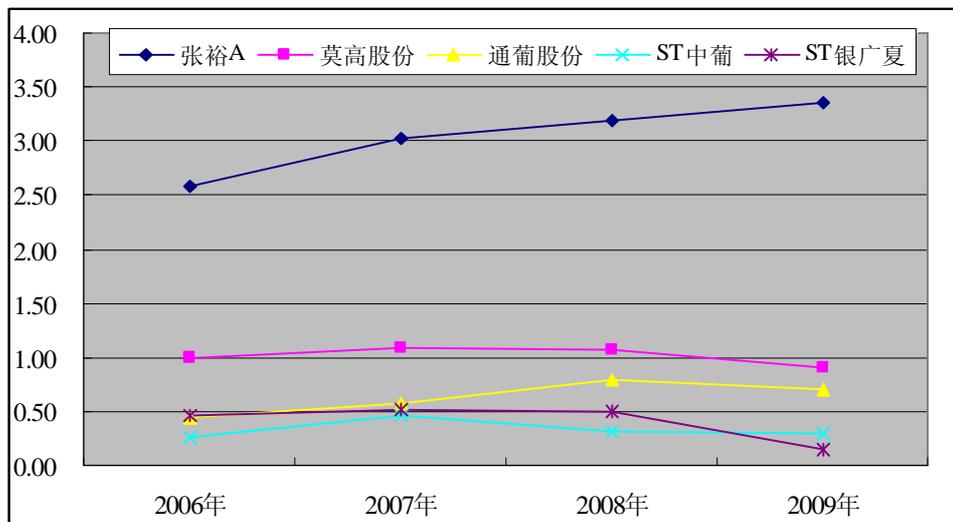
下面仍然以图的形式展示各公司资产周转率的情况。

图 23 张裕的应收账款周转率最高



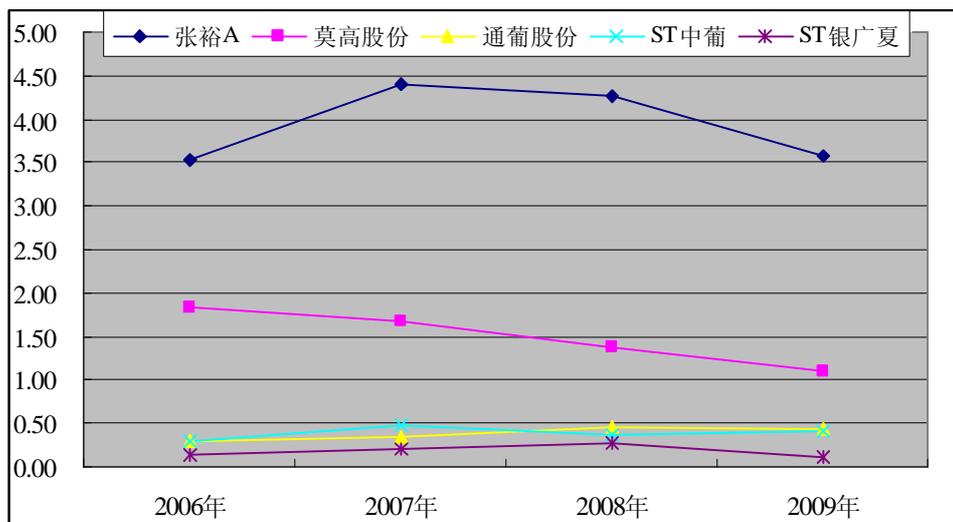
数据来源：大同证券研究部。

图 24 张裕的存货周转率最高且逐年提高



数据来源：大同证券研究部。

图 25 张裕的固定资产周转率虽然最高但呈现下降趋势



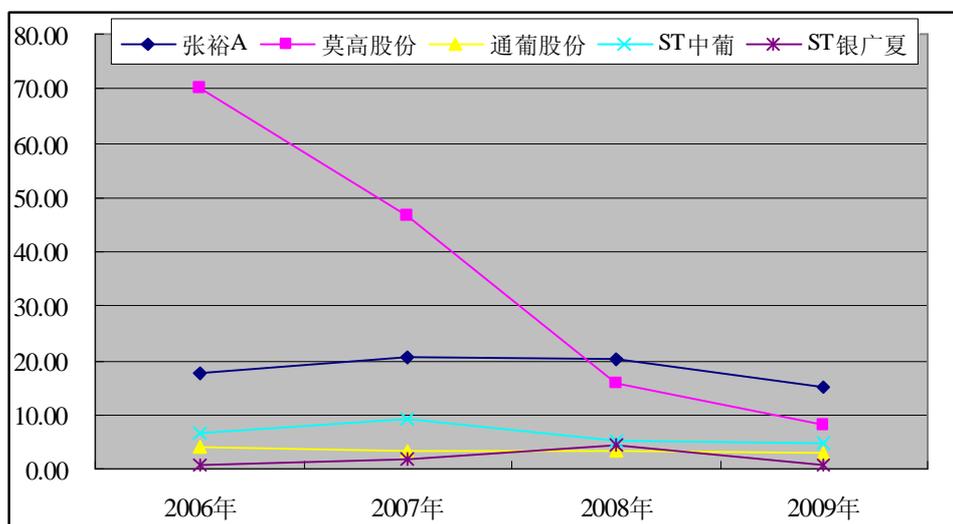
数据来源：大同证券研究部。

3.3 增长能力分析

许多人都在谈论公司的增长能力，但他们的意思并不总是很明确。有时是指销售的增长，有时是指利润的增长，有时是指资产的增长，等等。Stephen Penman 认为，增长型的公司是指一个能增加剩余收益 (Residual Earnings) 或者异常收益 (Abnormal Earnings Growth) 的公司，更进一步说，是一个能增加剩余营业收益 (Residual Operating Incomes) 的公司。本报告采用

这个观点进行分析。本部分所要涉及的公式如下：

图 26 5 家公司的预收款项周转率也在下降



数据来源：大同证券研究部。

$$RE_t = (RoCE_t - r) * CSE_{t-1}$$

$$\Delta RE_t = \Delta(RoCE - r)_t * CSE_{t-1} + (RoCE - r)_t * \Delta CSE_t$$

$$\Delta ReOI_t = \Delta(RNOA_t - r_f) * NOA_{t-1} + (RNOA_t - r_f) * \Delta NOA_t$$

注：r—权益资本成本；

MI—少数股东权益，其他同上

$$\Delta RoCE_t = \Delta RNOA_t + \Delta FLEV_t * spread_t + FLEV_{t-1} * \Delta spread_t$$

$$\Delta RNOA_t = \Delta PM_t * ATO_{t-1} + PM_t * \Delta ATO_t + \Delta \left(\frac{other\ OI}{NOA} \right)_t + \Delta \left(\frac{UI}{NOA} \right)_t$$

$$\Delta CSE_t = \Delta Sales_t * \frac{1}{ATO_{t-1}} + Sales_t * \Delta \frac{1}{ATO_t} - \Delta NFO_t - \Delta MI_t$$

第一层次：RE 和 ReOI 的增长分解

表 12 5 家公司历年当期剩余收益 (RE) 的数据 单位：百万元

年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
2006-9-30	107.54	(45.17)	(39.78)	(222.50)	55.24
2007-9-30	211.16	(45.22)	(228.21)	(168.58)	66.43

2008-9-30	369.65	(33.70)	(20.15)	(158.63)	5.70
2009-9-30	475.64	(81.88)	(17.81)	(239.88)	276.06

数据来源：大同证券研究部。注：ST 中葡和 ST 银广夏的分解无意义。

表 13 RE 的变化分解数据

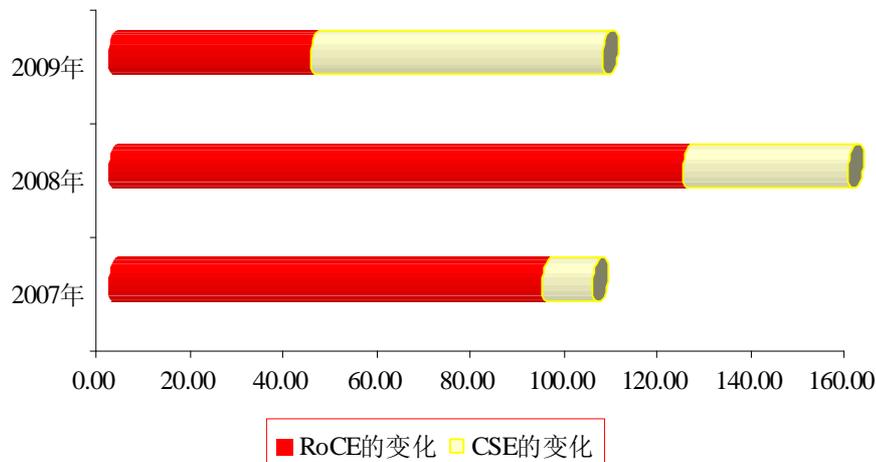
单位：百万元

	年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
$\Delta RE_t =$	2007-9-30	103.62	(0.05)	(188.43)	53.91	11.19
	2008-9-30	158.48	11.52	208.06	9.95	(60.73)
	2009-9-30	105.99	(48.18)	2.34	(81.24)	270.35
$\Delta(RoCE - r)_t * CSE_{t-1}$ +	2007-9-30	92.89	(0.45)	(244.52)	624.17	31.11
	2008-9-30	122.87	21.71	197.50	133.34	(58.55)
	2009-9-30	43.34	(27.90)	(0.72)	722.79	352.18
$(RoCE - r)_t * \Delta CSE_t$	2007-9-30	10.74	0.40	56.09	(570.26)	(19.92)
	2008-9-30	35.61	(10.19)	10.56	(123.39)	(2.18)
	2009-9-30	62.66	(20.28)	3.06	(804.03)	(81.82)

数据来源：大同证券研究部。注：ST 中葡和 ST 银广夏的分解无意义。

图 27 张裕的剩余收益变化分解

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 27 显示，RoCE 的变化是引起张裕 07 和 08 年前三季度剩余收益变化的主要因素，CSE 的变化是公司 09 年前三季度剩余收益变化的主要因素。

莫高股份 07 年 RE 的变化中，CSE 的变化起了正面作用，RoCE 的变化起了负面作用；08 年 RE 的增加是由于 RoCE 的增加引起的；而 09 年 RE 的大幅减少是由于 RoCE 和 CSE 的下降引起的，且 RoCE 的负面作用更大。

通葡股份 07 年 RE 的变化主要是由 RoCE 引起的，08 年 RE 的变化主要是由于 RoCE 的变

化引起的，09 年 RE 的变化则主要是由于 CSE 的变化引起的。

下面来分解 ReOI 的变化。

表 14 各公司当期 ReOI 的数据 单位：百万元

年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
2006-9-30	222.77	(45.79)	(39.06)	(329.48)	15.04
2007-9-30	327.85	(44.94)	(227.80)	(277.35)	21.62
2008-9-30	491.48	(12.12)	(20.33)	(265.02)	(18.88)
2009-9-30	636.36	(47.25)	(18.33)	(302.15)	68.83

数据来源：大同证券研究部。注：ST 中葡和 ST 银广夏的分解无意义。

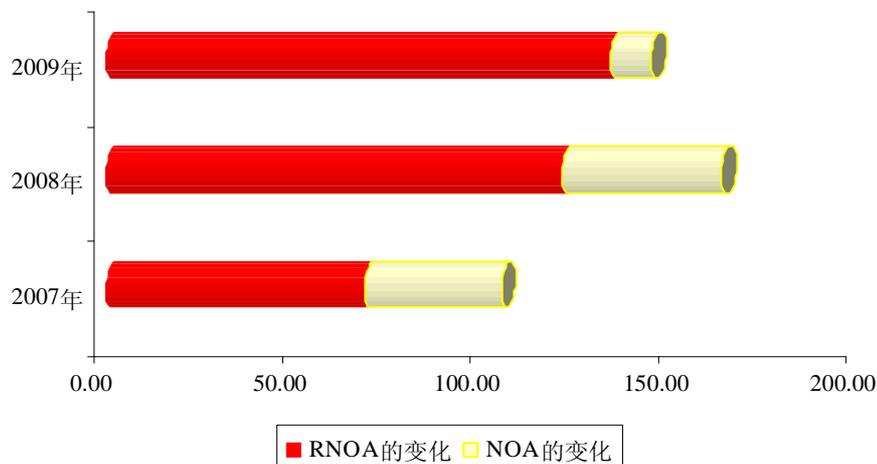
表 15 ReOI 的变化分解数据 单位：百万元

	年份	张裕 A	莫高股份	通葡股份	ST 中葡	ST 银广夏
$\Delta ReOI_t =$	2007-9-30	105.08	0.85	(188.74)	52.13	6.57
	2008-9-30	163.63	32.82	207.47	12.33	(40.49)
	2009-9-30	144.88	(35.13)	2.00	(37.14)	87.71
$\Delta(RNOA_t - r_F) * NOA_{t-1}$	2007-9-30	68.68	(0.22)	(240.16)	13.15	22.31
	2008-9-30	121.19	33.45	198.52	(43.78)	(46.46)
	2009-9-30	134.27	(32.75)	(0.83)	(51.78)	74.25
$(RNOA_t - r_F) * \Delta NOA_t$	2007-9-30	36.40	1.07	51.42	38.99	(15.74)
	2008-9-30	42.44	(0.63)	8.95	56.11	5.96
	2009-9-30	10.61	(2.38)	2.83	14.64	13.46

数据来源：大同证券研究部。

依然采用图的形式来解析。

图 28 张裕 ReOI 的变化分解



数据来源：大同证券研究部。

图 28 显示,张裕近三年的 ReOI 变化中,RNOA 和 NOA 的变化都起了正面作用,但是 RNOA 的作用更大一些。

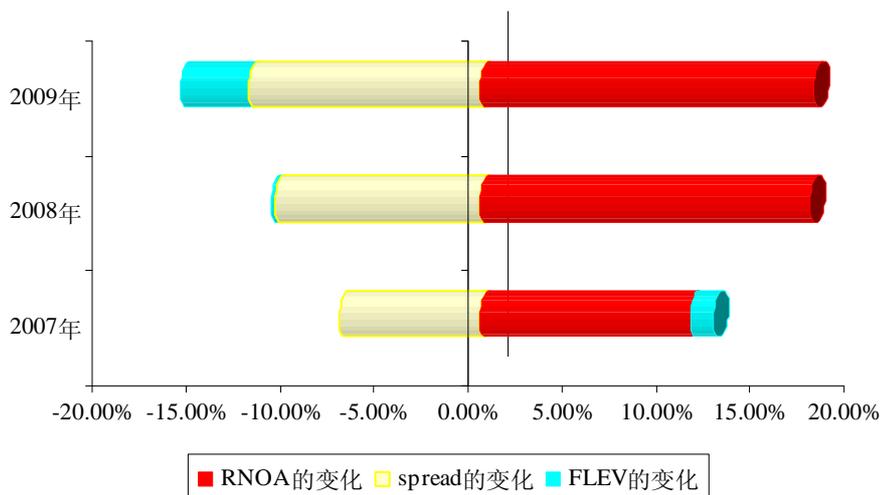
另外, RNOA 对莫高股份 ReOI 的变化十分重要,无论是正向还是反向。CSE 的影响作用很小。通葡股份 ReOI 的变化也主要是由 RNOA 的变化引起的。

第二层次: RoCE 和 RNOA 的变化分解

本部分的分析类似于上一部分,鉴于表格数据较为抽象,此处只给出各公司的变化图。

先来看 RoCE 的变化分解。

图 29 张裕的 RoCE 的变化分解



数据来源: 大同证券研究部。

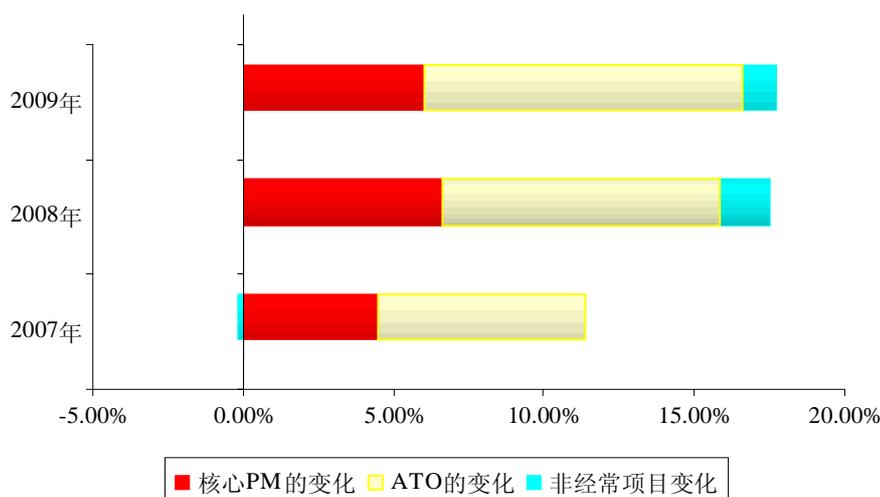
图 29 显示,张裕历年 RoCE 的变化中,RNOA 的变化一直是起正向作用,spread 的变化一直是起负作用,FLEV 负面作用的趋势在增大,估计这种影响结构会持续。

莫高股份 07 年的 RoCE 变化主要是 spread 的变化引起的;08 年的 RoCE 的增加是由于 RNOA 和 spread 的增加贡献的;09 年 FLEV 和 RNOA 的变化起了负面作用,尤其是 RNOA 的降低,spread 的增加减缓了这种下降。

通葡股份 RoCE 的大幅变化主要是由于 RNOA 的变化引起的,公司的净经营资产的收益率很不稳定。

再看 RNOA 的变化分解,方法同上。

图 30 张裕 RNOA 的分解



数据来源：大同证券研究部。

图 30 显示，核心 PM 和 ATO 的增长是张裕 RNOA 增长的主要源泉，公司非经常项目的影响非常小，可见公司 RNOA 的质量很高，具有可持续性。

用同样的方法可以得到，核心 PM 的变化是莫高股份 RNOA 变化的主要原因，ATO 的持续下降造成 RNOA 的下滑，公司未来需要提高产品的整体利润率和资产周转率。非经常项目的变化是通葡股份 07 和 08 年 RNOA 的主要原因，从而说明其 RNOA 的质量不高，不具有可持续性，09 年的 RNOA 变化就很好的说明了这一点。

第三层次：普通股东权益（CSE）的变化分解

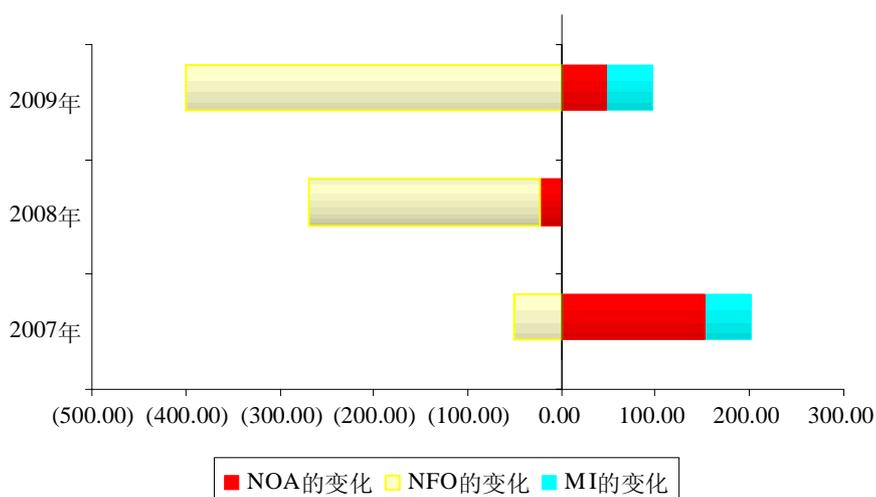
普通股东权益的分解变化可以从两个角度来看，分析的目的是看普通股东投入的变化。

先看当期 CSE 的变化。

图 31 显示，NOA 的变化是张裕 07 年变化的主要原因，而 08 和 09 年公司 CSE 的增长主要是由于 NFO 的增加贡献的，由于公司拥有大量净金融资产，所以 CSE 的变化是低质量的，我们希望看到的是 NOA 的大幅增长，金融资产的保有形式问题是摆在公司面前的一道难题，如前所述，张裕已经开始通过参股恒丰银行来解决这个问题。

莫高股份 07 年 CSE 下降主要是由于 NOA 的下降幅度大于 NFO 的下降引起的，而 08 年，NFO 的减少幅度大幅加上 NOA 的增加，导致 CSE 的大幅增长。09 年 CSE 的上升的原因与 07 年相反，即 NOA 的下降幅度小于 NFO 的下降幅度。

图 31 张裕的当期 CSE 变化分解

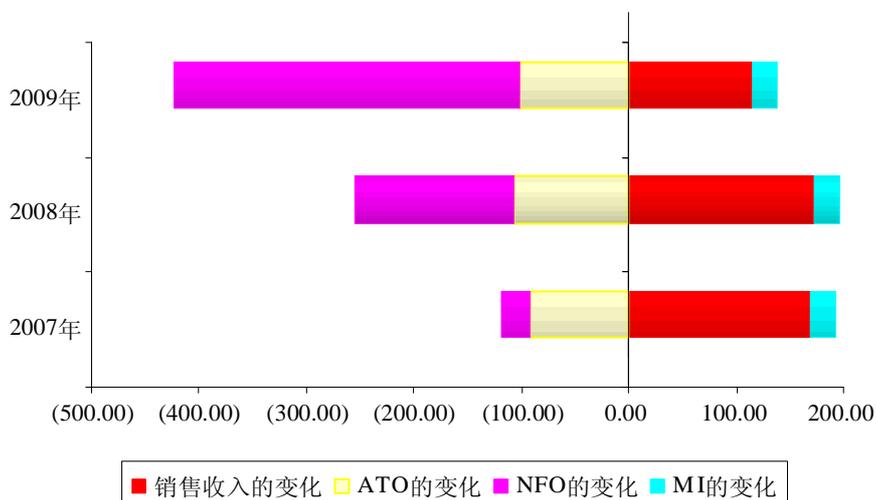


数据来源：大同证券研究部。

通葡股份 CSE 大幅变化的主要原因是公司 NOA 的大幅减少，从 ReOI 估值模型的角度来讲，这是非常不明智的行为。

再看平均 CSE 的变化。此处所用的数据均为相邻两年的均值。

图 32 张裕平均 CSE 的变化



数据来源：大同证券研究部。

张裕历年平均 CSE 的增加主要是由于 NOA、NFO 和 ATO 的变化引起的，而且 NFO 的贡献越来越大，NOA 的贡献在减少，ATO 的贡献相对稳定。

NFO 的减少是莫高股份 08 和 09 年平均 CSE 的变化的主要原因，09 年，ATO 的提高起了正面作用，而销售收入的下降则使平均 CSE 下降。

4.公司财务预测和估值

根据对公司经营状况的预期, 本文认为其 2009 年到 2010 年的每股收益 (更精确的说是每股综合收益) 分别为 1.98 元、2.37 元和 2.93 元, 对应的杠杆远期市盈率分别为 25.82 倍、23.13 倍和 21.33 倍; 对应的杠杆市净率分别为 10.94 倍、10.40 倍和 9.79 倍。剩余营业收益模型 (ReOI) 给出的公司 2010 年末的每股价值约为 67.65 元, 结合敏感性分析可知, 目前公司 A 股的价格较为合理, 所以给予其“谨慎推荐”的评级。

表 16 预测的利润简表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,730.17	3,453.44	4,213.20	5,055.84	6,067.00
营业成本	827.00	1,036.02	1,306.09	1,567.31	1,820.10
毛利润	1,903.17	2,417.42	2,907.11	3,488.53	4,246.90
营业费用	988.94	1,278.65	1,558.88	1,870.66	2,244.79
税前核心营业利润	914.23	1,138.77	1,348.22	1,617.87	2,002.11
核心营业利润所得税	305.27	277.62	337.06	404.47	500.53
税后核心营业利润 (OI)	608.96	861.15	1,011.17	1,213.40	1,501.58
其他税后营业利润	9.17	3.86	—	—	—
税后营业利润	618.13	865.01	1,011.17	1,213.40	1,501.58
税后净金融收益	20.75	29.49	33.43	37.35	42.56
综合收益	638.88	894.50	1,044.59	1,250.75	1,544.15
少数股东收益	3.27	0.11	1.69	1.69	1.69
普通股东综合收益	635.61	894.39	1,042.90	1,249.06	1,542.46
EPS(basic)(元)	1.21	1.70	1.98	2.37	2.93

表 17 预测的资产负债表

单位: 百万元

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净营业资产 (NOA)	963.12	861.41	1,072.06	1,296.37	1,555.64
净金融资产 (NFA)	1,351.24	1,767.62	1,974.81	2,250.80	2,609.18
股东权益 (CSE+MI)	2,314.36	2,629.03	3,046.87	3,547.17	4,164.83
MI	85.36	85.39	99.63	115.99	136.19
CSE	2,229.00	2,543.64	2,947.24	3,431.17	4,028.64

表 18 预测的现金流量简表

单位：百万元

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
税后 OI	618.13	865.01	1,011.17	1,213.40	1,501.58
△NOA	112.63	(101.71)	210.65	224.31	259.27
公司自由现金流 (C-I)	505.50	966.72	800.52	989.09	1,242.31
股利净支付 (d=回购+股利-发行)	393.33	579.86	626.76	750.45	926.49
债务融资流 (F=△NFA-NFI)	112.15	386.89	173.76	238.65	315.82
融资现金流总额(d+F)	505.48	966.75	800.52	989.09	1,242.31

表 19 ReOI 模型估值输出表

单位：百万元

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014 and after
核心 RNOA (%)	68.17%	94.82%	117.39%	113.18%	115.83%	115.83%	117.35%	117.35%
ReOI (10.00%)	521.98	768.28	919.83	1,099.73	1,364.12	1,636.95	1,992.73	1,993.73
ReOI 增长率 (%)	——	47.19%	19.73%	19.56%	24.04%	20.00%	21.73%	5.00%
折现因子 (10.00%)			1.11	1.22	1.35	1.50	1.66	
ReOI 现值			831.64	898.97	1,008.20	1,093.86	1,203.94	
ReOI 总现值		5,036.62						
持续价值 (CV)							35,580.35	
持续价值 (CV) 现值		21,496.45						
股东权益 (CSE+MI)		2,629.03						
总权益价值 (V ^f)		29,162.10						
少数股东权益价值		1.54						
普通股权益价值 (V ^{CSE})		29,160.56	32,252.59	35,672.47	39,454.99			
总股本 (百万股)	527.28	527.28	527.28	527.28	527.28	527.28	527.28	
每股价值 (元)		55.30	61.17	67.65	74.83			
杠杆远期 P/E		27.96	25.82	23.13	21.33			
杠杆 P ₀ /B ₀		11.46	10.94	10.40	9.79			

注：借鉴 Stephen Penman 的研究成果，少数股东权益的价值为其当期收益的 14 倍。

$$(\text{杠杆远期 } P/E)_t = \frac{V_t^{CSE}}{CI_{t+1}}; (\text{杠杆 } P/B)_t = \frac{V_t^{CSE}}{CSE_t}$$

大同证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
股票短期评级	强烈推荐	预计3个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计3个月内，股价表现优于市场基准指数10%—20%之间
	中性	预计3个月内，股价表现介于市场基准指数-10%至+10%之间
	回避	预计3个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
		+表示市场表现好于基准，-号表示市场表现落后基准
股票长期评级	看好	预计未来12个月内，股价表现强于公司所处的行业指数
	中性	预计未来12个月内，股价表现跟随公司所处的行业指数
	看淡	预计未来12个月内，股价表现弱于公司所处的行业指数

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6-12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6-12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6-12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：+ - 号代表股票评级的微调

注4：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、 此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、 此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、 本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、 大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。