

消费强复苏，龙头最受益

我们的观点：

- **解百纳和酒庄酒销售超预期：**解百纳销量自 09 年 8 月份开始由负转正，全年增速约 14%。爱斐堡 09 年销量迅速放大，超出之前的预期；冰酒和卡斯特酒庄酒销量也增长 40% 以上。目前我国高端酒庄酒每瓶出厂均价约 280—350 元，产能尚不足万吨；和中高端白酒约 3 万吨的销量相比，上升潜力很大；此外葡萄酒酒精度数低，消费量的弹性应更大。我们认为，虽然长城等竞争对手亦逐步推出高端产品，但高端酒庄酒中短期仍将维持供不应求的格局。目前张裕卡斯特酒庄已面临产能瓶颈，但爱斐堡的放量可及时弥补市场对张裕酒庄酒的需求缺口。
- **2010 年葡萄酒消费将延续强劲走势：**葡萄酒产量增速和宏观经济增速的相关度十分明显，随着今年 GDP 的走高，预计 2010 年行业和公司销量增速将较 09 年有显著增长。从统计局月度产量数据中不难发现，禁酒令对葡萄酒消费的影响在饮料酒中是最小的；我们认为这和中国现阶段葡萄酒以理性的新贵商务人士为主流消费人群和以高档餐饮为主消费场合有关。
- **其他酒种将列入考核体系：**甜酒、香槟等其他酒种由于与葡萄酒的渠道和营销方式有显著差异，一直未能实现收入规模的复兴。公司今年计划将小酒种的销售收入列入考核指标，并配备营销经理指导；预计其收入规模将在考核激励下逐步扩张。
- **解百纳商标争议和投资恒丰银行对主营无实质影响：**解百纳商标的所有权归属对公司的经营并无负面影响，我们认为通过分享商标所有权，把解百纳品类做大，而以张裕品牌保持高占有率未尝不是好的结果。对于 10 亿参股恒丰银行，由于三季度公司的账面现金高达 20 亿元，这一财务投资行为对公司的分红和投资能力并不构成实质影响，且其 2.01x 的 PB 收购价格低于上市银行 08 年的平均 PB。
- **上调评级至买入：**09 年公司跑输沪深 300 近 27 个百分点，2010 年随着葡萄酒消费的强劲反弹，业绩优质的食品饮料龙头股将获得更多的溢价。公司章程规定分红率不低于 50%，根据我们的盈利预测，股价的分红回报率为 1.5%，拉低了投资成本。我们调高公司 09—11 年主营业务的 EPS 至 2.14、2.8 和 3.54 元，给予 2010 年主营 30xPE 估值和恒丰银行约 1.1 元估值（10xPE），6 个月目标价 85.1 元；上调评级至买入。

风险因素：

- 经济下滑导致中高端葡萄酒消费增速的下滑
- 进口葡萄酒消费比例不断上升

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

林 静

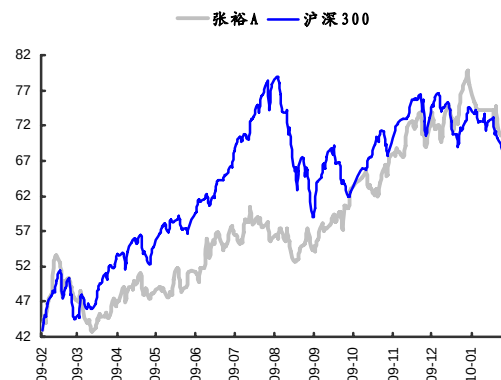
食品饮料行业分析师

8621-63325888 × 6077

linjing@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (上调)
股价 (2010 年 1 月 28 日)	72.6 元
目标价格 (6 个月)	85.1 元
总股本/A 股 (万股)	52728/10941
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告日期	2010 年 1 月 29 日

股价表现



财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万)	3,453	4,269	5,282	6,450
主营业务利润 (百万)	2,203	2,793	3,540	4,399
净利润 (百万)	895	1,129	1,477	1,867
每股收益 (元)	1.70	2.14	2.80	3.54
每股经营现金流 (元)	2.415	2.240	3.160	3.890
市盈率(X)	42.8	33.9	25.9	20.5
市净率(X)	14.6	12.2	10.0	8.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

主要假设

表格 1: 主要产品假设

吨价: 万	2008	2009F	2010F	2011F
解百纳	6.4	6.7	6.8	7.2
酒庄酒	22.2	22.9	24.4	26.1
普通干红	2.86	2.94	3.00	3.06
甜酒	1.12	1.14	1.17	1.17
白兰地	1.43	1.47	1.50	1.53
销量: 吨				
解百纳	18,864	21,505	25,806	30,967
%+/-		14.0%	20.0%	20.0%
酒庄酒	2,580	4,182	5,808	7,240
%+/-		62.1%	38.9%	24.7%
普通干红	34,872	38,360	42,196	46,415
%+/-		10.0%	10.0%	10.0%
甜酒	5,632	6,477	7,643	8,942
%+/-		15.0%	18.0%	17.0%
白兰地	36,743	38,580	41,667	44,375
%+/-		5.0%	8.0%	6.5%

附表：财务报表预测与比率分析

	2008	2009E	2010E	2011E	现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3,453	4,269	5,282	6,450					
主营业务成本	(1,036)	(1,198)	(1,399)	(1,631)	税后利润	895	1,129	1,477	1,867
主营业务税金及附加	(215)	(277)	(343)	(419)	少数股东损益	(0)	6	7	11
主营业务利润	2,203	2,793	3,540	4,399	非现金支出	21	23	17	6
营业费用	(870)	(1,076)	(1,321)	(1,612)	非经营收益	(4)	0	1	2
管理费用	(194)	(235)	(283)	(339)	营运资金变动	362	23	165	165
财务费用	35	32	42	55	经营活动现金净流	1,273	1,181	1,666	2,051
营业利润	1,176	1,514	1,979	2,504	资本开支	(284)	(134)	(110)	(175)
非经营性收益	7	0	0	0	投资与投资收益	0	0	0	15
税前利润	1,183	1,514	1,979	2,504	其他	0	0	0	0
所得税	(289)	(379)	(495)	(626)	投资活动现金净流	(284)	(134)	(110)	(160)
少数股东损益	0	(6)	(7)	(11)	募集资金	0	0	0	0
净利润	895	1,129	1,477	1,867	股息利息	(580)	(595)	(749)	(978)
EPS (元/股)	1.70	2.14	2.80	3.54	银行贷款变动	0	0	0	0
资产负债表 (人民币百万元)					其他	0	0	1	2
	2008	2009E	2010E	2011E	筹资活动现金净流	(580)	(595)	(748)	(976)
货币资金	1,748.6	2,200.5	3,008.7	3,923.3	现金净流量	409	452	808	915
应收款项净额	138.9	156.7	187.8	222.8					
存货净额	997.9	1,148.0	1,343.8	1,571.8					
其他流动资产	24.7	60.5	72.2	84.8					
流动资产总额	2,910.1	3,565.7	4,612.5	5,802.7					
长期投资	10.0	10.0	10.0	10.0					
固定资产	882.7	1,003.5	1,063.4	1,184.8					
无形资产及其他资产	122.9	123.6	119.3	115.2					
递延税款借项	92.0	92.0	92.0	92.0					
资产总计	4,018	4,795	5,897	7,205					
循环贷款	0.0	0.0	0.0	0.0					
应付款项	633.6	819.8	1,013.6	1,214.6					
预收账款	188.7	204.9	253.6	309.6					
应付工资	151.8	176.5	206.6	241.6					
应交税金	457.7	451.4	576.6	719.1					
应付股利	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0					
流动负债	1,431.9	1,652.5	2,050.3	2,484.9					
长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0					

	2008	2009E	2010E	2011E
比率分析				
增长率				
收入	26.5%	23.6%	23.7%	22.1%
息税前利润	21.7%	29.9%	30.6%	26.4%
净利润	40.7%	26.2%	30.8%	26.4%
边际率				
毛利率	70.0%	71.9%	73.5%	74.7%
息税前利润率	33.0%	34.7%	36.7%	38.0%
净利润率	25.9%	26.5%	28.0%	29.0%
收益率				
ROE	36.2%	39.2%	42.4%	43.9%
ROA	22.0%	23.3%	24.8%	25.8%
负债比率				
有息负债/权益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

负债	1,431.9	1,652.5	2,050.3	2,484.9	负债/资产	35.3%	34.5%	34.9%	34.7%
少数股东权益	85.4	91.8	98.9	109.4	估值比率				
股本	527	527	527	527	P/E	42.8	33.9	25.9	20.5
储备	2,016	2,519	3,206	4,039	P/B	14.6	12.2	10.0	8.2
股东权益	2,544	3,047	3,733	4,567	EV/EBITDA	30.5	23.5	17.7	13.7
负债和股东权益	4,018	4,795	5,897	7,205					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

林静 食品饮料行业分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn