

2010年5月14日

食品饮料行业

张裕 A (000869)

评级: 增持

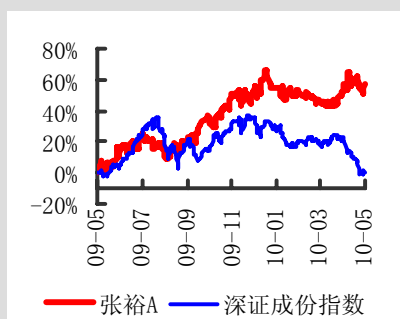
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

张裕 A 股价与深证成指对比:



相关研究:

《张裕 A 调研简报: 酒庄酒力推公司利润增长》2010年3月23日

《张裕 A 年报点评: 年度计划落实将保障公司业绩增速达 25%》2010年4月16日

红酒行业龙头未来五年成长路径清晰可见

张裕于2010年5月12日举行了投资者见面会,我们在烟台主要就葡萄酒行业现状、进口葡萄酒的冲击、公司产能、原材料等问题与公司高管进行了交流沟通,了解到公司近期及未来的生产、经营等情况。

投资要点

- **产品结构调整仍是公司未来发展的重头戏。**百年酒窖、酒庄酒、解百纳三大战略产品支撑着公司未来以中高端产品为主的产品结构。其中,酒庄酒5年后规划做到1万吨,解百纳5年后规划做到5万吨。
- **公司计划5年后产量达25万吨 (CAGR达14%), 将保障公司持续增长。**公司计划未来5年总产量达25万吨,其中葡萄酒、白兰地、香槟、保健酒及其他产量分别达13万吨、7万吨、3万吨、2万吨。2010年公司产能将达到13-14万吨,目前公司计划在烟台西郊、新疆、宁夏、西安等地新建项目,这将保障公司未来的持续增长。
- **市场营销的加强有利于公司多种类产品的销售。**1、细分市场和分类营销。公司未来将对市场进行细分,用不同的营销体系和营销方法应对不同的产品市场,进而加强自身营销能力。2、自身销售队伍建设。公司现有2000人的销售队伍,未来5年仍需要3000人的销售队伍,用以满足不断增长的多种类产品。3、市场投入。公司2010年主要在央视等电视媒体培育品牌影响力,同时将大量的市场投入放在终端,最终达到“决胜在终端”。
- **葡萄基地大幅增加,保障了公司的原材料供应。**为了保障自身的原材料供应,公司未来的葡萄园基地将大幅增加,未来5年葡萄园基地将达到22万亩。目前公司的葡萄基地在烟台拥有4-5万亩,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。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益2.66元、3.48元、4.59元,对应的动态PE分别为28倍、21倍、16倍。按照2010年30倍PE测算,对应股价为79.8元,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;进口葡萄酒冲击较大。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	4199	4983	6092	7553
同比 (%)	21.60%	18.68%	22.25%	23.98%
归属母公司净利润 (百万元)	1127	1404	1833	2419
同比 (%)	26.06%	24.57%	30.54%	32.02%
毛利率 (%)	71.61%	72.01%	72.36%	72.83%
每股收益 (元)	2.14	2.66	3.48	4.59
P/E	-	27.70	21.22	16.07

公司四大战略规划（未来五年）

一、产品结构调整

1、公司产品战略将来主要为中高档产品战略。①成立百年酒窖，打造最高端产品。②酒庄酒战略，5年规划做到1万吨。③解百纳战略，未来5年计划做到5万吨。

2、产量规划。公司计划未来5年总产量达25万吨，其中葡萄酒、白兰地、香槟、保健酒及其他产量分别达13万吨、7万吨、3万吨、2万吨。

其中，公司白兰地产品将来的主要精力将放在中低档市场（40-100元），因为中国95%以上的市场都集中在此价位。香槟酒在国内的发展前景非常看好，因为国外香槟酒占总消费量的5%-15%，中国目前只占2%。

表格 1 张裕产量规划（万吨）

	2009	2014E
葡萄酒	8	13
白兰地	4	7
香槟	-	3
保健酒及其他	-	2
合计	-	25

数据来源：公司调研，日信研究

二、市场营销

1、细分市场、分类营销。因为张裕目前产品线较为丰富，酒种较多，以前就旧有的营销体系已经不能很好的适应现有的多种类产品销售。公司未来将对市场进行细分，用不同的营销体系和营销方法应对不同的产品市场，进而加强自身营销能力。

2、自身销售队伍建设。公司现有2000人的销售队伍，未来5年仍需要3000人的销售队伍，用以满足不断增长的多种类产品。

3、市场投入。公司2010年在市场方面的预算为5亿元，包括：①在央视等电视媒体培育品牌影响力，今年会在央视上看到公司白兰地、香槟酒的广告。②大量的市场投入放在终端，最终达到“决胜在终端”。同时，公司在2010年开始实施新的考评办法，保证代理商对公司的各个品种都要卖，不能只卖最赚钱的品种。

三、产能扩张

2010年公司产能将达到13-14万吨，这也是公司目前的最大产能。公司计划在烟台西郊、新疆、宁夏、西安等地新建项目。

表格 2 张裕新建项目规划

地址	新建项目
烟台西郊	征地1600亩，建立国际上最先进的葡萄酒生产基地
新疆	2个发酵车间、1个生产车间、1个酒庄
宁夏	1个发酵车间、1个生产车间、1个酒庄
西安	已有2个灌装车间、计划新建1个酒庄

数据来源：公司调研，日信研究

四、原材料

目前公司原材料基地大幅增加，目前公司的葡萄园在烟台拥有4-5万亩，新疆5-6万亩，宁夏3-5万亩，陕西泾阳和北京也有一部分。

表格 3 张裕葡萄园基地规划（万亩）

地区	现有面积	计划面积
烟台	4-5	7
新疆	5-6	8
宁夏	3-5	7
合计	-	22

数据来源：公司调研，日信研究

公司未来面对的三大问题

一、国外葡萄酒冲击

1、洋酒的冲击说明中国的葡萄酒市场发展好，有利于共同把中国葡萄酒行业这个蛋糕做大。

2、面对冲击我们没法改变，那我们应当怎样面对？①做好自己的品牌与品质，与狼共舞。张裕是股份制公司，有多家国外资本参与，制度等已经非常健全，不惧怕任何竞争，完全可以做成百年老店。②宣传国外部分葡萄酒的品质很差，产品参差不齐，鱼龙混杂。③做好自身的市场体系和营销体系。公司拥有一个卓有成效的市场网络体系，这才是公司的核心竞争力之一。“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。

二、人才瓶颈

公司发展较快，目前发展中面对一定的人才瓶颈问题。张裕的管理层已经开始解决此问题。

三、公司预期问题

公司未来的发展取决于公司自身的基础工作，全靠企业自身的努力发展，2010年发展不会太差，一季度数据不错。

投资者提问

1、高端葡萄酒下一步规划。

张裕现有7个酒庄，其中国内3个，国外4个。国内3个分别为卡斯特，爱斐堡、冰酒酒庄。国外4个分别为新西兰1个，法国2个，意大利西西里岛1个。

未来规划：在西部还要新建一些酒庄，其中新疆1个，陕西1个，宁夏1个。

公司战略：主要以中高档酒为主，未来5年内公司酒庄将达到10个。

2、公司销售渠道。

公司80%以上的收入来源于葡萄酒。①东部地区，餐饮比商超比例高一些②中西部地区，商超高于餐饮。其中，餐饮包含夜场，商超包含团购、专卖店、名烟名酒店等。

总体来看，餐饮和商超各占50%。

3、禁酒令对公司的影响。

很小，目前还看不出来影响。

4、品牌塑造问题。

品牌塑造上，张裕以前做的不太多，并且主要针对各个酒种，企业整体形象广告做比较少。公司目前和国际化的大企业合作，现在已经是一个国际化大企业，不是过去的百年老店，会综合考虑品牌问题。

5、四大酒庄酒的销量和销售收入问题。

表格 4 张裕主要酒种2009年销量和收入增长情况（吨）

	销量	销量增速	销售收入增速
卡斯特	3300	40%	40%
爱斐堡	400	超过150%	超过150%
冰酒	240	40%以上	40%以上
解百纳	23000	18%	18%
葡萄干红	-	13%	13%
合计	130000	-	20%以上

数据来源：公司调研，日信研究

6、商标问题。

公司商标是个历史遗留问题，将来如何注入上市公司也是个问题。因为商标使用费分十年摊销，故注入可能导致摊销费用超过当前使用费，现在公司正在研究探讨这个问题，目前仍没有定论。

7、新疆天珠收购问题。

公司收购其60%的股权，另外40%股权，一部分归当地农场，一部分归此前大股东持有。目前公司没有考虑进一步收购。

8、恒丰银行入股问题。

公司每股3元入股，当前法律程序还在进行，入股价格还是比较合理的。

怎样退出：对恒丰银行投资的退出安排仍不清楚，可能会选择流通股退出、协议转让等方式。

怎样看待这笔投资：①是公司正常的财务投资，如果公司去银行存款，回报会很低。我们要给股东回报，聘请了专业的财务顾问，是管理层综合考虑才做的决定。如果以后有更好的投资机会，没有多少风险，公司还会参与。②公司以后仍会专注于葡萄酒产业，继续做好自己的实业。

9、公司未来毛利率变化情况。

2009年公司酒庄酒和解百纳均平稳增长，未来五年公司仍实施以中高档为主，全面发展的产品战略，中低档产品只是占取部分市场份额，对毛利率不会有大的影响。毛利率还将保持稳定上升的趋势。

10、2010年成本费用问题。

排除不可控因素，营业成本会有所下降，主要是自产葡萄增加所致。公司目前有费用控制目标，确定了降低目标，但要和市场、品牌投入等相配合。

11、食品安全问题。

公司高度重视食品安全：①公司葡萄基地里面喷洒的不是敌敌畏，喷洒的不是农药。②公司有一套严格的发酵、生产、过滤方式，从工艺上解决食品安全问题。③公司还采取了其他各种措施，用以预防食品安全事故发生。

12、未来展望。

未来中西部地区的发展速度将加快，需求增长将很快到来。张裕在沿海的发展轨迹在中西部地区将会重演，中西部地区将是公司将来增长的亮点。

附表 1 利润预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	4199	4983	6092	7553
减：营业成本	1192	1395	1684	2052
营业税金及附加	253	300	367	455
营业费用	1094	1196	1329	1489
管理费用	220	261	319	396
财务费用	-30	-36	-44	-54
资产减值损失	1	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	2	2	2
二、营业利润	1472	1869	2438	3218
加：营业外收入	29	0	0	0
减：营业外支出	2	0	0	0
三、利润总额	1499	1869	2438	3218
减：所得税费用	363	454	592	782
四、净利润	1136	1415	1846	2436
归属于母公司净利润	1127	1404	1833	2419
少数股东损益	9	11	13	16
五、每股收益（元）	2.14	2.66	3.48	4.59
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。