



2009 年 4 月 10 日

食品饮料

业绩回顾

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

中性

张裕 A (000869.CH)

增长方式或将转变：08 年业绩回顾

主要财务信息

(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,804	2,163	2,730	3,453	3,679	4,002
(+/-%)	34.8	19.9	26.2	26.5	6.5	8.8
息税前利润	422	613	914	1,139	1,269	1,383
(+/-%)	37.1	45.2	49.1	24.6	11.4	9.0
净利润	312	444	636	895	973	1,059
(+/-%)	53.0	42.1	43.2	40.7	8.7	8.9
每股盈利 (元)	0.59	0.84	1.21	1.70	1.84	2.01
(+/-%)	53.0	42.1	43.2	40.7	8.7	8.9
每股经营现金流 (元)	0.62	0.75	1.55	2.37	1.93	1.97
市盈率 (倍)	80.1	56.4	39.4	28.0	25.7	23.6
市净率 (倍)	13.5	12.4	11.2	9.8	8.7	7.7
EV/EBITDA (倍)	52.1	35.2	24.5	19.9	17.9	16.5
股价/经营现金流 (倍)	76.9	62.9	30.7	20.0	24.5	24.1
净资产收益率 (%)	16.9	22.1	28.5	35.2	33.7	32.5
投入资本回报率 (%)	13.3	16.3	19.6	22.0	22.0	22.0
现金分红收益率 (%)	1.5	1.7	2.3	2.5	2.7	3.0

股票信息

B股	A股
200869 CH	股票代码 000869 CH
港币 30	当前股价 人民币 47.45
港币 35.85	目标股价
0.43	日成交量 (百万股) 1.36
港币 56.5/21.52	52周最高价/最低价 人民币 87/36.5
24,123	总市值 (百万元) 21,273
527	发行股数 (百万股) 527
178	其中：流通股 (百万股) 83
张裕集团 (50.4%)	主要股东 (持股比例) 张裕集团 (50.4%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
张裕A	0.8%	8.0%	6.4%	-2.2%
深证A股指数	-1.0%	15.6%	35.6%	43.6%
中金食品饮料指数	-1.5%	0.2%	14.6%	17.7%

52 周估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

盈利略逊预期

08 年公司实现销售收入 34.53 亿元，同比增长 26.5%，低于我们预期不到 1%，但高于市场一致预期 3%；实现净利润 8.95 亿元，同比增长 40.7%，低于我们预期 7.3%，略低于市场一致预期 1.7%。季度分析结果显示，四季度公司销售收入同比增长 31.3%，这与我们事先了解到的分月数据相近，显示公司基本未作年度间业绩平滑努力。

亮点：

- 产品销售总量同比增长 15%，其中葡萄酒销量增长 17%。葡萄酒中，中高档酒（包括解百纳和各类酒庄酒）销量增长 19%。产品销售均价同比提高 10%，沿袭黄金六年（2003-2008）价升量增辉煌。
- 全年派息率同比虽有下降，但仍维持在 70% 以上高位。当前股价下，A、B 股股息收益率分别为 2.5% 和 4.6%。

不足：

- 全年高端酒庄酒（指艾菲堡和冰酒酒庄产品）销量仅有 250 吨，未达公司目标，疑定价偏高，且目标市场定位欠妥。
- 毛利率同比升幅收窄至 0.3 个百分点，低于黄金六年年均提升 2.1 个百分点的水平。

可预见趋势

- 1-2 月行业统计数据显示，葡萄酒消费受经济增速下行影响显著，销售同比增幅与去年四季度相比落差明显。
- 短期来看，公司 09 年业绩增长压力主要来自：1) 销量增长乏力、2) 价格上涨无望、以及 3) 毛利率因产品结构下沉与原料收购价格上涨而面临下行压力，公司唯有依靠费用调控防止盈利下滑。
- 展望未来，国内经济重回二位数增长预期减弱，而公司现有产品均价已远高于行业平均，早期依靠提价与产品结构持续上移谋求盈利高速增长的方式或将转变，投资关注点从高速增长转向价值投资。

盈利预测调整

1-2 月份行业销售及公司回款额同比增幅环比去年四季度均出现明显下滑，当引起警觉，毛利率下行预期亦较早先加重，我们由此下调今明两年公司销售和盈利预测。

投资建议

维持 A 股“中性”评级，因相对估值不吸引人，而且基于 DCF 模型所得到的现金价格偏低，但股息收益率水平仍可支持当前股价。

维持 B 股“审慎推荐”评级，因基于 DCF 模型所得到的年末目标股价仍高出当前股价 19.5%，公司相对估值水平仍优于同业均值，而且股息收益率预期仍足够吸引人。

图表 1: 08 年业绩分析

(人民币: 百万元)	同比变化						中金评论
	2008年	2007年	同比变化	08年四季度	07年四季度	同比变化	
销售收入	3453	2730	26.5%	889	677	31.4%	销量增长15%，产品均价上涨10%
销售成本	1036	827	25.3%	233	164	42.0%	
毛利率	70.0%	69.7%	0.3%	73.9%	75.8%	-1.9%	产品提价与结构提升推高毛利率水平
营业费用	870	625	39.2%	152	71	115.6%	
营业费/销售收入	25.2%	22.9%	2.3%	17.1%	10.4%	6.7%	
管理费用	194	178	9.1%	64	56	14.6%	
管理费/销售收入	5.6%	6.5%	-0.9%	7.2%	8.2%	-1.1%	
营业利润	1176	948	24.1%	399	378	5.6%	
营业利润率	34.1%	34.7%	-0.7%	44.9%	55.8%	-10.9%	
所得税率	24.4%	32.7%	-8.3%	24.4%	28.2%	-3.7%	
净利润	895	636	40.7%	306	225	35.9%	
净利润率	25.9%	23.3%	2.6%	34.4%	33.3%	1.1%	

数据来源: 公司数据, 中金公司研究部

黄金六年铸就辉煌

2003-2008 是张裕高速发展的黄金六年，期间产品销量年均增长 12.9%（葡萄酒销量年均增长 13.3%），销售均价年均上扬 11.6%，毛利率年均提高 2.1 个百分点，带动公司盈利年均增长 41.6%。

铸就辉煌业绩虽有公司体制改革与营销努力之功劳，但与环境赐予的机会同样密不可分。02 年以后国内经济腾飞，带动葡萄酒消费个性化浪潮。张裕率先由餐酒（一种混合多种葡萄原料、无明晰产地、无生产与储存年份的普及型产品）向中高端产品延伸，六年间将吨酒价格由 18128 元/吨提高至 32899 元/吨，高出行业平均价格 15%，并且占到国内中高端葡萄酒市场六成以上份额。作为先进入者，张裕充分享受到了中高端细分市场从无到有的高速成长历程。而反观其主要竞争对手，长城的结构提升努力始于 2007 年，2008 年吨酒平均价格才有 23450 元，而王朝因体制问题进取心不强，吨酒价格虽高达 29000 元/吨，但已多年止步不前。

增长方式或将转变

黄金六年可能成为历史的主要原因是生存环境或将发生改变：1）中国重回双位数经济增长的预期在减退；2）中高端细分市场从无到有已完成初步积累，形成一个较高的基数；3）公司产品结构已显头重脚轻，现有产品均价甚至高出其欧美同行，未来继续让中高端产品销售跑得更快难度已大大提高；4）主要竞争对手长城正在迅速崛起，采取的是和张裕早期发展完全相同的结构提升模式；5）进口酒从来没有放弃市场份额的争夺，即使在 1-2 月国内葡萄酒企业销售出现同比滞涨的情形下，小包装酒进口量仍有 26% 的同比提升。

张裕在 08 年底引入售价在 20-40 元/瓶之间的“麟球”产品，正是对前期过于激进的产品营销策略的修正，这也预示着公司已认识到未来发展模式可能重归平稳增长之路，通过提价与产品结构上移不断推高毛利率水平的努力终有尽头。在投资人眼里，张裕或将由高速成长型公司转为价值型企业。

图表 2: 盈利预测调整

(人民币: 百万元)	2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	4009	3679	-8.2%	4489	4002	-10.8%
毛利率	74.0%	68.7%	-5.3%	74.7%	68.5%	-6.2%
营销费用	947	822	-13.2%	1048	885	-15.5%
营销费用/销售收入	23.6%	22.4%	-1.3%	23.3%	22.1%	-1.2%
管理费用	243	206	-15.6%	264	220	-16.6%
管理费用/销售收入	6.1%	5.6%	-0.5%	5.9%	5.5%	-0.4%
息税前利润	1556	1269	-18.5%	1798	1383	-23.1%
息税前利润率	38.8%	34.5%	-4.3%	40.0%	34.6%	-5.5%
所得税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
净利润	1175	973	-17.3%	1358	1059	-22.0%
净利润率	29.3%	26.4%	-2.9%	30.2%	26.5%	-3.8%
每股收益 (人民币元)	2.229	1.845	-17.3%	2.575	2.009	-22.0%

资料来源: 中金公司研究部

09 年增幅落差最为明显

由于国内葡萄酒消费主力长期盘踞在东南沿海地区，而此轮经济下行风波又率先冲击这部分市场，造成葡萄酒企业 09 年 1-2 月销售增幅环比落差明显。造成环比增幅落差较大的另两个原因是：

1. 葡萄酒消费主要面对商务和私人市场，受到政府消费的庇护十分有限。因此政府投资救经济，对于葡萄酒消费的支持力度显然无法与中高档白酒箱体并论。
2. 葡萄酒企业风险意识不足，去年四季度仍向分销商大力塞货，导致四季度环比去年前三季度销售增幅回落幅度有限，但到了今年 1-2 月份，销售增幅环比落差突然加大。

我们预计 09 年公司中高档酒销售压力应大于普通酒，因此对于体量较大的解百纳和喀斯特酒庄酒来说，出现销量下滑应在情理之中。按照回款额来估计，公司一月份销售同比持平，2 月份同比下降 10% 以上，3 月份同比回升 10% 左右（相信是经销商补货所致）。由于一季度乃是葡萄酒销售重要季节，如此开局可能预示着全年销售增长压力巨大。

下调盈利预测，但维持评级

因销售增长压力巨大，且毛利率下行预期加大，我们下调今明两年公司销售和盈利预测。

我们维持 A 股“中性”评级，因相对估值不吸引人，而且基于 DCF 模型所得到的现金价格偏低，但股息收益率水平对股价仍有支撑。

我们同样维持 B 股“审慎推荐”评级，因基于 DCF 模型所得到的年末目标股价仍高出当前股价 19.5%，公司相对估值水平仍优于同业平均，而且股息收益率预期仍足够吸引人。

图表 3: DCF 估值

人民币: 百万元	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
息税前利润	1,269	1,383	1,521	1,673	1,841	2,025	2,227	2,450	2,695	2,964
同比变化 (%)		9.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
自由现金流	932	949	1,043	1,148	1,263	1,389	1,528	1,680	1,848	2,033
同比变化 (%)		1.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
期末增长率		2.0%								
加权资本成本		12.0%								
税后债务成本率		4.5%								
股本成本率		12.0%								
无风险回报率		4.5%								
风险补偿率		7.5%								
Beta 系数		1.0								
最优资本结构		0.0%								
							自由现金流贴现值			8,032
							期末价值折现金额			7,479
							企业价值			15,510
							净现金(债务)			1,912
							权益价值			17,422
							每股价值(元)			33.04

资料来源: 中金公司研究部

图表 4: 主要盈利假设

(人民币: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E
销售收入	2,730	3,453	3,679	4,002
葡萄酒	2,125	2,742	3,019	3,310
白兰地	450	526	524	551
香槟	26	30	29	30
保健酒	101	119	106	111
毛利率	69.7%	70.0%	68.7%	68.5%
葡萄酒	71.7%	71.9%	71.0%	70.7%
白兰地	63.1%	64.5%	59.1%	59.1%
香槟	45.5%	49.5%	43.0%	43.0%
保健酒	62.9%	64.2%	57.9%	57.9%
营业费用	625	870	822	885
营业费/销售收入	22.9%	25.2%	22.4%	22.1%
管理费用	178	194	206	220
管理费/销售收入	6.5%	5.6%	5.6%	5.5%
营业利润	948	1,176	1,290	1,405
营业利润率	34.7%	34.1%	35.1%	35.1%
所得税率	32.7%	24.4%	25.0%	25.0%
净利润	636	895	973	1,059
净利润率	23.3%	25.9%	26.4%	26.5%

资料来源: 中金公司研究部

图表 5: 主要财务指标和盈利预测

(单位: 人民币百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表						
主营业务收入	1,804	2,163	2,730	3,453	3,679	4,002
主营业务利润	1,056	1,282	1,717	2,203	2,296	2,489
营业费用	-489	-501	-625	-870	-822	-885
管理费用	-147	-169	-178	-194	-206	-220
营业利润	422	613	914	1,139	1,269	1,383
财务费用	-22	-21	-23	-35	-17	-18
税前利润	443	634	949	1,183	1,297	1,412
净利润	312	444	636	895	973	1,059
每股盈利(元)	0.59	0.84	1.21	1.70	1.84	2.01
每股股利(元)	0.70	0.80	1.10	1.20	1.30	1.42
现金流量表						
经营活动现金流净额	326	398	816	1,251	1,020	1,038
投资活动现金流净额	-21	-20	-244	-735	-60	-60
融资活动现金流净额	-203	-284	-389	-580	-633	-688
货币资金增加额	102	94	184	-64	327	290
货币资金期初余额	1,062	1,161	1,192	1,323	1,749	2,075
货币资金期末余额	1,161	1,192	1,323	1,259	2,075	2,365
资产负债表						
货币资金	1,161	1,192	1,323	1,749	2,075	2,365
应收账款	67	83	94	96	106	121
存货	530	715	836	998	1,017	1,115
长期投资合计	27	25	25	10	10	10
固定资产合计	479	636	689	883	880	871
无形资产及其他资产	26	16	211	263	263	263
资产合计	2,348	2,729	3,251	4,061	4,415	4,808
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付款项	122	125	202	221	235	257
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	68	154	339	458	458	458
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	527	527	527	527	527	527
储备和未分配利润	1,322	1,482	1,702	2,016	2,356	2,728
负债和所有者权益合计	2,348	2,729	3,251	4,061	4,415	4,808

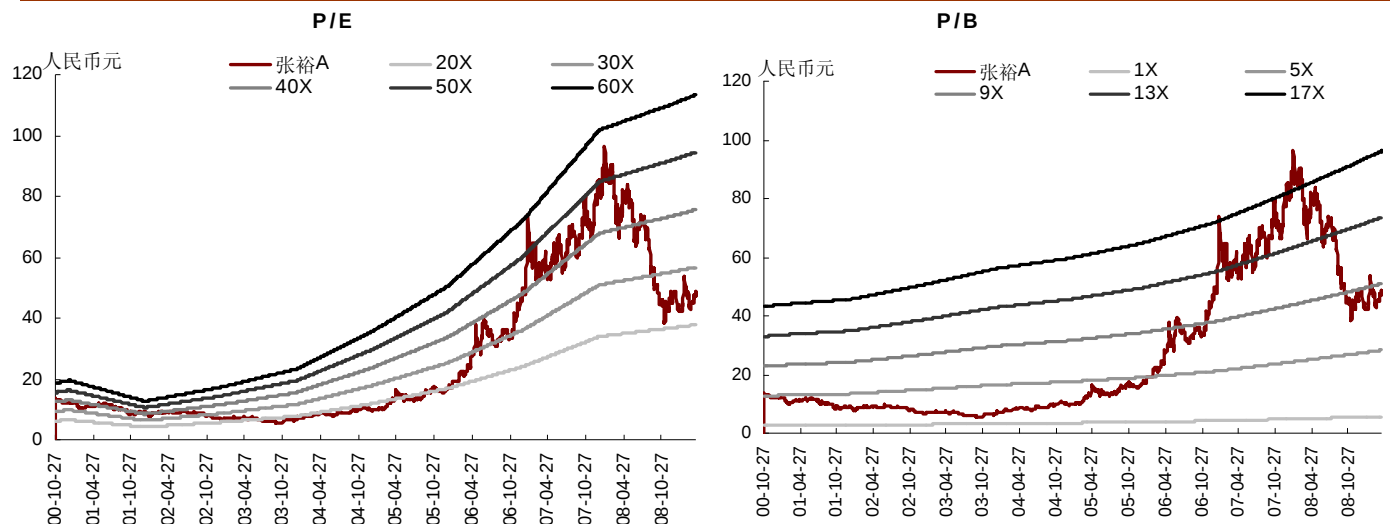
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: A 股覆盖食品饮料公司估值比较

公司 (截至于2009-4-9)	代码	投资评级	收入	每股收益	PEG	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			复合增长率	复合增长率																
			(08-10 %)	(08-10 %)	2008 PER/08-10 CAGR	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																				
可选消费类																				
贵州茅台	600519.SH	中性	9.5%	12.3%	2.36	29.1	25.0	23.1	9.6	7.3	5.9	33.8	30.3	26.5	0.7	1.0	1.1	19.4	16.6	15.3
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	11.1%	35.4%	0.91	32.2	20.9	17.5	5.1	4.1	3.4	15.9	19.9	19.5	0.3	0.5	0.6	14.9	9.6	7.9
张裕A	000869.SZ	中性	7.7%	8.8%	3.17	28.0	25.7	23.6	9.8	8.7	7.7	35.2	33.7	32.5	2.5	2.7	3.0	19.9	17.9	16.5
金枫酒业	600616.SH	中性	n.m.	1.6%	n.m.	20.7	21.5	20.0	4.8	4.2	3.7	23.0	19.4	18.3	1.7	1.7	1.7	15.4	15.5	14.2
古越龙山	600059.SH	中性	10.6%	2.7%	13.37	35.6	31.4	33.8	2.7	2.6	2.5	7.8	8.5	7.6	0.0	2.5	2.4	20.9	18.4	19.0
可选消费类平均			9.7%	12.1%	2.39	29.1	24.9	23.6	6.4	5.4	4.6	23.1	22.4	20.9	1.1	1.7	1.8	18.1	15.6	14.6
低价快消类																				
三全食品	002216.SZ	中性	16.2%	18.8%	1.80	33.7	28.9	23.9	3.2	2.9	2.6	9.7	10.2	11.0	0.0	0.0	0.0	18.8	14.6	11.5
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	1.7%	24.1%	1.13	27.3	23.0	17.7	5.0	4.5	4.1	18.9	20.5	24.1	2.6	2.6	3.4	13.7	11.8	9.8
青岛啤酒	600600.SH	中性	11.9%	26.0%	1.62	42.1	32.5	26.5	4.8	4.4	4.0	11.5	13.6	15.1	1.1	1.4	1.8	16.6	11.2	9.9
燕京啤酒	000729.SZ	中性	13.7%	18.7%	1.68	31.3	26.7	22.2	2.6	1.9	1.7	6.0	6.5	7.4	1.3	1.5	1.8	11.7	9.8	8.7
双汇发展	000895.SZ	中性	10.1%	18.5%	1.53	28.3	21.7	20.2	8.3	6.7	5.7	29.2	31.0	28.5	1.8	2.4	2.6	15.9	12.4	11.3
伊利股份	600887.SH	审慎推荐	7.5%	n.m.	n.m.	n.m.	24.6	19.3	3.6	3.2	2.9	n.m.	13.2	15.0	0.0	0.9	1.3	n.m.	8.6	7.1
光明乳业	600597.SH	回避	5.8%	n.m.	n.m.	n.m.	44.1	32.8	3.1	2.9	2.7	n.m.	6.6	8.2	0.0	0.3	0.8	n.m.	11.0	9.2
低价快消类平均			9.5%	21.2%	1.53	32.6	28.8	23.2	4.4	3.8	3.4	15.1	14.5	15.6	1.0	1.3	1.7	15.3	11.4	9.6
A股覆盖总体平均			9.6%	16.7%	1.85	30.8	27.2	23.4	5.2	4.5	3.9	19.1	17.8	17.8	1.0	1.5	1.7	16.7	13.1	11.7

资料来源: 中金公司研究部

图表 7: 历史市盈率市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。