

上市公司调研报告

饮料制造业

适应竞争新环境，09 年保持高增长

2008 年业绩高增长已经确定

业绩稳定高速增长已经贯穿张裕前几年经营过程中，这与宏观经济形势较快发展以及葡萄酒行业不断集中的竞争态势有较大关系。同时张裕始终领先行业之先，开创性建立酒庄酒概念、酒品分级概念等，这些具有国际化经营特征的举措也是实现公司业绩高速增长的重要因素。2008 年张裕业绩增长将保持接近 50% 的增长幅度。特别是进入四季度，在河北、河南等省份葡萄酒销售量及销售收入出现较大下滑同时，张裕销售收入继续保持高增长态势。为全年实现业绩同比增长近 50% 打下坚实基础。

2009 年还有 20% 以上增幅

2009 年宏观经济存在下行压力，多数行业的增长前景存在更大不确定性。消费环境同样对葡萄酒消费产生不利影响。经过我们对葡萄酒行业分析以及公司实地调研，我们认为 2009 年张裕还将保持增长态势，业绩增幅预计在 20%。主要理由包括：“解百纳+酒庄酒”的高端战略继续实施，解百纳争议整体上对张裕有利，高端酒增长幅度有望继续超过整体酒销售水平；08 年包装成本下降与葡萄价格略有上涨相互作用使整体酿造成本有所下降，有利于 2009 年毛利率提高；三是产品结构做适当调整，适量增加中端产品比重适应消费档次下移的现实。四是洋酒代理纳入公司考核体系，代理量和代理收入会有较大增加，增长空间非常大，有望弥补高端酒消费滞胀的不足。

盈利预测与估值

我们预计 09 年营业收入增长 15%，归属母公司净利润增长 20%，08 年、09 年以及 2010 年的 EPS 将分别达到 1.71 元/股、2.04 元/股和 2.45 元/股。按照 09 年动态 PE25 倍来计算，公司合理价位在 51 元。建议增持。

预测和比率

	2007A	2008E	2009F	2010F
主营收入（百万）	273016	342364	393718	452775
主营收入增长率	25.97%	27%	15%	15%
净利润（百万）	63562	90392	108470	130164
净利润增长率	61.11%	42.2%	20%	20%
ROE	28.52%	26.3%	25.2%	23.22%
EPS（元）	1.21	1.71	2.04	2.45
P/E	36.41	25.76	21.59	17.98
P/B	10.41	7.34	5.39	4.14

张裕 A（000869）

操作建议

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn
010-85,130,985

当前股价：44.06 元

目标价格 6 个月：51.00 元

调研日期：2009 年 01 月 22 日

分析日期：2009 年 02 月 03 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-10.3/-10.1	-6.0/-10.7	-50.8/5.7
12 月最高/最低价（元）		100/36.50
总股本（万股）		52,728
流通 A 股（万股）		8,307
总市值（亿元）		223
流通市值（亿元）		35.14
近 3 月日均成交量（万）		51.64
主要股东		
HTHK/CMG		FSGUFP-CMG
FIRST STATE CHINA GROWTH		2.84%
FD		

股价表现



相关研究报告

调研目的——08 年公司经营与 09 年发展前景

张裕载 08 年前三个季度保持较高增长率，收入和利润增长分别达到 24.8%和 48%。进入四季度，中国宏观经济放缓迹象非常明显，但张裕销售收入不仅没有受到负面影响，相反 12 月份收入增幅超过前三个季度，达到 30%。这种超常增长的原因是什么？09 年能否延续高增长态势，以及 09 年公司经营战略与 08 年有哪些显著差异？是本次实地调研的目的所在。

调研结论—1、高端战略确保 08 年良好增长

前面已经提到，2008 年前三个季度张裕获得销售收入和净利润的较高增长。特别是净利润增长 48%，超过营业收入 21% 的增长幅度，显示良好的发展态势。主要原因是张裕坚持高端产品战略，其“解百纳+酒庄酒”的联合高端产品销售量占比继续提高，08 年全年解百纳销售量约 17000 吨，“卡斯特+爱菲堡+冰酒庄园”三大酒庄酒联合销售量为 2260 吨左右，同比增长 26% 和 50%。此外白兰地销量有 30% 增长，VS 以上级别白兰地销售增长最快。干白葡萄酒销量也有 70% 增长。同时洋酒代理也有较大起色，全年实现销售量 100 多吨。正是高端产品大幅度增长，带来整体毛利率持续提高（见图 1）。从而也使净利润增长远远超过收入增幅。

此外 09 年春节较早，节日旺季消费提前到 08 年 12 月份，以及公司营销人员加紧收款等因素也是 12 月份营业收入同比增长 30%，超过全年平均增幅的重要原因之一。我们还不能仅以此做出“这种高增长趋势会延续”的判断。

图 1：张裕主要产品毛利率走势

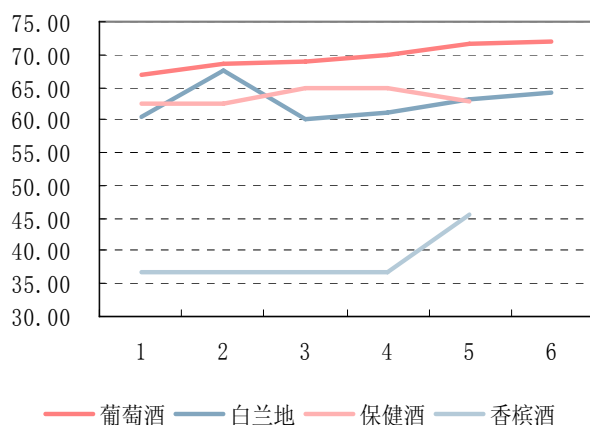
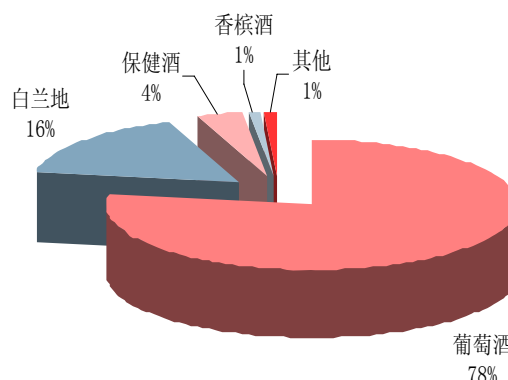


图 2：张裕主要产品销售收入占比（2007 年数据）



资料来源：公司年报、中信建投研发部

2、洋酒代理前景广阔—自有品牌制造商与国际品牌代理商双重身份

张裕自 2007 年宣布进入洋酒代理业务，目前已经取得一定发展，2008 年代理洋酒收入有望达到约 2000 万元，代理销售量达到 100 吨左右。主要品种是白葡萄酒，洋酒代理的毛利率超过 40%，高于张裕自己生产香槟酒的利润率水平。张裕对洋酒代理业务的收入目标是占总收入 10%，按照 2008 年水平，也应该是 3.4 亿元。而 2000 万元的收入与目标还有 10 倍以上的差距，未来洋酒代理收入增长空间还很大。由此也可以看出张裕是将洋酒代理作为重要业务组成部分来看待的。张裕要成为葡萄酒全球性品牌，进入世界葡萄酒企业第一阵营，销售收入要达到 120 亿元。而国内葡萄酒行业总营业收入也不过如此。因此仅仅靠发展自有品牌是不够的。按照国际上酒业巨头经营模式看，也没有一家企业仅靠自有品牌来获得发展。因此面对洋酒大量进口中国，张裕采取的态度是不拒绝、主动迎接，未来公司也将定位在“自有品牌葡萄酒制造商与国际洋酒品牌大代理商”的双重身份。2009 年进口洋酒依然会保持高增长态势，张裕调整了洋酒代理的销售策略，首次将洋酒代理纳入销售人员业绩考核指标内，目的就是鼓励销售人员扩大洋酒代理数量，增加洋酒代理收入。从洋酒进口和消费情况看，以广东、福建和浙江洋酒消费量为更多，而张裕在上述地区优势明显，这更有利于洋酒代理业务的开展。

2009 年洋酒进口还将继续保持高增长势头，我们对张裕洋酒代理业务发展前景非常看好。很可能成为继酒庄酒之后又一利润重要贡献者。

由此我们也可以看到，未来中国葡萄酒竞争格局和消费格局应该是“国内大品牌与洋酒为主，部分地域性强势品牌补充”的局面。行业集中度还将继续提高，还将有中小葡萄酒企业面临被市场淘汰的危险。

3、2008 年成本略有下降

2008 年公司包装物（主要是瓶子）价格有所下降，这部分支出占制造成本 40%，酒瓶价格下降，对降低成本非常有利。08 年秋季各大葡萄产区普遍减产，但葡萄质量较好，价格也没有同步上涨。张裕葡萄原料略有上升，大约 15%。高端酒葡萄原料价格涨价还有略高一些。但总体上 08 年酿造年份成本呈现下降。高端酒一般要在酿造后两年后出售，中低端酒酿造后一年即可出售。我们认为两年后中国经济形势将比现在更好，葡萄酒消费也会出现较快增长，因此目前的低成本对未来实现销售时利润率提高是非常有利的。

4、2009 年公司战略要点—高端产品战略没有改变，但做适度调整

产品种类方面坚持以葡萄酒为主，多酒种发展，目前葡萄酒占总销售收入的 80%，未来白兰地和保健酒以及香槟酒销售也将得到重视；产品结构方面在大力推进中高端产品同时，适当退出中低端产品，以适应当前消费市场不旺的形势，比如大香槟等。此外就是洋酒代理将纳入员工考核指标，09 年有望获得较大发展，估计销售收入增加到 3000 万元。

在高端产品方面，还将继续重点作爱菲堡和冰酒庄的推广工作。以卡斯特酒庄的成功经验看，庄园酒的推广要经过两到三年的时间才能取得实质性进展。爱菲堡和辽宁冰酒庄都是在 2007 年中期推出，目前爱菲堡销售量大约在 100 吨，冰酒大约在 160 吨，占总产能的 5--15%左右，推广工作还很艰巨。尽管目前经济形势不好，但市场推广工作不能间断。因此 09 年爱菲堡和冰酒依然是公司营销工作重点。同时解百纳商标解决过程中，目前张裕占到优势，09 年解百纳销售量有望继续增长到 20000 吨。

总体上看，公司高端产品战略并没有改变，只是做适当调整，起泡酒、白兰地以及葡萄酒中低端产品销售也会适当恢复，以适应当前消费收窄的形势。公司计划还是“解百纳+酒庄酒”总销售量增幅要继续超过总销售量增幅，如果实施到位，则 09 年全年毛利率还将有望小幅提升。

盈利预测、估值与投资建议

业绩预测假设，经营情况按照张裕计划落实，一是继续调整产品结构；二是加大非强势市场的营销力度。预计 09 年营业收入增长 15%，归属母公司净利润增长 20%，08 年、09 年以及 2010 年的 EPS 将分别达到 1.70 元/股、2.04 元/股和 2.45 元/股。按照 09 年动态 PE25 倍来计算，公司合理价位在 51 元。建议增持。

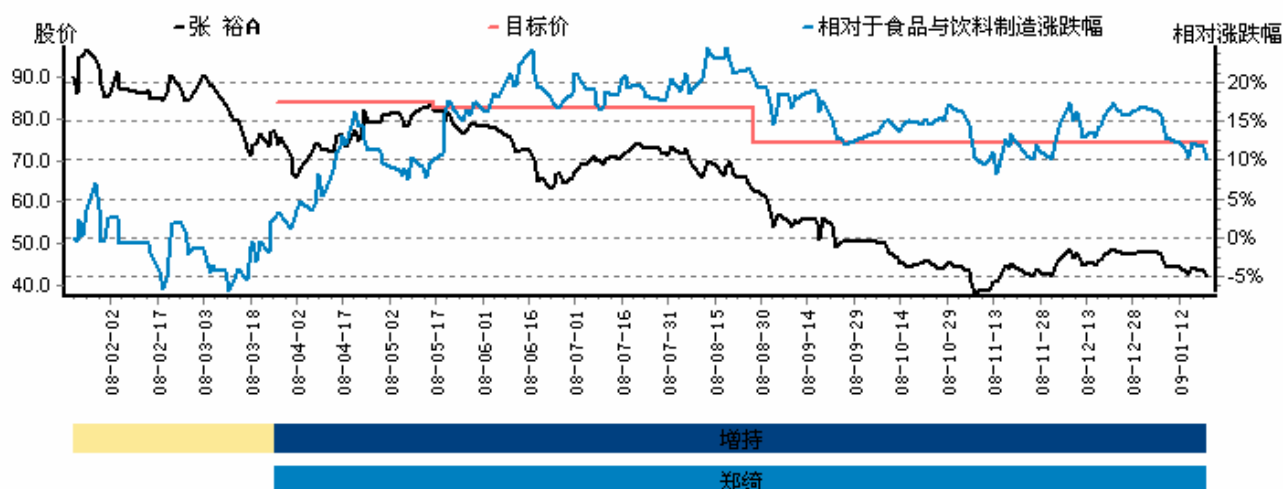
葡萄酒行业最新动态

2008 年前半年全国葡萄酒消费量实现两位数增长，但国研网数据显示，去年 11 月份的全国葡萄酒产量出现回落，回落主要来自河北、河南和天津，而山东地区有较快增长。这说明长城、威龙等基地在上述省份的公司销售量回落较大，而张裕依然保持较高增幅，这与我们了解的公司基本吻合。葡萄酒行业收入和利润增长保

持基本稳定，山东地区略有加快。但毛利率持续下滑。

由经济危机产生的消费能力的变化、中外葡萄酒的差异、其它酒品类的替代型竞争等构成为了葡萄酒市场的主要竞争环境。而持续三年之久的高于 15% 的市场增长率将在 09 年趋于平缓。我们赞同上述对葡萄酒行业 2009 年的判断。2009 年葡萄酒消费量增长在 10% 左右，洋酒进口数量维持高增长态势，但整体洋酒价格将继续下移，洋酒总消费量将占到葡萄酒总消费量 20%。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑绮 食品饮料行业首席分析师，获得两届日用消费品行业最佳分析师称号及《新财富》入围。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010