

张裕 A (000869. sz)

继续快速前行的葡萄酒龙头

熊峰 研究员
 电话: 0755-82083888-816
 eMail: xf@gf.com.cn

汤玮亮 研究助理
 电话: 020-87555888-634
 eMail: twl@gf.com.cn

投资分析要点

- (1) 葡萄酒行业能保持较快速度的增长。预计未来 5 年内销量可以保持 15% 的增长, 主要理由: 城市化趋势、健康消费理念深入人心、人均收入增长、中西部葡萄酒消费的培育。
- (2) 公司对渠道的掌控能力强。小经销商运作模式有助于现有市场的深度开发, 成长的确定性较强。
- (3) 酒庄酒成为重要的利润增长点, 预计 09 年该品种销量可实现 40% 的增长。09 年 1-11 月全部销售收入增长 20% 左右, 其中下半年增长较快, 预计 2010 年收入增速将高于 09 年。
- (4) 分区域看, 华东地区正处于快速增长期, 中西部地区增长潜力巨大。江浙沪 09 年实现 8.5-9 亿的销售收入, 增幅超过 30%, 湖南、湖北实现 40% 的增长。
- (5) 原料基地是短板, 近期扩张速度较快, 短板有望得到弥补, 酒质继续提高。新收的新疆天珠酒业可控葡萄基地达 12 万亩,

关键假设

酒庄酒 09-11 年销量增速为 41%、35%、30%, 解百纳 09-11 年销量增幅为 14%、20%、20%。

盈利预测和投资评级

预计 09-11 年实现每股收益 2.080、2.698、3.479 元, 分别同比增长 23%、30%、29%, 按照 2010 年 35 倍 PE 测算, 12 个月目标价为 94.4 元, 给予“买入”的投资评级。

股价表现的催化剂

2010 年一季度业绩大幅增长, 酒庄酒表现好于预期。

风险提示

长城打造高端品牌, 将冲击公司的高端产品线。进口酒的影响可能超出我们的预期。

我们将在近期推出公司深度投资价值分析报告, 敬请关注。

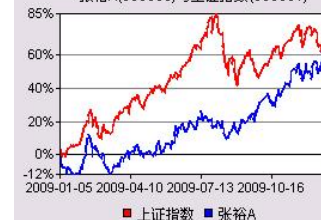
公司评级

买入

当前价格(元)	73.21
目标价格(元)	94.40
前次评级	买入

股价走势

张裕A(000869)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.74%	19.04%	56.80%
上证综指	-7.6%	27.00%	111.07%

股票数据

总股本(万股)	52,728.00
流通 A 股(万股)	28,789.00
主要股东:	

烟台张裕集团有限公司

主要股东持股比例	50.40%
流通 A 股比例	54.60%

财务比率

ROE	35.17%
ROA	22.03%
资产负债率	35.26%
每股净资产(元)	4.82

2008 年报数据。

进口酒对张裕冲击不大

进口葡萄酒对张裕冲击不大。(1) 进口葡萄酒对广深市场冲击较大, 广东、深圳市场占张裕葡萄酒收入的比重本来就小。(2) 进口酒产品较多而杂, 单个产品缺乏足够的能力去推广市场, 没法建渠道和品牌, 进口酒现阶段市场份额略高于10%, 预计未来进口酒的市场份额最终可达25-30%。(3) 张裕产品主要集中在中高档酒, 而进口酒主要冲击低档产品, 因此中高端酒为主张裕受进口酒的冲击不大。而长城受冲击较大。

现阶段主要竞争对手是长城, 二线酒企难以产生大威胁。张裕主要竞争对手是长城, 北京、广东、上海市场竞争激烈, 张裕在中高档酒领先, 长城在普通干红的层次领先。二线酒企在小范围内不错, 但要做到全国范围较难。

公司近况

销售持续好转

下半年销售情况持续向好, 预计2010年仍有望保持快速增长。预计09年11月销售收入同比增长30%, 一方面销售恢复情况良好, 另一方面也与去年基数较低有关。09年1-11月份销售收入同比增长20%左右。

小经销商战略有助于市场精耕细作、稳定增长。公司销售人员每年增长5%-10%, 经销商3000多家, 每年4、5%被更换, 09年增加了200-300家。经销商利润空间大约20%。公司经销商总体规模不大, 最大经销商有7000-8000万的销售收入。我们认为张裕以小经销商为主, 有助于做透现有市场、精耕细作, 成长的确定性较强。

分区域销售情况

福建市场结构调整、销售收入下滑, 江浙沪是现阶段增长亮点, 中西部地区增长潜力巨大。

- 预计09年福建实现含税收入6.5亿, 与去年比略有下降, 主要区域产品结构不好, 消费普通干红为主, 存在产品老化的问题。
- 山东市场收入6亿, 增长10%,
- 广东市场5亿, 与去年基本持平, 白兰地90%在广东销售。
- 江浙沪09年实现8.5-9亿的销售收入, 增幅超过30%, 主要因为渠道和销售人員到位。
- 四川、重庆实现恢复性增长, 实现2亿销售收入。
- 湖南、湖北实现40%的增长, 3亿左右销售收入。
- 陕西、山西指标都超额完成, 其中山西销售收入08年2400万、09年3300万。
- 北京市场1.5亿销售收入, 该区域仍然是长城为主。

分产品看, 酒庄酒增速最快

09年1-11月收入均增长20%左右, 其中下半年增长较快。我们认为公

司2010年收入增速将高于09年，实现30%左右的增长，净利润增速更快。分品种看，酒庄酒增速较快，是未来重要的利润增长点。其中卡斯特酒庄酒销量同比增长30%以上，冰酒销量增长40%，解百纳增长10%多，普通干红增长10%多，甜酒增长20%多，白兰地、香槟酒、保健酒变化不大。

- 酒庄酒增速最快，是未来重要的利润增长点。09年卡斯特酒庄酒销量同比增长30%以上，将超过3000吨，冰酒销量增长40%，超过200吨，全部酒庄酒销量增幅预计可达40%。预计未来2年酒庄酒仍可保持30-40%之间的增长。
- 酒庄酒吨酒价格高，盈利能力强，卡斯特酒庄酒含税价26万元/吨，原来周围葡萄只能做1000吨产能，现在蓬莱培育了新的种植基地之后，产能大幅增加。
- 北京爱菲堡含税价30万元/吨左右，目前的产能500吨，暂无建设二期的计划。种植面积3000-4000亩，单位面积产量较低。
- 09年冰酒销量、收入增长40%、40%，价格变化不大，金钻、蓝钻、黑钻出厂价为150、250、350元/瓶。
- 凯利酒庄仍是贴牌生产，09年增长30-40%，100吨左右的销量，含税价15-16万/吨。
- 解百纳稳步增长。解百纳均价7万元/吨，解百纳08年销量18000-19000吨，09年可实现13%-15%的增长，预计2010-2011年销量增速可加快。
- 09年白兰地、香槟酒、保健酒变化不大。

西部原料基地大幅增长

成本葡萄酒占一半，85%的原酒自产，15%原酒外购。另外，包装30%，折旧7%，人工8%。

原料基地是张裕的短板，但近期扩张速度较快，短板有望得到弥补，酒质继续提高。公司短板在原料基地，普通干红以上级别酒用自产基酒，甜酒和低端白兰地用外购基酒。公司现在胶东半岛有12-13万亩，宁夏8000亩。公司09年基地扩张很快，新收的天珠酒业可控葡萄基地达12万亩。

东部原料基地。胶东基地运作了10多年，有12-13万亩，其中烟台有3、4000亩是自营基地，在蓬莱开发了酒庄酒葡萄基地。胶东基地降雨量多，病虫害多，对葡萄质量有一定影响。北京、辽宁原料基地运作了4、5年，北京种植面积3、4000亩，辽宁5000亩。

西部原料基地。土地便宜，葡萄质量好，没有病虫害，制约因素是水源。宁夏基地运作了3-4年，有自营基地8000亩，收购了新疆天珠酒业之后，宁夏暂无扩产计划。公司新收了新疆天珠酒业，可控葡萄基地12万亩，可以继续增加，现在有4-5万吨原酒产能。

盈利预测与投资评级

预计09-11年实现每股收益2.080、2.698、3.479元，分别同比增长23%、30%、29%，按照2010年35倍PE测算，12个月目标价为94.4，给予“买入”的投资评级。

表 1：盈利预测基本假设 单位：吨，百万元

	2009 E	2010 E	2011 E
销量			
解百纳	21432	25718	30862
酒庄酒	3836	5179	6732
普通干红	38844	44671	51371
甜酒	6882	7571	8328
白兰地	38406	43015	48176
销量收入			
解百纳	1319	1662	2094
酒庄酒	885	1315	1880
普通干红	1062	1105	1149
甜酒	68	70	73
白兰地	557	648	755

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：三大报表预测 单位：百万元

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	2,730	3,453	4,041	4,965	6,133
营业成本	-827	-1,036	-1,153	-1,347	-1,587
营业税金及附加	-186	-215	-242	-298	-368
营业费用	-625	-870	-1,030	-1,229	-1,490
管理费用	-178	-194	-202	-233	-288
财务费用	23	35	40	50	60
资产减值损失	10	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	2	3	3
营业利润	948	1,176	1,455	1,909	2,463
营业外收支	1	7	0	0	0
税前利润	949	1,183	1,455	1,909	2,463
所得税	-311	-289	-354	-477	-616
净利润	639	895	1,101	1,432	1,847
少数股东损益	3	0	4	10	12
归属于母公司的净利润	636	895	1,097	1,423	1,835

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1,323	1,749	2,545	3,165	3,939
应收款项	94	96	170	198	241
存货	836	998	775	964	1,157
其他流动资产	49	25	22	20	25
流动资产	2,302	2,867	3,512	4,347	5,363
长期投资	10	10	10	10	10
固定资产	689	883	994	1,171	1,275
无形资产	112	123	111	121	131
非流动资产	882	1,108	1,118	1,305	1,418
资产总计	3,183	3,974	4,630	5,652	6,780
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	472	822	766	959	1,140
其他流动负债	465	610	1,433	1,903	2,585
流动负债	937	1,432	2,199	2,862	3,725
长期贷款	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	19	0	0
负债	937	1,432	2,218	2,862	3,726
普通股股东权益	1,702	2,016	2,322	2,690	2,943
少数股东权益	85	85	90	99	112
负债股东权益合计	2,724	3,534	4,630	5,652	6,780
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	639	895	1,101	1,432	1,847
少数股东损益	3	0	0	0	0
非现金支出	60	59	78	106	125
非经营收益	-22	-44	89	-3	-3
营运资金变动	145	362	152	185	94
经营活动现金净流	824	1,271	1,420	1,720	2,063
资本开支	316	284	179	293	238
投资	0	0	-1	0	0
其他	148	-413	2	3	3
投资活动现金净流	-167	-697	-178	-291	-235
股权募资	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	19	-19	1
其他	-422	-580	-633	-791	-1,055
筹资活动现金净流	-422	-580	-614	-810	-1,054
现金净流量	235	-5	628	620	774

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

张裕A(000869)行情走势



相关研究报告

张裕 A(000869.sz)

汤玮亮

2009-05-05

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。