

未来五年大发展

张裕 A 投资者交流会点评

报告关键点:

- 坚持中高端和多酒种的产品战略;
- 生产规模5年翻一番;
- 大力建设葡萄基地;

报告摘要:

- 坚持中高端和多酒种的产品战略:** 张裕在4个酒种中坚持以葡萄酒为主,其中“百年酒窖”作为顶级产品限量生产;酒庄酒作为公司未来发展的重点,在目前7个酒庄4000吨产能的基础上再建3家达到10000吨的规模,成为未来公司主要的盈利产品系列;解百纳5年内将由30000吨增加到50000吨。大力发展葡萄酒的同时,公司也逐步增加其他酒种的生产规模。其中,白兰地的生产规模由4万吨增加到7万吨,保健酒和起泡酒各达到2万吨。
- 生产规模5年翻一番:** 目前公司的年生产能力为13-14万吨,已经满负荷生产。未来5年公司投资几十亿元将产能扩大到25万吨。除了在烟台西郊开发区建设1600亩世界最先进的葡萄酒生产基地外,公司还将在新疆建设2个发酵厂、1个灌装基地和一个酒庄。在宁夏银川建一个发酵厂、1个灌装基地和1个酒庄。西安在已有的基地基础上建一个酒庄,生产规模5年翻一番。
- 大力建设葡萄基地:** 从去年开始,为配合25万吨的生产规模,公司将在烟台4万亩的葡萄种植基地的基础上再增加3万亩;在新疆石河子地区与农八师合作,建成8万亩的葡萄种植基地;在宁夏银川和青铜峡市与当地农垦局联手建设7万亩的葡萄基地。这样张裕在我国最好的葡萄产区未来5年将保证拥有30多万亩的葡萄种植基地,完全能够满足生产的需要,从根本上保证了产品的品质。
- 盈利预测和投资评级:** 目前我国葡萄酒行业仍处于导入和培育期,市场的发展空间巨大。张裕作为葡萄酒行业的龙头企业,正处于发展的黄金阶段。公司抓住当前行业发展的有利时机积极发展以酒庄酒为代表的高端产品,抢占我国优秀的葡萄生产资源,利用竞争对手当前因生产经营的种种问题发展缓慢的机会迅速扩大产能,同时在其深度分销的基础上进一步细分市场,分类营销,以保障消化扩大的产能。由于生产和建设周期以及市场培育等原因,效益的体现会在3年之后。我们维持之前对公司的盈利预测,2010-2012年的EPS分别为2.56, 3.08和3.71元,结合公司的品牌地位给予30倍PE,6个月的目标价为76元,维持增持-A的投资评级。

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

76.00 元

期限: 6个月 上次预测: 76.00 元

现价: 73.80 元

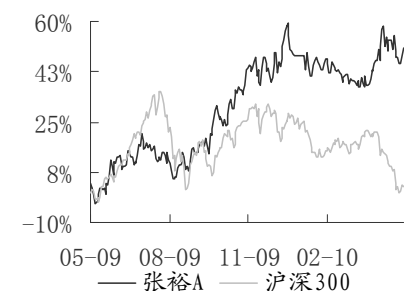
报告日期:

2010-05-17

市场数据

总市值(百万元)	38,913.26
流通市值(百万元)	10,020.17
总股本(百万股)	527.28
流通股本(百万股)	135.77
12个月最高/最低	47.95/78.15 元
十大流通股股东(%)	38.49%
股东户数	14,688

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.90	15.65	48.26
绝对收益	0.35	3.86	50.83

研究员

李铁

行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210010314

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,453.4	4,199.4	5,152.3	6,165.7	7,378.4
Growth(%)	26.5%	21.6%	22.7%	19.7%	19.7%
净利润	894.5	1,136.0	1,400.6	1,684.1	2,033.4
Growth(%)	40.7%	26.0%	19.7%	20.2%	20.7%
毛利率(%)	70.0%	71.6%	71.8%	71.9%	72.0%
净利润率(%)	25.9%	26.8%	26.2%	26.3%	26.5%
每股收益(元)	1.70	2.14	2.56	3.08	3.71
每股净资产(元)	4.99	6.02	7.24	8.72	10.49
市盈率	41.8	33.2	27.7	23.1	19.1
市净率	14.2	11.8	9.8	8.1	6.8
净资产收益率(%)	34.0%	35.8%	36.7%	36.6%	36.8%
ROIC(%)	75.2%	103.8%	120.8%	109.3%	144.2%
EV/EBITDA	30.1	23.7	19.2	15.6	12.7
股息收益率	1.6%	1.7%	2.0%	2.4%	2.9%

前期研究成果

- 张裕 A: 酒庄酒发力, 业绩略超预期
2010-04-18
- 张裕 A: 三季度业绩继续大幅增长
2009-10-26
- 张裕 A: 二季度大幅增长, 业绩符合预期
2009-08-10

5月12日我们在烟台参加了公司举办的投资者交流会，会上公司董事长孙利强先生向我们介绍了公司未来5年的发展规划。

1. 坚持中高端和多酒种的产品战略

公司未来5年的产品战略为坚持中高端和多酒种的发展战略。

1.1. 中高产品战略

张裕的4个主要酒种分别葡萄酒、白兰地、保健酒和起泡酒。其中葡萄酒为公司贡献了80%的业绩。公司未来5年公司仍以葡萄酒为发展重点，而且特别强调了发展中高档产品。其中，“百年酒窖”将被打造成为最高端的产品，限量生产。我们认为，这种超高端的产品，主要用来树立公司形象，对公司业绩的贡献有限；酒庄酒作为高端产品的代表，是公司未来发展的重点。目前张裕在国内外共有7个酒庄（中国境内3个：卡斯特、爱斐堡和黄金冰酒酒庄；法国2个、意大利1个以及新西兰1个），未来5年还要在新疆石河子、宁夏银川和西安再建3个不同风格的酒庄，酒庄酒产能将由4000吨增加到10000吨。解百纳作为中高端产品近几年一直是公司业绩的中流砥柱。2010年，公司解百纳的生产能力约为30000吨，公司计划5年内增加到50000吨的生产规模。

1.2. 多酒种战略

除大力发展葡萄酒外，公司坚持一贯的多酒种战略。我们认为这是公司注意到这些酒种在我国巨大的市场潜力，同时利用公司的品牌及渠道优势与葡萄酒形成协同效应。公司目前白兰地的生产能力为4万吨，计划在5年内做到7万吨的规模。其中，X0级的做到2万吨。在白兰地这个产品上，公司针对我国当前市场的消费特点提出将以更大力量作终端价格40-100元中低档白兰地，因为公司去年仅广东市场就销售了1万吨，销售额高达4亿元，未来我国的沿海地区如浙江、上海、和福建市场潜力巨大。保健酒（张裕三鞭酒）和起泡酒目前仅几千吨的规模，未来各自产能达到2万吨。2008年我国保健酒销售额就已突破100亿元。随着人民生活水平的提高，保健养生意识的增强，对比国际保健酒占酒类消费2%的比例，我国目前不到0.5%，市场的成长空间巨大。张裕的三鞭酒作为我国著名的保健酒品牌之一，应该抓住这个行业快速发展的机遇。另外，在欧洲起泡酒能占到整个酒类5%-15%的市场份额，我国还远远没有达到这个比例，未来也有很大的市场空间。

2. 生产规模5年翻一番

目前公司的生产规模为13-14万吨，已经是满负荷生产。未来5年公司将投资几十亿元将产能扩大到25万吨。

除在烟台西郊开发区建设1600亩世界最先进的葡萄酒生产基地外，公司还将在新疆新建2个发酵工厂、一个罐装基地和一个酒庄；在宁夏银川建一个发酵厂、一个罐装基地和一个酒庄；西安在已有基地的基础上再建一个酒庄。

3. 大力建设葡萄基地

从去年开始，为配合25万吨的生产规模，公司在烟台4万亩葡萄基地的基础上再增加3万亩；在新疆石河子与农八师合作建成8万亩的葡萄生产基地；在宁夏银川和青铜峡市与当地农垦局联手建设7万亩的葡萄基地。这样张裕在我国最好的葡萄产区未来5年将保证拥有30多万亩的葡萄种植基地，完全能够满足生产的需要，从根本上保证了产品的品质。

七分原料，三分工艺是葡萄酒生产的主要特点。张裕公司决定重点打造酒庄酒高端产品必须保证葡萄的品质，没有葡萄基地作保证，从其他地区收购葡萄很难保证葡萄的质量，也就影响的酒质的稳定性。未来我国葡萄酒行业的竞争除激烈的市场竞争外还有就是优秀葡萄种植基地的争夺。张裕在我国黄金葡萄产区大力建设葡萄基地，彰显了公司做中国最好葡萄酒和做世界最好的葡萄酒公司的决心。

4. 细分市场，分类营销

公司将其深度分销的营销管理模式进一步细化，做到细分市场，分类营销。具体说就是改变过去一家代理多个酒种的局面，改变为针对不同的酒种，不同的消费群体进行专门化的营销，并根据不同酒种的利润和市场情况制定不同的考核层级。公司认为这样有效地防止某个总代理在同时经营多个酒种时只做利润好的，造成了资源的浪费。公司计划未来 5 年建设一支 3000 人的销售队伍（目前约为 2400 人），同时加强培训、考评、淘汰和日常管理。

2010 年公司计划将在央视、中央媒体、报纸和山东省为宣传张裕品牌投入 5 个亿。另外，还有大量的投资用在终端上，包括面对面的促销等。我们预计，尽管今年的销售额会有 20% 的增长，由于公司大量的品牌宣传和促销费用的投入使得销售费用占销售额的比例比去年略高，预计约为 27-28%。

5. 品牌战略调整

我们注意到此次公司高管开始调整公司的品牌战略。原来突出历史悠远的“百年张裕”，现在公司开始强调张裕是“现代化的、世界最先进的葡萄酒生产企业”。公司并未给出解释这个转变的深层次的原因，只是解释公司是一家上市公司，是中外合资企业，生产最好的葡萄酒，不应该总是给人一种老旧的形象。但我们认为，公司这个转变似乎意味着公司将自己的定位已经开始从面向中国市场，开拓至国际葡萄酒消费市场。因为葡萄酒作为舶来品，与“旧世界”的葡萄酒公司讲历史张裕是完全没有优势的，所以现在反而要强调“现代化”和“先进”。

6. 盈利预测和投资评级

我们分析认为由于生产建设周期和市场培育等因素，公司的发展规划对企业 2010-2012 年业绩的贡献有限，但对公司未来发展起着至关重要的作用。由此我们能够比较清楚地了解到公司未来 5 年的发展轨迹。我们注意到：公司是以一种积极和自信的态度面对进口酒的冲击，认为“对中国葡萄酒市场的培育和发展是好事”。目前，我国葡萄酒行业仍处于导入和培育期，市场的发展空间巨大，张裕作为葡萄酒行业的龙头企业，正处于发展的黄金阶段。公司抓住当前行业发展的有利时机积极发展以酒庄酒为代表的高端产品，抢占我国优秀的葡萄种植资源，利用竞争对手因当前生产经营的问题发展缓慢的时机，迅速扩大产能，抢占市场份额。同时在三级营销体系深度分销的基础上进一步细分市场、分类营销，以保障能够消化扩大的产能。由于效益体现在 3 年之后，因此我们维持之前的盈利预测，公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 2.56，3.08 和 3.71 元，结合公司的品牌地位给予 30 倍 PE，6 个月的目标价为 76 元，维持增持-A 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-17

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,453.4	4,199.4	5,152.3	6,165.7	7,378.4	成长性					
减: 营业成本	1,036.0	1,191.7	1,452.9	1,732.6	2,065.9	营业收入增长率	26.5%	21.6%	22.7%	19.7%	19.7%
营业税费	214.6	253.3	314.3	376.1	450.1	营业利润增长率	24.1%	25.1%	25.5%	20.4%	20.6%
销售费用	869.8	1,093.7	1,339.6	1,603.1	1,918.4	净利润增长率	40.7%	26.0%	19.7%	20.2%	20.7%
管理费用	194.2	220.1	267.9	320.6	383.7	EBITDA 增长率	22.9%	25.2%	22.9%	19.5%	19.5%
财务费用	-35.4	-30.2	-69.6	-89.8	-122.6	EBIT 增长率	23.4%	26.4%	23.3%	20.0%	20.0%
资产减值损失	1.6	1.5	2.3	2.1	2.8	NOPLAT 增长率	39.3%	28.3%	21.1%	19.9%	20.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.1%	4.1%	32.5%	-9.0%	-11.8%
投资和汇兑收益	4.0	2.6	2.6	2.6	2.6	净资产增长率	13.6%	20.8%	20.3%	20.3%	20.4%
营业利润	1,176.5	1,472.1	1,847.5	2,223.6	2,682.7	利润率					
加: 营业外净收支	6.8	27.2	1.0	-1.0	1.0	毛利率	70.0%	71.6%	71.8%	71.9%	72.0%
利润总额	1,183.2	1,499.3	1,848.5	2,222.6	2,683.7	营业利润率	34.1%	35.1%	35.9%	36.1%	36.4%
减: 所得税	288.7	363.3	447.9	538.5	650.3	净利润率	25.9%	26.8%	26.2%	26.3%	26.5%
净利润	894.5	1,136.0	1,400.6	1,684.1	2,033.4	EBITDA/营业收入	34.6%	35.6%	35.7%	35.7%	35.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	33.0%	34.3%	34.5%	34.6%	34.7%
货币资金	1,748.6	2,545.2	3,021.2	4,013.8	5,209.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	71	74	70	59	49
应收帐款	106.1	120.4	148.9	178.2	213.3	流动营业资本周转天数	14	-12	-5	4	-3
应收票据	13.4	38.1	46.7	55.9	66.9	流动资产周转天数	273	291	298	310	330
预付帐款	5.3	31.9	64.3	102.9	149.0	应收帐款周转天数	9	8	8	8	8
存货	997.9	1,131.2	1,380.7	1,646.7	1,963.6	存货周转天数	96	92	89	89	89
其他流动资产	34.4	10.1	-14.0	-28.7	-46.3	总资产周转天数	381	404	400	392	398
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	116	94	91	82	62
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	ROE	34.0%	35.8%	36.7%	36.6%	36.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	22.0%	21.2%	23.1%	22.9%	22.8%
固定资产	728.2	996.8	1,014.3	1,016.1	1,004.7	ROIC	75.2%	103.8%	120.8%	109.3%	144.2%
在建工程	154.5	109.4	66.2	40.3	24.8	费用率					
无形资产	101.4	147.5	147.6	147.7	147.8	销售费用率	25.2%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
其他非流动资产	161.1	223.5	188.1	186.2	183.8	管理费用率	5.6%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
资产总额	4,060.9	5,364.2	6,074.0	7,369.2	8,927.0	财务费用率	-1.0%	-0.7%	-1.4%	-1.5%	-1.7%
短期债务	-	224.5	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	29.8%	30.6%	29.8%	29.7%	29.5%
应付帐款	633.6	820.1	425.7	507.7	605.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	35.3%	40.8%	37.1%	37.6%	38.0%
其他流动负债	798.3	1,105.8	1,489.3	1,926.7	2,450.1	负债权益比	54.5%	69.0%	59.0%	60.3%	61.4%
长期借款	-	10.5	10.5	10.5	10.5	流动比率	2.03	1.80	2.10	2.18	2.25
其他非流动负债	-	28.6	28.6	28.6	28.6	速动比率	1.33	1.27	1.47	1.58	1.66
负债总额	1,431.9	2,189.5	2,254.1	2,773.5	3,394.6	利息保障倍数	-32.27	-47.69	-25.53	-23.76	-20.88
少数股东权益	85.4	136.5	188.1	250.3	325.3	分红指标					
股本	527.3	527.3	527.3	527.3	527.3	DPS(元)	1.10	1.20	1.43	1.72	2.08
留存收益	2,016.4	2,510.9	3,104.5	3,818.1	4,679.8	分红比率	64.8%	56.1%	56.0%	56.0%	56.0%
股东权益	2,629.0	3,174.7	3,819.9	4,595.7	5,532.4	股息收益率	1.6%	1.7%	2.0%	2.4%	2.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	894.5	1,136.0	1,400.6	1,684.1	2,033.4	EPS(元)	1.70	2.14	2.56	3.08	3.71
加: 折旧和摊销	59.1	59.5	61.9	65.6	68.6	BVPS(元)	4.99	6.02	7.24	8.72	10.49
资产减值准备	1.6	1.5	2.3	2.1	2.8	PE(X)	41.8	33.2	27.7	23.1	19.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.2	11.8	9.8	8.1	6.8
财务费用	-23.2	-40.0	-33.3	-69.6	-89.8	P/FCF	-	28.4	35.2	21.3	17.7
投资收益	-4.0	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	P/S	10.8	8.9	7.3	6.1	5.1
少数股东损益	-0.1	8.7	51.7	62.1	75.0	EV/EBITDA	30.1	23.7	19.2	15.6	12.7
营运资金的变动	481.5	362.1	-316.9	191.0	229.6	CAGR(%)	23.5%	21.4%	19.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,251.0	1,359.6	1,127.3	1,912.5	2,284.2	PEG	1.8	1.5	1.4	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-735.0	249.5	-29.5	-29.5	-29.5	ROIC/WACC	7.7	10.6	12.4	11.2	14.8
融资活动产生现金流量	-579.9	-403.1	-610.3	-818.5	-974.1	REP	4.3	3.0	1.9	2.3	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，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、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层

邮编：100034