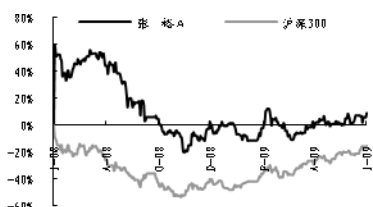


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
张裕 A (%)	7.6	17.3	-32.8
沪深 300 (%)	6.1	33.3	-15.2

市场数据 2009.06.09

当前价格 (元)	52.02
52 周价格区间 (元)	38.3—77.45
总市值 (百万)	27429
流通市值 (百万)	5692
总股本 (万股)	52728
流通股 (万股)	10941.06
日均成交额 (百万)	7118
近一月换手 (%)	28.7

相关报告

葡萄酒百年品牌,持续领跑消费升级
 2007 年 8 月
 核心业务盈利能力强劲,业绩无悬念高速增长
 2008 年 8 月

分析师

刘金沪
 电话: 0755-83704943
 邮件: liujh01@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

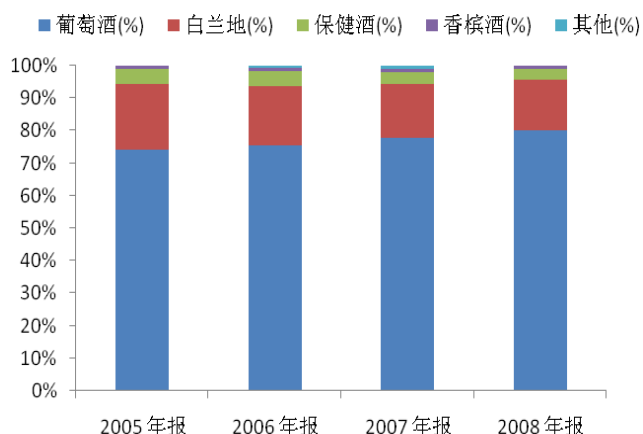
- 公司是我国民族葡萄酒行业最优秀的代表企业之一,4+1 为特色的葡萄酒业务中高端趋势明显,很好的适应了我国上一轮经济景气周期消费升级的需求,已经成为拉动公司整体业绩快速增长的主引擎。公司今年推出了低端的“麟球”系列产品以丰富产品线,此外,公司的保健酒和白兰地业务也具有持久发展的优良质地。
- 以深度分销为特色的销售体系实现了对终端的有效控制和对消费者需求的快速响应,保证了公司市场策略的彻底贯彻执行,从而赋予了公司在系统性风险面前强大的抗风险能力;同时直销模式也在高端形象打造等方面多有贡献,正在成为深度分销的重要补充。
- 公司在体制和渠道管理上的整体优势短期内依旧明显,国外洋酒短期内不会撼动国内领跑公司的优势地位。
- 凭借其国内已有的品牌渠道综合优势,公司开始加大力度引进国外相对分散的优质葡萄酒生产资源向国内市场延伸,正在尝试从一个单纯的葡萄酒生产商向集生产、品牌、渠道等优质资源于一身的综合运营商的战略转变。
- 目前食品饮料行业 2009 年动态市盈率为 28 倍左右,公司 2009 年动态市盈率 26.4 倍,未来两年的净利润复合增长率为 18.7%,PEG 为 1.64,当前估值足够安全。
- 公司盈利能力强劲,财务指标卓越,并坚持以优厚的现金分红来回报股东,是 A 股市场不可多得的长期投资标的之一。考虑到张裕在葡萄酒子行业卓越的领跑地位和长远的发展前景,维持其“增持”评级。

预测指标	2007	2008	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	2,730	3,453	3,946	4,605
营业利润 (百万元)	948	1,176	1,394	1,688
净利润 (百万元)	636	895	1,040	1,260
摊薄每股收益 (元)	1.21	1.70	1.97	2.39
摊薄每股净资产 (元)	4.23	4.82	5.81	7.00
加权平均ROE (%)	28.5	35.2	37.1	37.3

在葡萄酒业务驱动下业绩高速增长，盈利能力强劲

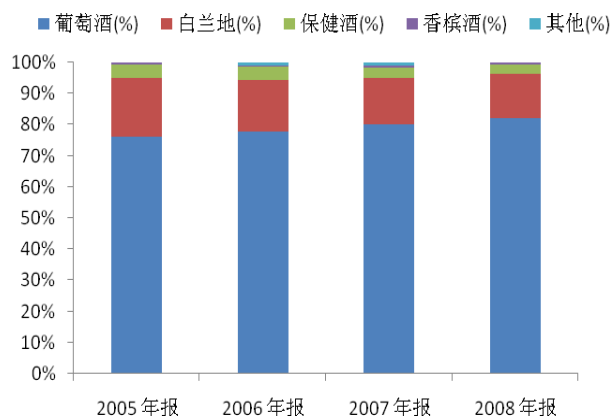
公司近年来不断挖掘营销体系的潜力，充分发挥了“4+1”产品结构的优势和国内葡萄酒消费启动的有利时机，以酒庄酒和解百纳为盈利主体的中高端葡萄酒业务高速平稳增长，对公司整体的利润贡献度逐年提升，08 年已经达到了 82%，预计这一比例将会保持下去。

图 1 葡萄酒业务对销售收入的贡献度逐年上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

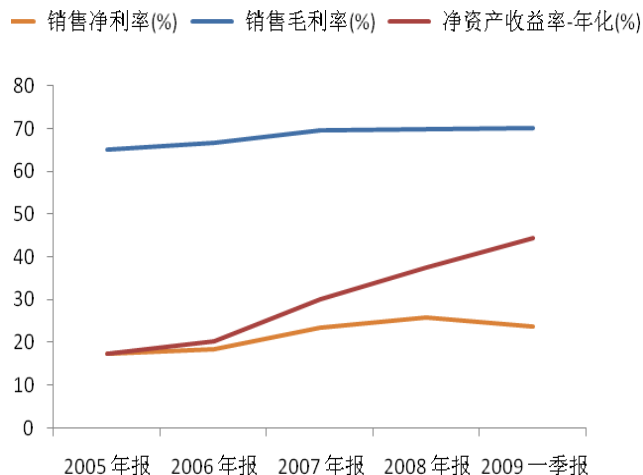
图 2 2008 年葡萄酒业务已经贡献了利润的 82%



资料来源：Wind、国海证券研究所

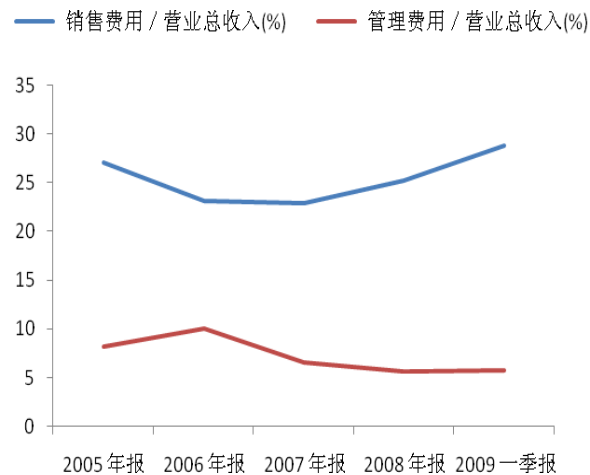
尽管面临去年底以来的经济下行周期压力，公司近年来的盈利能力不断提升，毛利率已经稳定在 70% 以上，ROE 也逐年稳步提升，从 2005 年的 17.4% 提高到 2008 年的 37.5%。而随着规模优势的体现，管理费用率不断降低，净利润率提高到 25% 以上；今年一季度由于推广力度的加大销售费用率有所上升。

图 3 近年来盈利能力不断提升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4 管理费用率降低明显，销售费用 09 年一季度较高



资料来源：Wind、国海证券研究所

公司产品结构一直以来以中高端为主，产品定位以高端为主的四大酒庄酒 08 年的销售已接近 3000 吨，作为中高端的解百纳和普通干红销售也稳步增长，目前已经分别具备 1.8 万吨和 3.5 万吨的销售规模。中低端葡萄酒一直是公司的业务短板，在经济下行周期里可选消费品属性明显的葡萄酒不可避免的面临一定的需求下滑压力，开拓中低端市场以实现平稳过渡成为公司的一项重要手段。根据市场情况开发的“麟球”系列定位中低端，终端价格在 18-30 元之间，不仅可以获取一定的销售收入，更可以挤压低端竞争对手的生存空间，为公司获取长远的市场份额增量空间。

除葡萄酒之外的三大产品线近年来平稳发展，白兰地的市场 90% 集中于有饮用传统的广东，而以“三鞭酒”为特色的保健酒业务也基本集中在山东省内，且以农村市场为主，产品单价多在 10 多元一瓶，未能产生应有的品牌溢价。非葡萄酒业务的销售体系和其业内闻名的深度分销体系并不重合，公司目前尚未寻找到可以充分发掘这些屡获殊荣并且具有一定群众基础传统产品的市场推广和产业升级方法，我们认为其白兰地和保健酒业务具有较强的长线发展潜力，是公司未来可供挖掘的增长点。

公司今年一季度面临宏观经济不利局面带来的需求下滑，经营上压力很大，经过努力这两个月的销售已经恢复，预计上半年的销售和去年同期持平，利润率也保持稳定。全年预计可以实现 10% 以上的增长。

以深度分销为特色的销售体系赋予公司强大的抗风险能力

深度分销模式实现了对终端的有效控制

公司多年来倾力打造的以深度分销为特色的三级营销体系是抵抗需求下滑等系统性风险的强大利器。公司销售体系共有约 2000 人，占总人数的一半以上，层层向下拥有 37 家分公司（基本覆盖到省）和 350 个销售处（基本覆盖到地级市），管理控制着 3500 多个一级经销商，基本覆盖了县级行政区划。这个体系庞大但管理有序，销售经理和业务代表各司其职，对经销商和价格体系实现了非常强的控制，尽可能的使渠道扁平化，总部的战略意图和市场策略可以得到充分的执行。分公司负责人很多间接持有公司股份，有足够的动力去把公司长远利益最大化。

直销模式在高端形象打造和辐射全国大卖场体系方面多有贡献

在以分销为主的同时，直销业务也取得了很大的进展，已占到了全部业务量的 10% 左右。目前主要通过整桶订购、网上销售和重点城市直销等三种形式进行。整桶订购主要是以酒庄酒为主，这种方式可以让客户定制自己的酒，在推广产品的同时推广了文化，高端特征明显，目前占到了约 1/3 的酒庄酒销量。重点城市有烟台、威海和上海，分别是公司的相对优势区域和全国大卖场总部集中所在地，具备作直销的条件和战略意义。直销正在成为深度分销模式之外的重要补充。

公司在体制和渠道管理上的整体优势短期内依旧明显

国外洋酒的冲击短期内不会撼动国内领跑公司的优势地位

随着国外葡萄酒整体过剩和关税降低，进口洋酒近年来蜂拥而入，优质低价的洋酒虽然在一定程度上冲击了国内市场，但也客观上扩大了葡萄酒的消费人群，对葡萄酒和其他酒种的竞争起到了有益的作用。进口洋酒目前约占总体市场的 10% 以上，对于市场广泛关心的进口酒威胁，我们认为短期内由于进口酒经营者单体实力尚弱小，经销商多而杂，品牌力量偏弱，而细分市场又太多，现阶段被消费者认同更多的是靠国家品牌而非厂商品牌；另外在国内复杂的渠道运作上尚存在差距，在资本力等方面和国内几大巨头差距明显。

公司已经开始尝试由单纯的生产商向综合渠道商转变

但是，如果国外分散的酒庄们如果被国内的一个强有力的渠道平台整合起来，并借助一定的资本力量，打造一个横跨中外的经销商品牌（如白酒业的华泽酒业），则会对包括公司在内的国内巨头造成显著冲击。公司颇有战略前瞻性的看到了此点，已经着手凭借自己多年来在国内渠道和营销方面的积累联合国外优质的葡萄酒生产资源，把二者有机结合起来共同开发国内的广阔市场。公司旗下的“先锋酒业”即是专门从事此类运作的，较为成功的例子包括 4 大酒庄之一的新西兰凯利酒庄，全年约销售 7-8 千万元。我们认为，张裕凭借其国内的品牌渠道综合优势，引进国外相对分散的优质葡萄酒生产资源，是非常高明的一步，即有可能实现其从一个单纯的葡萄酒生产商向集生产、品牌、渠道等优质资源于一身的综合经营体的战略转变，使其可以真正跻身世界一流葡萄

酒厂商。

在体制和营销模式方面公司相对于国内厂商优势依旧

综合来看，现阶段公司的主要业务重心还是放在国内，其主要的竞争对手还是以长城、王朝为代表的国内优秀厂商。近年来王朝已经被公司甩开，有实力在全国范围内和公司争雄的主要还是长城，其依托中粮集团的强大背景和以大代理制为特点的营销模式为其赢得了经济发达的北京广东市场，很多创新性营销手段在开发新市场时时效、成本低。但其相对更为依赖以 6 大经销商为代表的分销体系，对终端的掌控力度相对弱一些。此外，长城仍属于国有企业序列，体制不够灵活，激励机制相对张裕而言不到位，在快速消费品行业里职业经理人的主观能动性和创造力是非常重要的，这一点张裕通过早年的 MBO 已经很好的解决了这一问题。

多渠道保障原料供应，成本相对可控

公司目前的成本结构中葡萄约占一半，剩余部分 25% 是包装。而葡萄原料中 15% 为自己种植，除了山东本地外，还在宁夏拥有 5 万亩种植基地；60% 通过签约的专业果农种植大户采购，此部分由于运输等成本控制需要主要集中在山东、河北两省；剩余的 25% 则依靠按质论价的零散收购来解决。整体来看，近年来葡萄收购价格并无显著上升，公司在原料等制造环节的成本风险可控。

同业并购方面较为谨慎

对于在国内通过收购兼并等手段进行行业整合公司持较为谨慎的态度，一方面是因为可选资源不多，另一方面是因为并购对象所在的地方政府会产生一些制约因素，使得收购的协同效应收益不及收购成本。预计公司在国内主要依赖自身的内生性增长来实现业务扩张。

盈利预测

盈利预测主要假设：

1、根据宏观经济运行趋势和前几年行业增长情况，基于 2009 年行业小幅增长的预期，2009 年公司葡萄酒业务总量增长 8% 达到 61000 吨，白

兰地、保健酒和香槟酒的销量分别为 36000 吨、3400 吨和 2800 吨，葡萄酒吨酒售价整体增长 8%，其余增长 7%

2、考虑到高端酒需求的增长减速和加大低端酒推广力度，2009 年葡萄酒业务毛利率为 71.5%，略低于 08 年；其后维持在 72%；白兰地和保健酒的毛利率为 64%，比 08 年略有降低；香槟酒毛利率 49%。主营业务税金率为 6.3%，和 2008 年持平。

3、2009 年销售费用率 24%，管理费用年均递增 9%。

4、2009 年起综合所得税率 25%。

表 1 张裕 2006 - 2011 年实际盈利及预测表:

		实际			预测		
		2006	2007	2008	2009	2010	2011
销售收入		2,167	2,730	3,453	3,946	4,605	5,455
销售成本		723	827	1,036	1,186	1,358	1,608
毛利		1,444	1,903	2,417	2,760	3,247	3,847
	毛利率	66.6%	69.7%	70.0%	69.9%	70.5%	70.5%
期间费用		696	779	1,029	1,120	1,270	1,486
	期间费用率	32.1%	28.5%	29.8%	28.4%	27.6%	27.2%
营业利润		565	948	1,176	1,394	1,688	2,019
	营业利润率	26.1%	34.7%	34.1%	35.3%	36.7%	37.0%
税前利润		565	949	1,183	1,394	1,688	2,019
所得税		168	311	289	348	422	505
归属上市公司股东的净利润		395	636	895	1,040	1,260	1,507
	净利润率	18.2%	23.3%	25.9%	26.4%	27.4%	27.6%
EPS		0.75	1.21	1.70	1.97	2.39	2.86
P/E			43.15	30.66	26.37	21.77	18.21

资料来源：国海证券研究所

投资建议

公司是分享我国葡萄酒消费长期成长果实的绝佳载体，产品线齐全并且形成了品牌、渠道和品质全方位的综合优势，到位的激励机制、“4 + 1”的品牌格局、经营战略以及深度分销构建的渠道等已经形成了强大的综合优势，又正在借助自己在国内业已形成的渠道优势引进国外优质的葡萄酒生产资源，试图从单纯的葡萄酒制造商向综合品牌渠道运营商转变，这代表着未来业界的又一个发展方向。

公司原料成本可控，其市场份额和毛利率都较为稳定，虽然在经济下行周期阶段暂时告别了高速增长阶段，但相对平稳的业绩增长依然是可行的。目前食品饮料行业 2009 年动态市盈率为 28 倍左右，葡萄酒行业为 27 倍。按照目前 52 元的价格和 5.27 亿的总股本，2009 年的动态

市盈率为 26.4 倍,未来两年的净利润复合增长率为 18.7%,PEG 为 1.64。当前估值足够安全,考虑到张裕在葡萄酒子行业卓越的领跑地位,维持其“增持”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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或征价。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。本报告版权归国海证券所有。