

食品饮料行业

报告原因: 公司调研

2009 年 11 月 27 日

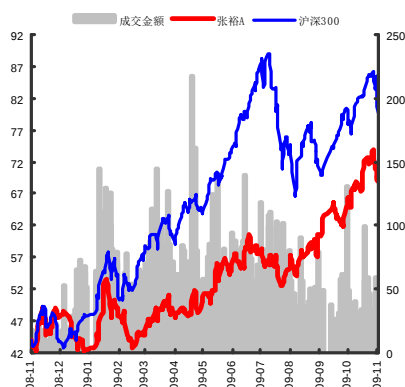
市场数据: 2009 年 11 月 27 日

收盘价(元)	67.32
一年内最高/最低(元)	72.98/36.5
市净率	12.49
市盈率(2009E)	32.5
流通 A 股市值(百万元)	7,366

基础数据: 2009 年 9 月 30 日

每股收益(元)	1.38
营业收入(百万元)	2,950.66
净利润(百万元)	727.23
总股本/流通 A 股(百万)	527/109
流通 B 股/H 股(百万)	178/-

公司近期市场表现(最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

张裕 A (000869)

增持

销售情况良好, 酒庄酒仍是发展重点

维持评级

公司研究/调研报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	3,453	26.5	895	40.7	1.70	25.9	34.0	39.6
2009E	3,987	15.4	1,092	22.0	2.07	27.5	29.4	32.5
2010E	4,766	19.6	1,337	22.5	2.54	28.1	26.5	26.5
2011E	5,706	19.7	1,632	22.0	3.09	28.7	24.4	21.8

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **经济向好与旺季到来推动行业加速回暖。**国内葡萄酒消费群体主要有两种, 一是政务商务消费, 约占 60-70%, 消费产品以中高端为主, 持续性较强; 一是私人消费, 约占 30-40%, 消费产品以中低端为主, 主要是一次性消费, 因而季节性较强。自 08 年四季度以来, 受金融危机影响, 商务活动减少、居民收入预期不确定, 使得葡萄酒行业受到了前所未有的冲击, 而近期两方面情况均出现明显回转。一方面, 经济持续向好, 商务活动增多, 促进了葡萄酒消费的增长; 另一方面, 四季度及未来一季度形成的节日效应也极大地刺激了私人葡萄酒消费的热情。葡萄酒行业正迅速重回到高速增长的快行道上。

● **酒庄酒仍是发展重点, 爱斐堡增长迅速。**酒庄酒仍是公司发展重点, 但公司对四个酒庄的发展战略有所不同。爱斐堡是现阶段公司的主力推广品牌。作为传统葡萄酒, 爱斐堡的认知度较好, 受众群较大, 在公司全力主推下, 1-9 月增速已达 100%以上, 预计 09 全年销量可突破 300 吨。冰酒仍在培育期, 由于其消费的目标群体较少, 接受度略慢, 预计培育期约为 5-6 年, 设计产能 1000 吨, 但 08 年销量仅为 190 吨, 至 09 年三季度销量不足 250 吨, 预计全年实现 300 吨目标压力较大, 但因基数较低, 增速仍可达 40-50%。卡斯特已是公司较为成熟的酒庄酒品牌, 过去几年一直以 20%以上速度增长, 去年底至今年初受经济影响增速仅保持了与上年持平的水平, 但随经济向好回升较为明显, 前三季度仍可实现 30%增长。不过, 目前其年产量已达设计产能标准, 未来由于酒庄酒对葡萄原料质量要求较高, 原料基地建设受限, 因而产能提升空间较小, 只可能通过增加生产班次、贮藏面积等方式小幅提升产量。产品价格提升将是其未来增长的主要来源, 预计年增幅 5-6%左右。凯利核心产



品长相思干白为新西兰当地品质最优的葡萄酒品牌，由先锋国际代理销售，当前销量 200-300 吨，可实现年收入 4000-5000 万元水平，当前销售状况良好，产品供不应求，预计增速可达 50-60%。

●**白兰地、保健酒营销力度有望加大。**白兰地属公司低端品种，吨酒价格为 1.5 万/吨，销售主要集中在广东地区，地域特征明显。保健酒包装较为简易，也属低端品种，目前消费群体主要为中老年人，销售区域主要集中在山东省内。因与公司葡萄酒高端、时尚的品牌形象相冲突，一直未能找到合适的方式扩展，省外销售极少，主要以搭售为主。目前公司已成立了专门从事白兰地和保健酒销售的营销机构，有意加大推广力度，拓展外围市场，不过公司业绩考核较为严格，且以利润为主要考核目标，使得销售人员对白兰地、保健酒的销售热情不大，具体落实情况要看公司考核制度的调整情况。

●**国际酒庄联盟尚在战略意向阶段，短期仍难启动。**9 月 24 日，公司宣布以包括新西兰张裕凯利酒庄在内的张裕四大合资酒庄品牌为基础，与法国波尔多拉颂酒庄、法国勃艮第桑德内酒庄、意大利西西里张裕先锋酒庄三大酒庄成立拥有“七大顶级酒庄”的“国际酒庄联盟”，并推出张裕高端品牌“百年酒窖”旗下的五大产品，目前相关合作仍属战略意向阶段，具体的合作方式与品牌仍在商洽中，短期内尚难启动。未来，该部分合作或将采取凯利酒庄模式，由先锋国际代理相应进口品牌的国内销售，具体品牌选择还需待公司进一步考查后方可确定。

●**进口葡萄酒冲击尚不显著，是挑战也是机遇。**当前进口葡萄酒对公司产品的冲击尚不明显，主要是国内葡萄酒消费仍处品牌消费阶段，而不是像国内成熟市场一样的个性消费，各进口代理商采取的多品牌代理模式，品类繁杂，很难有针对性的进行品牌推广，使得进口葡萄酒的品牌力较弱，各进口品牌销量有限。未来随着国人对葡萄文化认知的逐步提升，进口葡萄酒的市场占有率预计可提升至 30%左右。不过，进口酒走进来并不一定是坏事，进口葡萄品牌推广中形成的文化培育将有助于将国内市场蛋糕做大，进而有利于张裕等行业优质企业的进一步发展。

●**葡萄收购价格上涨 10%，对公司毛利水平影响较小。**今年公司的葡萄原料收购价格要比 08 年上涨 10%左右，主要是受葡萄生产情况影响，今年葡萄产量较少，价格有所提升。不过，收购价格的上涨对公司产品成本的影响并不显著，主要是在产量较少的年份，其葡萄品质也会有所提升，可以用来生产酒庄酒等较为高级酒种，从而削弱了成本上涨对毛利率的负面影响。

●**投资建议：**公司是我国葡萄酒行业龙头公司，具有较强的持续高速增

长潜力，我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 2.07、2.54、3.09 元，对应的动态市盈率分别为 32.5、26.5、21.8，维持“增持”评级。

●**风险提示：**进口葡萄酒冲击；A 股波动。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。