

朱卫华 0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn

董广阳、黄珏 0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

2010年4月8日

张裕 A(000869.SZ)/ 67.60 元

全国战略，分类营销

糖酒会见闻录（2010 春季成都）之七

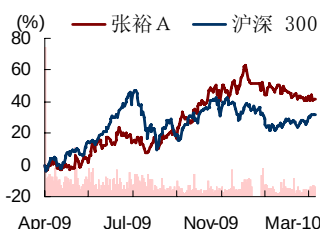
投资评级： 强烈推荐-A
评级调整： 维持
目标估值：

基础数据

总股本（万股）	52728
流通股本（万股）	13577
总市值（亿元）	356
流通市值（亿元）	92
52 周股价	46.9-77.9 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	10	46
相对表现	-7	-3	14



相关报告

1、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）》系列之一到六

公司在糖酒会期间召开了投资者见面会，阐释了其全国战略、分类营销的策略，我们认为公司已经发展到一个新的阶段，业绩可以持续看好，预计公司 09-11 年 EPS 分别是 2.12、2.65、3.38 元，维持“强烈推荐-A”评级。

- **09 年初低谷之后经营持续好转。**公司称，09 年一季度同比下降之后，市场持续好转，并保持到今年。今年 1、2 月份形势不错，当然这里也有春节较晚的缘故。09 年最大市场福建同比下降了 8 个百分点，今年 1-2 月份有大的回升，福建的恢复，说明市场基础好。地区增量最大的：浙江、江苏、山东、上海、北京，还是沿海地区。公司称，2002 年以来，收入复合增长率超过 25%，利润超过 40%，这两年收入基数大了，速度慢了些，不过公司增长速度仍不低于行业平均水平。
- **全国战略、分类营销。**市场开发方面提出全国战略，没有单立长三角、珠三角为所谓重点市场。公司要求都要做好，每个省都要争第一，中高档也要第一。公司去年提出的细分市场分类营销，因为不同消费者有不同需要。公司目标是用五年时间把每个酒种大体系做起来，去年做了基础性工作，成立各酒种营销部，提出制度性东西，今年目标更具体了，每个酒种指标都落实到个人头上。回顾张裕的发展历史，是从一个产品低档、小而全的公司，依靠百年张裕的品牌积淀，先聚焦葡萄酒，重点打造解百纳、酒庄酒提升产品档次，形成销售规模，品牌形象得到巩固提升，然后，公司再逐步提升白兰地、到全面推动保健酒、起泡酒等酒种的发展，这个策略是非常成功的。
- **细分产品切出市场。**公司称，09 年全国葡萄酒产量 90 万吨，公司葡萄酒销量 6.5 万吨、高档 4000 吨（包括冰酒）。产品结构上，中档的解百纳、高端的酒庄酒都在快速增长，认为葡萄酒还要大发展，要进入家庭，如果市场饱和了，公司还有其它品种，如香槟酒，香槟酒在国外是很大的酒种（我们客观地说，公司香槟酒的质量不高，尚需引进法国技术重新打造），公司不简单提价，更多是推出新品类的酒来结构升级，张裕大品牌，下面要有各种子品牌。
- **加大央视广告投入以配合全国战略。**有人反映经销商称价差投入减少了？公司回答，每款产品的价差设计都把市场投入的钱留出来，原来放在代理商那里，现在收回来统一做，去年年底从代理商处拿回来一部分放在央视，其实整体投入没有减少。今年央视除了解百纳、爱斐堡广告，现在白兰地广告、冰酒广告等也多起来。营销费用率长期稳定，比如白兰地的广告投入占收入 10~15%，包括广告与渠道的整个费用增长不超过收入增长，不会影响经营。

公司认为进口酒威胁不大

- **福建的一度下滑是否说明洋酒威胁加大了？公司认为影响是有限的。**洋酒一直在增长，当然也许没有洋酒，公司的路会更顺利。不过公司认为 09 年福建下滑主要还是自己的原因，今年已经恢复了。
- **公司表示欢迎洋酒进来，共同做大葡萄酒市场蛋糕。**现在葡萄酒行业收入总共不到 300 亿元，相比于白酒、啤酒、家电来说，只是一点点，洋酒进来对于葡萄酒市场的蛋糕扩大是有贡献的。公司认为，关键是要练好内功，争取获得更大份额，特别提到，洋酒销售经一级级加价，到酒店里都要几百上千，认为消费者考虑性价比会做出理性选择。我们认为，竞争哪里都有，如何做好应对最关键。现在超市里一些洋酒价格不到百元，质量不错，加上很多酒店允许自带酒水，消费者尽管不清楚具体品牌，但会尝试性的选择法国、澳洲、智利的酒进行消费，这在广东、福建厦门等地已经蔚然成风。我们在过去报告中提到，自带酒水影响更多的会是长城，这将会使长城在买断渠道方面的优势黯然失色，所以长城更要积极应对。
- **公司结合其他专家与自己的判断认为，洋酒占有率达到 40%后是有可能回落的。**公司认为现在格局与十年前啤酒市场差不多，那时百威等外资品牌很多。99 年广东洋酒占比曾达到 40%的高峰，因为法国葡萄酒牛血净化剂丑闻而下来，未来也许不会发生这么大事，不过温州是洋酒市场占有率最高的地方，40%，去年下半年就出现了下滑，消费者会根据性价比比较的，质量是关键。再者，洋酒要有没有人拿钱来投品牌、渠道，都是让代理商做，代理商也要赚钱的。公司的说法有些道理，我们曾在《糖酒会见闻录之三 - 葡萄酒行业竞争格局分析（张裕、长城、新天国际）》2008/4/6 中对洋酒代理模式做过重点分析。40%的数字也非常值得重视并研究，不过以原装进口葡萄酒计，全国平均占比刚刚突破 10%，正处于高速增长状态，未来能否止于 40%仍有待观察。

搭建酿酒葡萄总体框架

- **张裕酒庄酒酿酒师都请自国外。**洋酒靠什么？品种 + 配酒技术，七分原料，三分工艺。公司认为在品质上与好的洋酒并无差异。冰酒酿酒师是加拿大的，卡斯特酿酒师是意大利的，爱斐堡酿酒师是法国的。这次奥巴马造访中国，张裕百年酒窖被定为接待用酒。
- **酿酒葡萄总体框架搭起来了。**烟台的框架搭起来主要做中高档酒。去年底以 6000 万元控股新疆天珠酒业 60%股权，天珠酒业先后和石河子农八师 121、141、144 等农场签订了 20 年的酿酒葡萄种植购销合同，面积达 4.8 万亩，今年天珠酒业已可年加工和发酵葡萄 5 万吨，生产优质葡萄原酒 3.5 万吨，成为国内最大的葡萄原酒生产加工型企业之一。加上宁夏 3 万亩，陕西不多有点，在张裕规划的 23 万亩葡萄酒基地中，西部产区种植面积近 2/3。
- 公司投资项目完全是围绕葡萄酒项目，如原料基地、瓶塞、胶帽。
- 公司目前没有在国外收购原料基地的考虑，主要是国外风险管理问题多。

酒庄酒：爱斐堡将成为重点

- 酒庄酒 09 年占 1/4 强的收入，各品类中增长幅度最大。其中张裕卡斯特不低于 40% 增长，爱斐堡 20% 增长，整体毛利率稳步提高。
- 北京爱斐堡酒庄：投资上亿元，是个特例，酒庄一般只需要酿酒、储存，不一定要配上酒店的，公司考虑酒庄同时能满足北京郊区周末旅游的需求。公司称，现在周末房要提前三五天才订得到房，在酒庄住宿可安静品尝酒，去年酒庄就有盈利，收入来自三方面：1、生产酒，2、旅游，3、住宿。生产酒方面，如果今年能到 500、600 吨的话，明年就能满足一期 1000 吨的产能了；旅游要看多少游客，有门票、纪念品的收入。三块业务分开考核，估计花 6、7 年能收回投资额。将来在周边再买 400 亩地，用于酿酒葡萄种植与厂房改造。北京是长城、王朝的重镇，设立酒庄也有营销的考虑。
- 张裕卡斯特酒庄：04 年以来一直在扩产，原 3000 吨已满产，现在可做 5000 吨。认为将来没有太大必要再扩，北京酒庄已经跟上来了。“张裕卡斯特”商标问题：卡斯特中文商标已被温州商人抢注，但通过法院诉讼，“张裕卡斯特”不构成对“卡斯特”的侵权，法律上是个定心丸。不过我们感觉公司已经逐步要放弃张裕卡斯特，广告投入主要也投在爱斐堡、冰酒上，投在张裕卡斯特上的不多。在无空中广告支持的背景下，张裕卡斯特能取得不低于 40% 的增长实属不易。
- 公司代理国外小酒庄作为酒种的补充，体系不冲突，目前代理品只占 1.01%，很小比例，认为消费者更认张裕葡萄酒。公司与国外其它酒庄联合，有利于张裕品牌的对外输出，而公司代理品牌的知识产权在国内的都属公司的，吸取卡斯特以前的教训。
- 品牌上将来要做更多的高档品牌，不同产地、风格、品种来区分定位。

解百纳：商标案对公司无损

- 解百纳商标案是知识产权界的一个大案，北京中院一年半的裁定判决，与一般不同的是，并无胜败之分，而是发回商标委（被告）重新裁定商标，控辩双方都提出了新的证据。中粮方面向北京高院提出申诉，可能 4 月份审理，对公司没有任何影响。我们也是这么认为，张裕解百纳是通过品牌聚焦、品质提升，从市场竞争中斩获百分之七八十的市场份额，商标如能裁决给张裕，对张裕则是锦上添花的好事，不能裁决给张裕，的确无影响。

低档酒：战略的需要

- 低档酒启用“麟球”品牌。公司称，过去五年是做最好的葡萄酒，最好最贵的，低档酒是否发展是困惑的，最后出于战略考虑还是决定推出。主要是国内市场，中低档量有很大需求，去年这块业务增长近 20%，远高于前两年，不过价格也有个范围，以下的就不做了。我们认为最主要的因素可能是自有葡萄基地头几年的葡萄只能做低档酒，公司目前也有能力高中低全面发展。低档酒目前的销售还是大流通的模式。

分红：会持续稳定

- 投资恒丰银行，公司称是反复论证的，主要是公司帐上现金太多闲置，怎么把现金用好？公司这几年分红力度很大，但把未分配利润全部分出去，在目前环境下也不太合适（我们认为，的确不合适，这会让持股员工获得大量现金，滋长贵族病）。公司称，投资恒丰银行后，对分红政策不会有影响，公司有两个前提：一是保证生产经营，二是不影响现金分红；将来业绩做出来，分红持续稳定，公司章程中规定分红比例不低于 50%。
- 富余资金管理，能否回购股票？公司称这个问题很复杂，不方便说，如果便宜的话，但目前无考虑。

参考报告：

- 1、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之六-郎酒：群郎所过_所剩无几》2010/4/6
- 2、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之五-山西汾酒（600809）新模式培训提升经销商业能力》2010/4/6
- 3、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之四-水井坊（600779）销售转型孕育发展》2010/4/2
- 4、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之三-金种子酒（600199）-终端制胜的典范》2010/3/30
- 5、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之二-酒鬼酒（000799）招商引资过亿元》2010/3/29
- 6、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之一-古井贡酒（000596）五年大发展，市值扩三倍》2010/3/22
- 7、《食品饮料业 2010 年 2 月月报-布局一季报行情》2010/2/2
指出山西汾酒、古井贡酒一季报当属不错。
- 8、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。