

2010年3月23日

食品饮料行业

张裕 A (000869)

评级: 增持

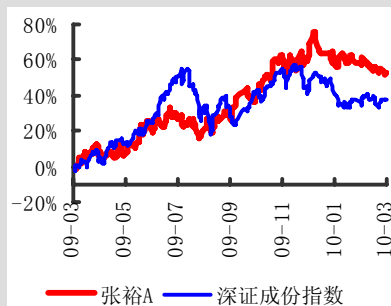
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

张裕 A 股价与深证综指对比:



酒庄酒力推公司利润增长

张裕在2010年春季糖酒会期间举行了投资者见面会,我们在成都和公司高管进行了深入交流,了解到公司近期的经营情况及将来的营销情况。

投资要点

- **葡萄酒行业将继续保持较快增长速度。**我国葡萄酒需求主要以沿海地区的商务性需求为主,随着外围经济逐步复苏,进出口贸易回暖将拉动商务用酒需求,未来几年行业增速将不低于15%。
- **2009年4月份以来公司销售情况逐步好转。**2009年第一季度公司业绩下滑,4月份开始销售保持增长。随着葡萄酒市场好转,2010年年1-2月份公司的销售情况延续2009年第四季度的增长势头。
- **酒庄酒是公司未来主要利润增长点。**2009年酒庄酒占公司收入20%以上,是公司主要利润来源。其中,卡斯特收入增速不低于40%,艾斐堡也有大幅增长,未来公司计划在新疆、宁夏、西安等地新建酒庄。由于酒庄酒销售增长较快,引起公司综合毛利率提高。
- **葡萄基地大幅增加,保障了公司的原材料供应。**目前公司的葡萄基地在烟台拥有7-8万亩,新疆拥有5-6万亩,宁夏拥有3-5万亩,陕西泾阳和北京也有一部分。
- **随着白兰地和香槟酒广告推广,将有利于提升相关产品销量。**2010年公司将在中央电视台做白兰地和香槟酒的广告,公司大力发展香槟酒主要是因为国外香槟酒市场份额为15%,而中国市场份额仅为2%,发展空间巨大。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2009~2011年公司分别实现每股收益2.07元、2.54元、3.27元。根据2010年3月24日收盘价计算,对应的动态PE分别为32倍、27倍、21倍。按照2010年30倍PE测算,12个月目标价为76.2,我们给予公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**我国外围经济出现下滑;酒庄酒销售增长低于预期;进口葡萄酒冲击较大。

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3453	4017	4889	6085
同比(%)	26%	16%	22%	24%
净利润(百万元)	895	1093	1337	1722
同比(%)	41%	22%	22%	29%
毛利率(%)	70.00%	71.36%	71.51%	72.42%
每股收益(元)	1.70	2.07	2.54	3.27
P/E	39.58	32.45	26.52	20.60

公司未来展望

张裕一直追求持续稳定的发展。经过近5年快速发展（收入增长20%以上，利润增长40%以上），由于基数变大，管理难度加大，发展速度会有所减缓，但不会低于行业增速（不低于15%）。

另外，每年分红不低于可分配利润的50%，公司分红追求可持续性。

国外葡萄酒冲击

葡萄酒的质量和性价比是决定市场份额的最关键因素。

洋酒来扩张是个好事，这样可以让消费者更加了解葡萄酒，从而把葡萄酒行业这个蛋糕做大。“先建品牌，再做渠道”是国外厂商进入中国市场的必由之路，但目前仍未看到那个国外厂商这样做。

2009年广东葡萄酒销量全国第一，据广东省一位业内人士分析，未来3-5年，洋酒会占到40%（其中还包括白兰地）市场份额，国产酒占到60%。洋酒占40%应当是高峰，之后占有率开始下滑。

公司经营近况

2009年4月份以来公司销售情况好转。

2009年第一季度业绩下滑，4月份开始销售保持增长。2010年市场好转，今年1-2月份的销售情况会延续去年4Q的势头，同比有不可比因素（去年春节在1月，经销商提前拿货）。

张裕在福建销量下滑，主要原因是：1、国内中低档品牌冲击（主要因素），09年下滑了8%。2、金融危机的影响（次要因素）。今年1-2月份福建销售已有了明显的改善，大幅提升。国内成熟市场出现迹象：洋酒（温州市场占比40%，去年下滑十分明显）消费理性化，性价比是第一位。

酒庄酒仍是公司未来发展的重点。

1、酒庄酒。酒庄酒是公司的重中之重，2009年占收入20%以上，是公司主要利润来源，由于销售增长较快，从而引起毛利率提高。卡斯特不低于40%增速，艾斐堡也有大幅的增长，未来公司将在新疆、宁夏、西安建设新的酒庄。预计北京酒庄能有500-600t，公司还是认为酒庄酒可以快速发展。

艾斐堡没有纯粹的考虑盈利问题，主要是考虑到怎样让张裕走向国际化，这就必须从北京和上海2个城市走向国际化。目前有1000吨产能，并且在周边又买了500亩地，种植葡萄和建立工厂，2009年已经盈利。

公司最初是担心卡斯特的商标问题（被温州商人注册了），但最终被认定为不侵权。

2、低档酒。2009年提出发展低档酒，（张裕这边一直也有困惑），做好高端酒的同时，开始发展低档酒，去年增速大概20%，今年会继续做，但不会大面积的推广，至于那个价位以下的不做，现在还没有确定。

3、代理酒。销售占比只有0.01%，公司代理酒只是想把代理的品牌做大，因为拥有自主只是产权。

葡萄酒厂商不同战略引发市场格局变化。

一线品牌：长城、王朝。二线品牌：新天、威龙等。

市场格局：主要是各个厂家自身战略问题导致。张裕目前只拿出2/3的资源在和其他厂商竞争，另外1/3的资源用于白兰地和保健酒等产品。张裕目前收入增长快于销量增长，利润增长快于收入增长。

2009年上半年：销量：长城=张裕+王朝；收入：张裕=长城+王朝；利润：张裕=（长城+王朝）*1.6/1.7

原材料基地大幅增加。

公司葡萄基地有三种形式：a、酒庄+基地b、长期租用（30年）c、跟当地农民、机构签订长期购销合同（95%的占比），公司给予技术支持。

葡萄园：目前公司在烟台拥有7-8万亩，新疆5-6万亩，宁夏3-5万亩，陕西泾阳和北京也有一部分。

公司战略与营销

品牌和质量是葡萄酒企业的核心竞争力。

公司战略：牢牢掌控中高端葡萄酒市场首位。

品牌建设：公司广告投入占销售收入10%-15%左右，销售费用的增长不会超过销售收入的增长。

关于解百纳商标一事，目前已经由北京中院判决，但没有明确结论，中粮目前又在北京高院起诉。

价格策略：不会像白酒一样直接提价，而是重新设置新品牌，改变产品结构来变相提价。

2010年公司将主要在央视做广告推广。

渠道细分：华东商超占比较高，西北商超占比较低，全国平均占比约为50%。

三级价格体系：经销商、超市、消费者。

五大消费地：浙江、江苏、山东、上海、北京

营销费用：2010年公司总体营销费用没有大变化，主要是把一些营销费用换到中央电视台做广告，今年会在央视上看到白兰地、香槟酒的广告。公司大力发展香槟酒主要是国外这个市场占15%，中国只占2%，发展空间巨大。

盈利预测与投资评级

我们预计2009~2011年公司分别实现每股收益2.07元、2.54元、3.27元。根据2010年3月24日收盘价计算，公司2009~2011年动态PE分别为32倍、27倍、21倍。考虑到公司在葡萄酒行业中的龙头地位，按照2010年30倍PE测算，12个月目标价为76.2，我们给予公司“增持”投资评级。

表格 1 张裕A分业务销售收入预测（百万元）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
葡萄酒							
收入	1340	1631	2125	2742	3236	3980	4975
同比（%）	45%	22%	30%	29%	18%	23%	25%
毛利率（%）	67%	69%	72%	72%	73%	73%	74%
白兰地							
收入	363	395	450	526	579	683	853
同比（%）	21%	9%	14%	17%	10%	18%	25%
毛利率（%）	61%	60%	63%	64%	64%	64%	64%
保健酒							
收入	81	98	101	119	125	131	138
同比（%）	-18%	21%	3%	18%	5%	5%	5%
毛利率（%）	63%	65%	62%	64%	64%	64%	64%

香槟酒							
收入	20	21	26	30	32	35	40
同比 (%)	29%	5%	24%	15%	5%	10%	15%
毛利率 (%)	35%	33%	46%	50%	50%	50%	50%
合计							
收入	1804	2145	2702	3417	3971	4828	6006
同比 (%)	35%	19%	26%	26%	16%	22%	24%
毛利率 (%)	65%	67%	70%	70%	71%	71%	72%

数据来源：公司年报，日信研究

表格 2 张裕A盈利预测表（百万元）

	2008	2009 E	2010E	2011E
一、营业收入	3453	4017	4889	6085
减：营业成本	1036	1151	1393	1678
营业税金及附加	215	250	304	378
营业费用	870	1011	1229	1529
管理费用	194	225	274	341
财务费用	-35	-41	-49	-62
资产减值损失	2	0	0	0
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	4	2	2	2
二、营业利润	1176	1423	1740	2222
加：营业外收入	10	12	14	18
减：营业外支出	3	3	4	5
三、利润总额	1183	1431	1750	2234
减：所得税费用	289	336	408	508
四、净利润	895	1096	1342	1727
归属于母公司净利润	895	1093	1337	1722
少数股东损益	0	3	5	5
五、每股收益（元）	1.70	2.07	2.54	3.27
股本（百万股）	527	527	527	527

数据来源：公司年报，日信研究

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系方式:

日信证券有限责任公司

地 址: 内蒙古呼和浩特市锡林南路 18 号 邮政编码: 010020
电 话: 0471-6292477 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司北京分公司

地 址: 北京市西城区闹市口 1 号长安兴融中心西楼 11 层 邮政编码: 100031
电 话: 010-88086830 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司 (其他分支机构)

北京营业部

北京市西城区新街口北大街 3 号星街坊购物中心 6 层
营业部咨询电话: 010-82200210/82200220 传真: 010-82200213

呼和浩特营业部

内蒙古呼和浩特锡林南路 18 号
营业部咨询电话: 0471-6292456 传真: 0471-6292477

通辽营业部

内蒙古通辽市和平路中段 178 号
营业部咨询电话: 0475-8266873 传真: 0475-8266873

乌兰浩特兴安北大路营业部

内蒙古乌兰浩特市财政大楼
服务部咨询电话: 0482-8226224 传真: 0482-8234960