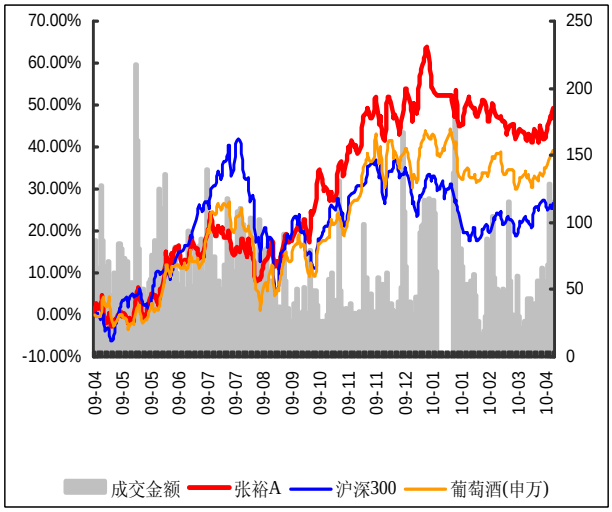
评级：谨慎推荐

2010 年 4 月 17 日

张裕 A（000869）09 年报分析



行业分类：酿酒行业 食品饮料业	
基本数据： 2010 年 4 月 16 日	
最新收盘价	73.54 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：guodc@dtsbc.com.cn

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：

- **业绩超出预期，但增速有所放缓。**报告期内，公司实现营业收入 41.99 亿元，同比增长 21.60%，增速比去年同期放缓 4.89 个百分点；实现税后核心营业利润 10.92 亿元，同比增长 26.81%，增速比去年同期放缓 14.60 个百分点；实现税后营业利润 11.11 亿元，同比增长 28.48%；实现归属于母公司股东的综合收益 11.27 亿元，同比增长 26.01%；每股综合收益为 2.14 元，超出市场预期。
- **预收账款大幅增加但增速明显回落。**2009 年末，公司的预收账款余额为 3.71 亿元，同比增长 96.72%，但增速比去年同期下降 221.53 个百分点，我们认为，增速大幅减缓的主要原因是高基数效应造成的，公司产品的需求仍然旺盛。
- **财务杠杆的利用将逐步提高股权收益率。**公司的财务策略在 09 年发生一些较大的变化，参股恒丰银行，将有效提高闲置资金的收益率；出现金融负债（表现为短期借款和长期借款等），虽然相对于其货币资金金额较小，但也表明公司开始利用财务杠杆，从会计手段上来提高股权收益率。
- **盈利预测和估值。**公司 2010 年的经营计划是实现营业收入不低于 48 亿元，即计划保持 14%以上增长，我们认为这一目标可以实现，并且预期公司在 2010 年可以实现 20%左右的收入增速，因此我们预期公司 2010 年的每股收益在 2.42-2.54 元左右，2011 年和 2012 年的每股收益分别为 3.05 元和 3.66 元。剩余营业收益（ReOI）模型给出的公司 2010 年末的每股价值约为 69.98-73.34 元；以 30 倍的静态市盈率来算，公司 2010 年的每股价值约为 64.2-76.2 元，结合敏感性分析，我们认为公司目前的股价较为合理，继续维持“谨慎推荐”的投资评级。

目录

1.业绩超出预期，增速同比放缓 2
2.预收账款大幅增加但增速明显回落 6
3.财务杠杆的利用将逐步提高股权收益率 6
4.盈利能力分析 6
第一层次分解：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用 6
第二层次分解：经营盈利能力的驱动因素分解 7
第三层次分解：利润率和周转率的驱动因素 7
5.增长能力分析 9
第一层次：剩余收益（RE）和剩余营业收益（ReOI）的增长分解 9
第二层次：普通股权收益率（RoCE）和RNOA的增长分解 10
第三层次：普通股东权益的变化分解 10
6.公司盈利预测和估值 11

图表目录

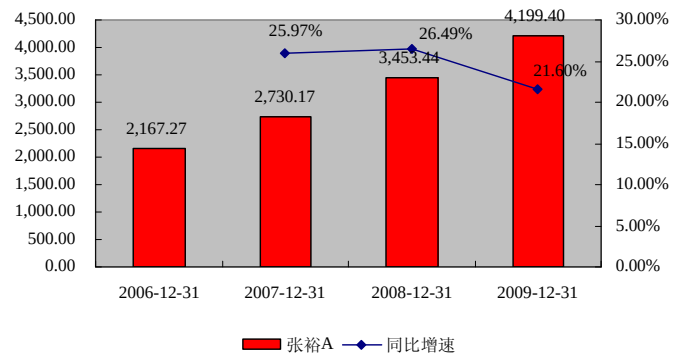
图 1 公司营业收入同比增速有所下降 4
图 2 税后核心营业利润增速直线下降 4
图 3 税后营业利润同比增速也在下滑 4
图 4 普通股综合收益增速也直线下滑 4
图 5 葡萄酒收入占比在不断提高，其他产品占比在下降 5
图 6 葡萄酒和起泡酒的毛利率水平在提高 5
图 7 沿海地区的收入占比略有下降 5
图 8 毛利率和利润率水平都在上升 5
图 9 财务杠杆负面作用的力度加大 6
图 10 经营负债杠杆的力度也在加大 6
图 11 两种杠杆的作用分解 7
图 12 销售利润率和净经营资产周转率同向变动 7
图 13 核心销售利润率的驱动因素分解 8
图 14 应收账款周转率大幅提高 8
图 15 存货周转率略有上升 8
图 16 应付账款周转率有所上升 8
图 17 预付账款周转率继续下降 8
图 18 当期RE的变动趋势 8
图 19 当期ReOI的变动趋势 9
图 20 RE变化的驱动因素分解 9
图 21 ReOI变化的驱动因素分解 9
图 22 RoCE的变化分解 9
图 23 RNOA的变化分解 10
图 24 当期CSE的变化分解 10
图 25 平均CSE的变化分解 10

表 1 预测的利润表简表 11
表 2 预测的资产负债表简表 12
表 3 预测的现金流量表简表 12
表 4 ReOI模型估值输出表.....12

1.业绩超出预期，增速同比放缓

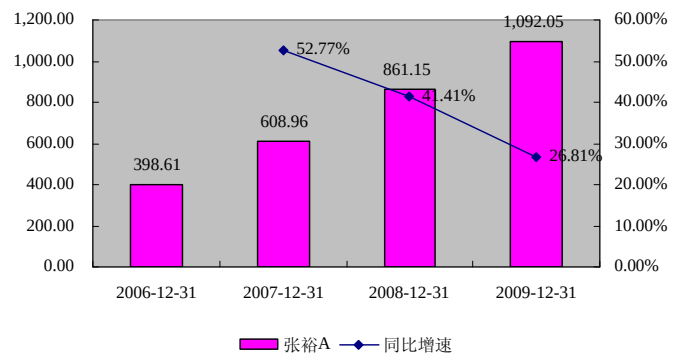
报告期内，公司实现营业收入 41.99 亿元，同比增长 21.60%，增速比去年同期放缓 4.89 个百分点；实现税后核心营业利润 10.92 亿元，同比增长 26.81%，增速比去年同期放缓 14.60 个百分点；实现税后营业利润 11.11 亿元，同比增长 28.48%；实现归属于母公司股东的综合收益 11.27 亿元，同比增长 26.01%；每股综合收益为 2.14 元，超出市场预期。

图 1 公司营业收入同比增速有所下降　　单位：百万元



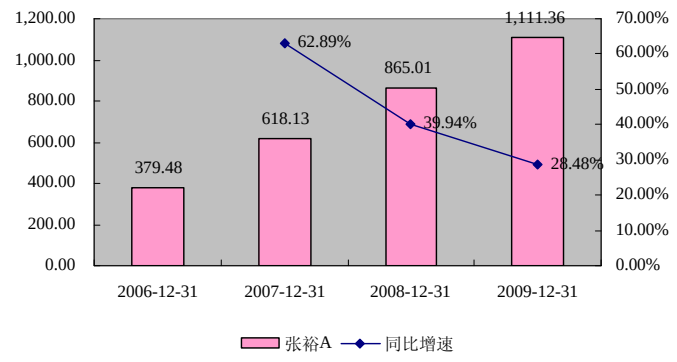
数据来源：大同证券研究部。

图 2 税后核心营业利润增速直线下降　　单位：百万元



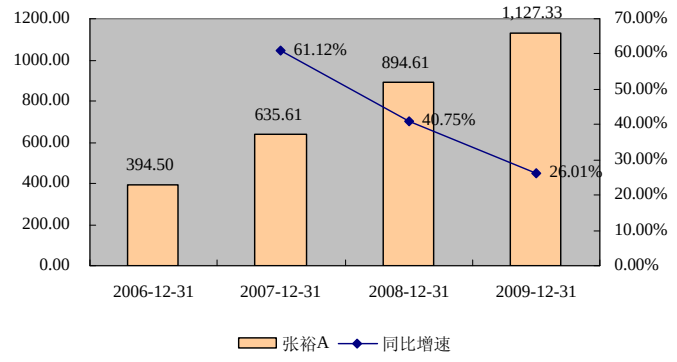
数据来源：大同证券研究部。

图 3 税后营业利润同比增速也在下滑　　单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 4 普通股综合收益增速也直线下滑　　单位：百万元

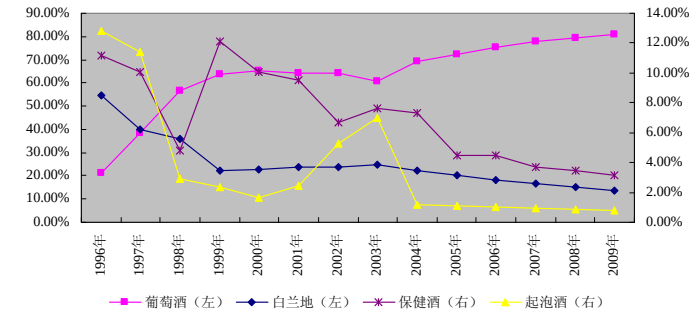


数据来源：大同证券研究部。

分产品系列来看，葡萄酒系列实现销售收入 33.90 亿元，占收入的 80.73%，毛利率水平为 73.97%，占比和毛利率水平均略有上升；白兰地系列实现销售收入 5.81 亿元，占收入的 13.85%，毛利率为 61.12%，占比和毛利率均略有下降；保健酒系列实现销售收入 1.33 亿元，占收入的 3.16%，毛利率水平为 63.98%，占比和毛利率均略有下降；起泡酒实现销售收入 0.32 亿元，占

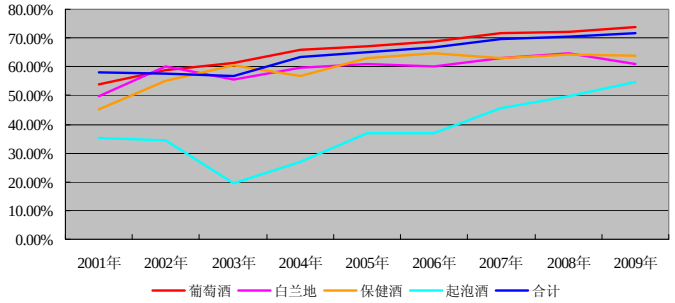
收入的 0.76%，毛利率为 54.78%，占比略有下降但毛利率水平有所提高。公司产品的综合毛利率水平为 71.70%，比去年提高了 1.38 个百分点。

图 5 葡萄酒收入占比在不断提高，其他产品占比在下降



数据来源：大同证券研究部。

图 6 葡萄酒和起泡酒的毛利率水平在提高

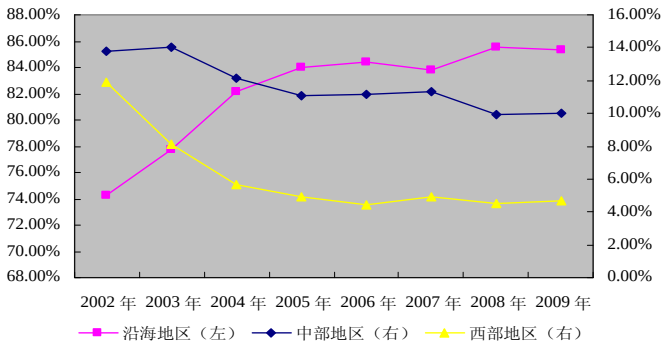


数据来源：大同证券研究部。

分地区来看，沿海地区实现营业收入 35.93 亿元，同比增长 21.36%，占到收入的 85.33%，占比略有下降；中部地区实现营业收入 4.21 亿元，同比增长 22.38%，占到收入的 10.02%，占比略有上升；西部地区实现营业收入 1.95 亿元，同比增长 24.41%，占收入的 4.65%，占比也略有上升。总体来看，公司中西部的扩张力度还不够。

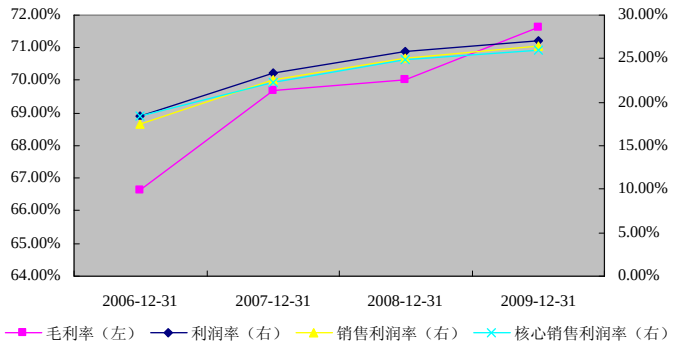
09 年公司的综合毛利率水平为 71.62%，比去年上升 1.62 个百分点，总体上呈现出不断上升趋势，未来公司产品结构的调整将继续增强这种趋势。09 年的利润率为 27.05%，比去年上升 1.15 个百分点，总体上也呈现出上升的趋势。销售利润率也在不断上升，09 年为 26.46%；核心销售利润率为 26.00%，可以看出，核心销售利润率的不断上升是利润率不断上升的根本原因。

图 7 沿海地区的收入占比略有下降



数据来源：大同证券研究部。

图 8 毛利率和利润率水平都在上升



数据来源：大同证券研究部。

2.预收账款大幅增加但增速明显回落

2009 年末，公司的预收账款余额为 3.71 亿元，同比增长 96.72%，但增速比去年同期下降 221.53 个百分点，我们认为，增速大幅减缓的主要原因是高基数效应造成的，公司产品的需求仍然旺盛。

3.财务杠杆的利用将逐步提高股权收益率

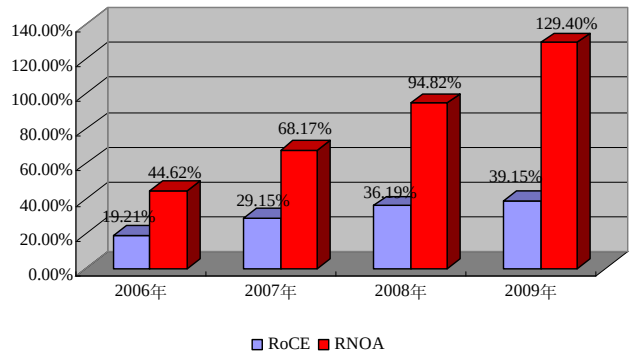
公司的财务策略在 09 年发生一些较大的变化，参股恒丰银行，将有效提高闲置资金的收益率；出现金融负债（表现为短期借款和长期借款等），虽然相对于其货币资金金额较小，但也表明公司开始利用财务杠杆，从会计手段上来提高股权收益率（RoCE）。相对于提高公司的盈利来提高 RoCE 而言，这种做法有些“不地道”，但两者都可以提高公司的价值。预期公司未来的股权收益率将会因为盈利能力的提高和财务杠杆的进一步利用而继续提高。

4.盈利能力分析

第一层次分解：区分财务杠杆和经营负债杠杆的杠杆作用

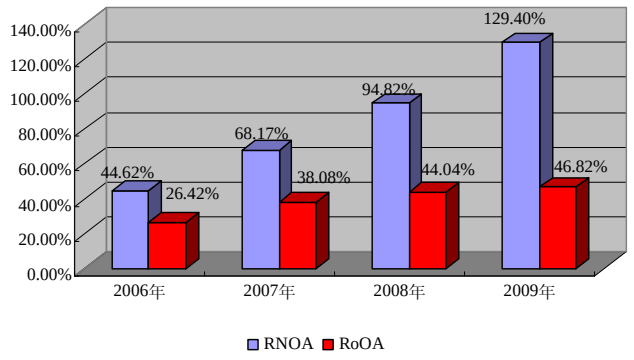
有利的财务杠杆可以直接提高公司的普通股权收益率，经营负债杠杆可以通过作用于净经营资产收益率而间接作用于普通股权收益率。只要利用得当，两者都可以提高股东权益收益率。

图 9 财务杠杆负面作用的力度加大



数据来源：大同证券研究部。

图 10 经营负债杠杆的力度也在加大



数据来源：大同证券研究部。

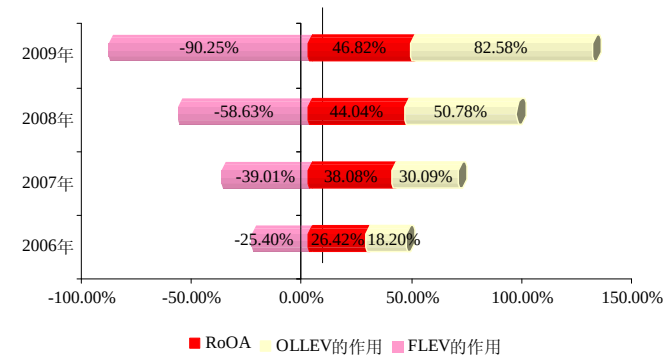
公司 09 年虽然开始出现金融负债，但其增长力度远小于金融资产，致使财务杠杆仍然为

负值，并且这种负面作用因不断增长的经营差异率而加大，从而导致净经营资产收益率（RNOA）远远大于股权收益率。

不过，公司经营负债杠杆（OLLEV）近几年的正面作用力度也一直在增大，有效的抵消了负的财务杠杆所带来的负面作用。

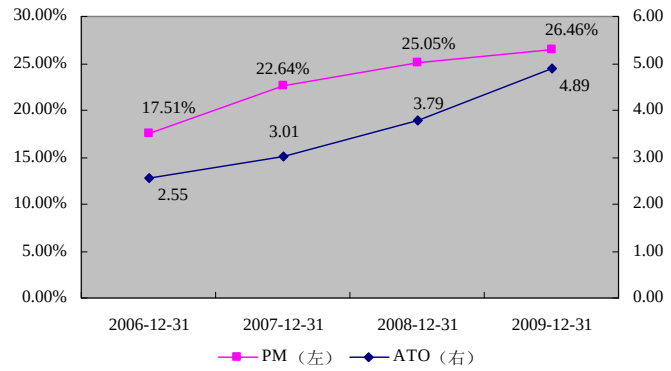
综合来看，财务杠杆的作用一直为负，力度不断加大；经营负债杠杆的作用方向一直为正，力度也在不断提高；经营资产的收益率（RoOA）也在不断提高，两者共同抵消了财务杠杆的负面作用，促使股权收益率不断提高。

图 11 两种杠杆的作用分解



数据来源：大同证券研究部。

图 12 销售利润率和净经营资产周转率同向变动



数据来源：大同证券研究部。

第二层次分解：经营盈利能力的驱动因素分解

这部分主要是对净经营资产收益率的驱动因素进行分解。其驱动因素是销售利润率（PM）和净经营资产周转率（ATO）。一般来说，PM 和 ATO 呈现出反向变化关系，PM 的典型值为 5.3% 左右，ATO 的典型值为 2.0 左右。

图 12 显示，公司的 PM 和 ATO 继续保持同向变化关系，并且二者的数值不断提高。具体来说，销售的利润率在 09 年有小幅的上升，达到 26.46%， ATO 也在 09 年有了较大幅度的提高，主要原因是其销售收入在增长，但净经营资产在下降。

第三层次分解：利润率和周转率的驱动因素

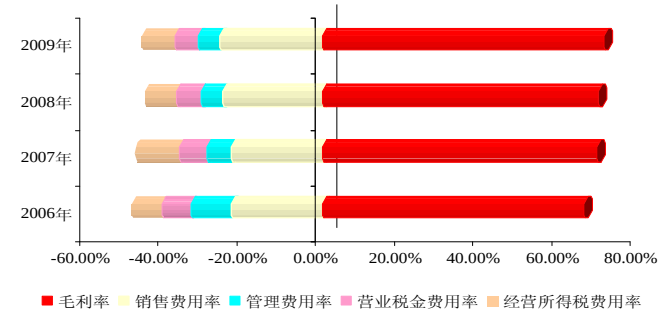
这部分是对 PM 和 ATO 背后的驱动因素进行分解，进一步细化盈利能力背后的驱动因素。

图 13 显示，影响公司核心销售利润率的主要因素是毛利率和销售费用率。毛利率近几年一直小幅上升，销售费用率近两年有所上升。管理费用率的逐年小幅下降可能反映了公司管理

效率的提高。

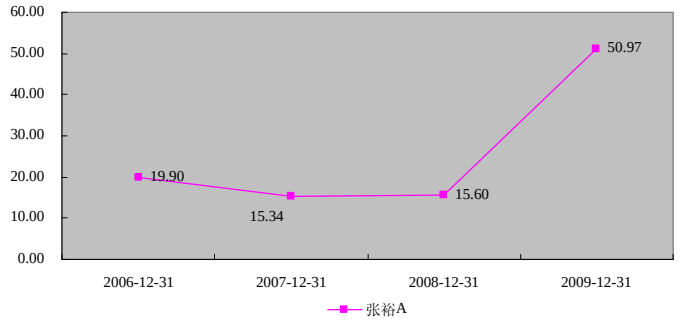
图 14-17 给出了公司主要经营资产和经营负债的周转率变化趋势。

图 13 核心销售利润率的驱动因素分解



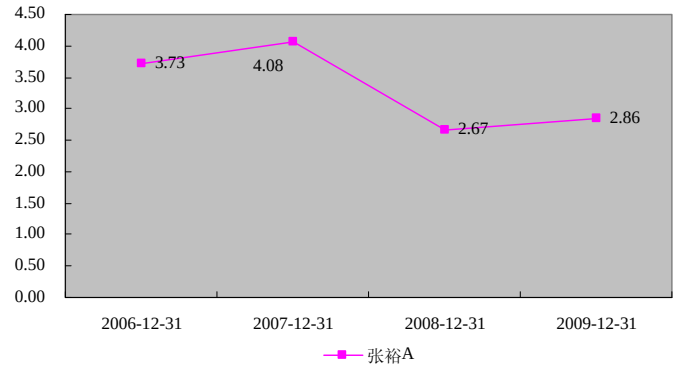
数据来源：大同证券研究部。

图 14 应收账款周转率大幅提高



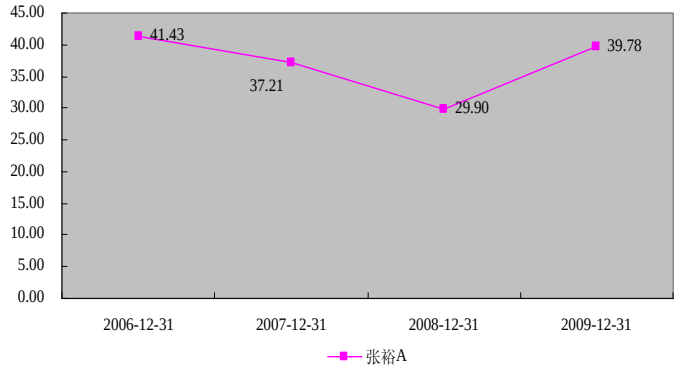
数据来源：大同证券研究部。

图 15 存货周转率略有上升



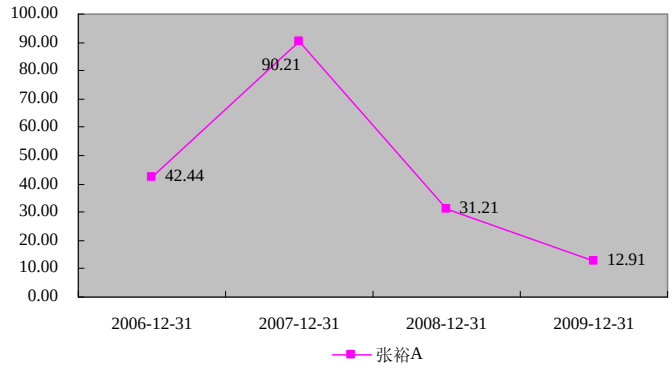
数据来源：大同证券研究部。

图 16 应付账款周转率有所上升



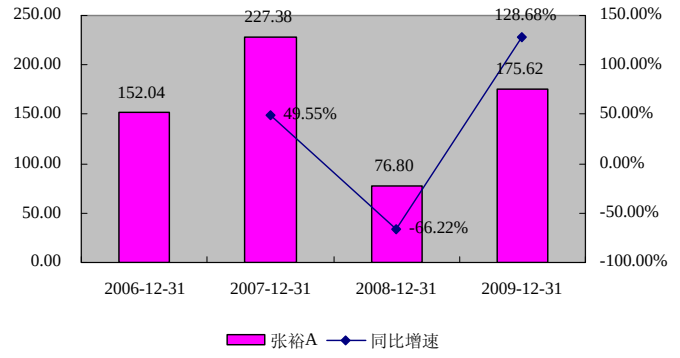
数据来源：大同证券研究部。

图 17 预付账款周转率继续下降



数据来源：大同证券研究部。

图 18 当期 RE 的变动趋势　　单位：百万元



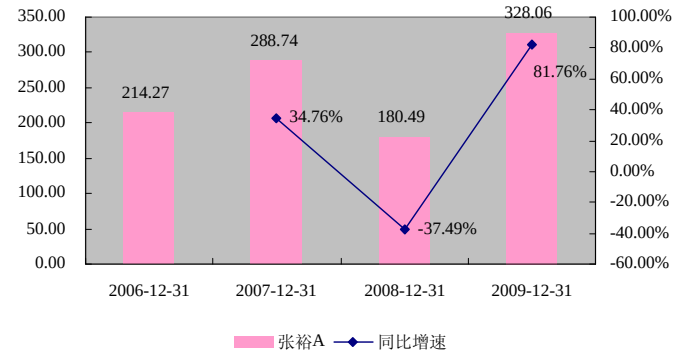
数据来源：大同证券研究部。

5.增长能力分析

第一层次：剩余收益（RE）和剩余营业收益（ReOI）的增长分解

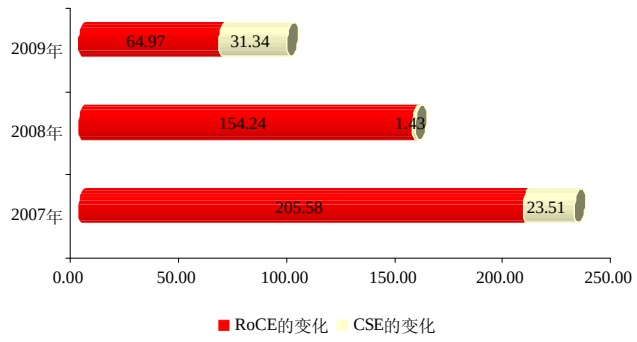
从图 18 和 19 可以看出，公司的剩余收益和剩余营业收益处在恢复性增长之中，08 年的低基数使得 09 年的 RE 和 ReOI 出现爆发式增长。图 20 和 21 解释了出现这种现象的原因。

图 19 当期 ReOI 的变动趋势　　单位：百万元



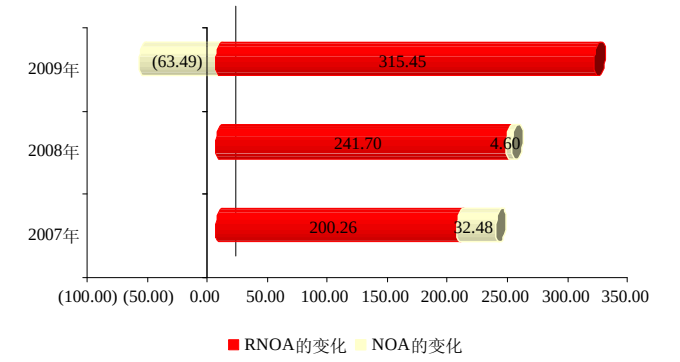
数据来源：大同证券研究部。

图 20 RE 变化的驱动因素分解　　单位：百万元



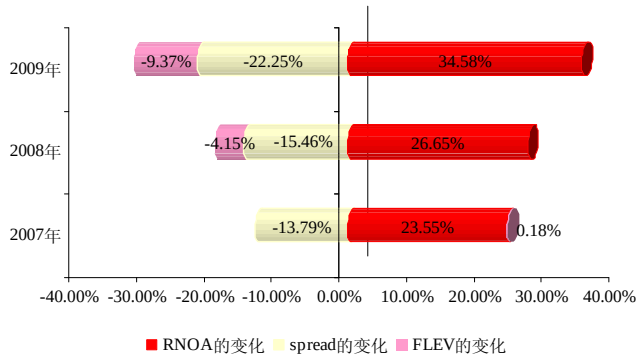
数据来源：大同证券研究部。

图 21 ReOI 变化的驱动因素分解　　单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 22 RoCE 的变化分解



数据来源：大同证券研究部。

图 20 显示，09 年，股东权益和股权收益率继续保持正向的作用，从作用力度上看，股权收益率的提高所带来的剩余收益增长力度更大，直接为剩余收益的增长贡献了 64.97 百万元。股东权益的增加为剩余收益贡献了 31.34 百万元，贡献力度有所加大。

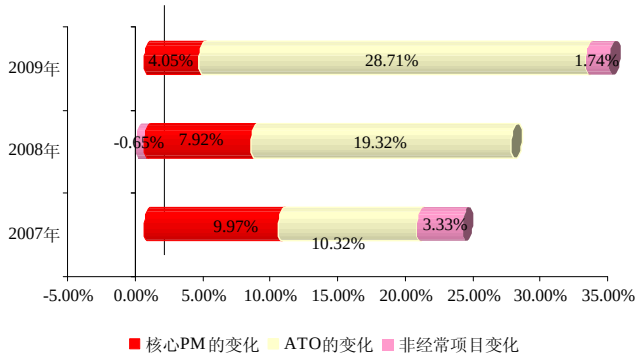
剩余营业收益的增加仍然主要是由净经营资产收益率的的增加贡献的；净经营资产的作用方向为负，但力度远小于前者。

第二层次：普通股权收益率（RoCE）和RNOA的增长分解

图 22 显示，09 年普通股权收益率的提高主要是由于净经营资产收益率的大幅提高；财务杠杆的变化仍然是负面因素，但其负面影响的力度不如经营差异率大。

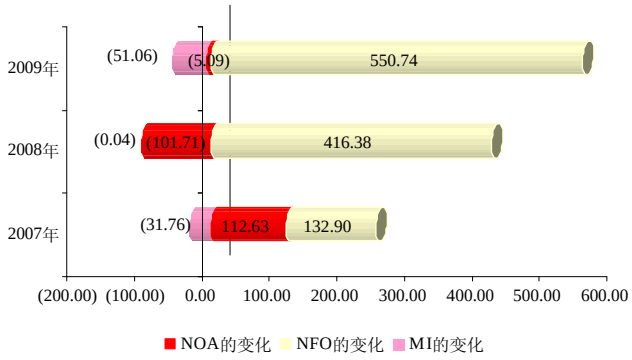
图 23 显示，09 年净经营资产收益率的大幅提高主要是由 ATO 的提高引起的，核心销售利润率的提高贡献了 4.05 个百分点，非经常项目的作用方向为正，但力度较小。

图 23 RNOA 的变化分解



数据来源：大同证券研究部。

图 24 当期 CSE 的变化分解　　单位：百万元

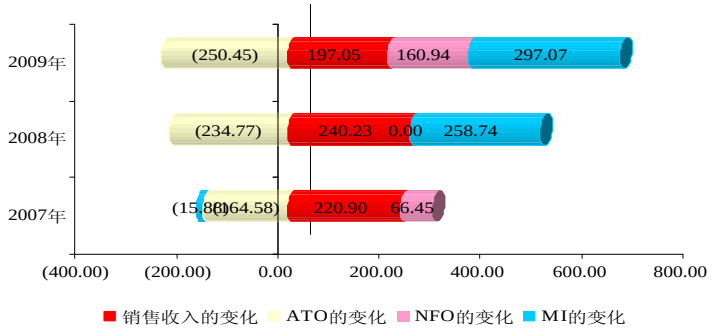


数据来源：大同证券研究部。

第三层次：普通股东权益的变化分解

普通股东权益（CSE）的变化分解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。

图 25 平均 CSE 的变化分解　　单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 24 显示，公司的净金融资产的大幅增加仍然是 09 年股东权益增加的主要原因，作用力

度大于 08 年；净经营资产的减少降低了股东权益，但是力度很小，公司需要加大经营资产的投入。

图 25 显示，平均净金融资产的大量增加和销售收入的大幅提高是平均股东权益增加的主要原因；平均意义上 ATO 的下降导致了平均股东权益的下降，而且力度超过了销售收入。

6. 公司盈利预测和估值

09 年报中，公司 2010 年的经营计划是实现营业收入不低于 48 亿元，即计划保持 14%以上增长，我们认为这一目标可以实现，并且预期公司在 2010 年可以实现 20%左右的收入增速。因此我们预期公司 2010 年的每股收益在 2.42-2.54 元左右，2011 年和 2012 年的每股收益分别为 3.05 元和 3.66 元。对应的杠杆远期市盈率分别为 24.06 倍、22.17 倍和 20.43 倍；对应的杠杆市净率分别为 10.89 倍、10.26 倍和 9.63 倍。剩余营业收益（ReOI）模型给出的公司 2010 年末的每股价值约为 69.98-73.34 元；以 30 倍的静态市盈率来算，公司 2010 年的每股价值约为 64.2-76.2 元，结合敏感性分析，我们认为公司目前的股价较为合理，继续维持“谨慎推荐”的投资评级。

附录

表 1 预测的利润表简表　　单位：百万元

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,453.44	4,199.40	5,039.28	6,047.14	7,256.57
营业成本	1,036.02	1,191.67	1,411.00	1,693.20	2,031.84
毛利润	2,417.42	3,007.73	3,628.28	4,353.94	5,224.73
营业费用	1,278.65	1,567.06	1,864.53	2,237.44	2,684.93
税前核心营业利润	1,138.77	1,440.68	1,763.75	2,116.50	2,539.80
核心营业利润所得税	277.62	348.62	440.94	529.12	634.95
税后核心营业利润（OI）	861.15	1,092.05	1,322.81	1,587.37	1,904.85
其他税后营业利润	3.86	19.31	0.00	0.00	0.00
税后营业利润	865.01	1,111.36	1,322.81	1,587.37	1,904.85
税后净金融费用	(29.49)	(24.63)	(27.95)	(32.13)	(37.41)
综合收益（CI）	894.50	1,135.99	1,350.76	1,619.50	1,942.26
少数股东收益	(0.11)	8.66	10.39	12.46	14.96
普通股东综合收益	894.61	1,127.33	1,340.37	1,607.04	1,927.30
EPS(basic) adjusted	1.70	2.14	2.54	3.05	3.66
EPS(basic) reported	1.70	2.14			

表 2 预测的资产负债表简表 单位：百万元

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净营业资产（NOA）	861.41	856.32	1,049.85	1,259.82	1,511.79
净金融负债（NFO）	(1,767.62)	(2,318.36)	(2,665.13)	(3,102.96)	(3,627.90)
股东权益（CSE+MI）	2,629.03	3,174.68	3,714.98	4,362.78	5,139.68
MI	85.39	136.45	163.74	196.49	235.79
CSE	2,543.64	3,038.22	3,551.24	4,166.29	4,903.89

表 3 预测的现金流量表简表 单位：百万元

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税后 OI	865.01	1,111.36	1,322.81	1,587.37	1,904.85
△NOA	(101.71)	(5.09)	193.53	209.97	251.96
公司自由现金流（C-I）	966.72	1,116.45	1,129.28	1,377.40	1,652.89
股利净支付（d=回购+股利-发行）	579.86	590.33	810.46	971.70	1,165.35
债务融资流（F=NFE-△NFO）	386.89	526.11	318.82	405.70	487.53
融资现金流总额(d+F)	966.75	1,116.44	1,129.28	1,377.40	1,652.89

表 4 ReOI 模型估值输出表 单位：百万元

ReOI 的计算	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014 E	2015and after
核心 RNOA（%）	94.82%	129.40%	154.48%	151.20%	151.20%	151.20%	151.20%	60.00%
ReOI (12.61%)	812.11	1,024.21	1,232.91	1,477.15	1,772.58	2,127.09	2,552.51	2,654.61
ReOI 增长率（%）	65.59%	26.12%	20.38%	19.81%	20.00%	20.00%	20.00%	4.00%
折现因子（12.61%）			1.10	1.22	1.35	1.49	1.65	
ReOI 现值			1,115.76	1,209.78	1,313.80	1,426.76	1,549.44	
ReOI 总现值		6,615.54						
持续价值（CV）							40,845.76	
持续价值（CV）现值		24,794.36						
股东权益（CSE+MI）		3,714.98						
总权益价值（V^E）		35,124.88						
少数股东权益价值		129.84						
普通股权益价值(V^{CSE})		34,995.04	38,669.21					
总股本		527.28	527.28					
每股价值（元）		66.37	73.34	81.04	89.55			
杠杆远期 P/E		26.11	24.06	22.17	20.43			
杠杆 P/B		11.52	10.89	10.26	9.63			

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20％以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10％~20％
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10％~+10％
	回避	预计未来6~12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，“－”表示市场表现落后基准	

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: 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。