

2011 年 1 月 17 日

张裕

营销领先，消费佳选

A 买入
 000869.SZ - 人民币 91.14
 目标价格: 人民币 110.00

B 买入
 200869.SZ - 港币 82.77
 目标价格: 港币 97.00

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(5)	(9)	(17)	26
相对新华富时 A50 指数(%)	(6)	(4)	(9)	44

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	527
流通股 (%)	25.8
流通股市值 (人民币 百万)	12,971
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	153
主要股东(%)	
烟台张裕集团	50.40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏斌为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

张裕 2001-09 年收入年均增长 28.1%，高出同期葡萄酒行业年均收入增速 6 个百分点。至 2009 年，公司收入行业占比 17.2%，利润总额占行业近半。公司治理结构完善，营销战略和营销体系领先，产能扩张有序，能够化解进口葡萄酒的冲击，将在我国葡萄酒消费持续增长当中充分受益，首次给予买入评级，建议中长线持有。

支撑评级的要点

- 葡萄酒行业处于品牌竞争阶段。作为国内葡萄酒唯一百年品牌，公司具有得天独厚的品牌优势，在现实竞争中公司已经占优。
- 营销的学院派和实践派。公司“百年张裕”的品牌传播以及高档酒庄酒强势率先推出，完美诠释了“象征性”产品的营销哲学。此外，由高档向低档延伸相对更容易，公司战略性发展中低档的目标将稳步见效。
- 进口葡萄酒的冲击可以化解。目前进口葡萄酒剔除消费缺口后直接抢夺国产酒市场份额的在 8 万吨以下，占全部消费量的 5% 左右，进口酒市场的无序会制约其自身发展，国内领先企业可很大程度化解其冲击。
- 公司主要竞争对手销售体系的调整并不顺利，给予公司额外的抢占份额机会。

评级面临的主要风险因素

- 宏观经济增速放缓。
- 进口酒冲击超预期以及中低档酒销售下滑风险。

估值

- 我们预测 2010、2011 年业绩为 2.64 元、3.29 元和 4.08 元，结合绝对估值和相对估值，A 股目标价格 110.00 元，B 股目标价格 97.00 港币，给予买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	3,453	4,199	5,143	6,291	7,695
变动 (%)	26.5	21.6	22.5	22.3	22.3
净利润 (人民币 百万)	895	1,127	1,392	1,735	2,152
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.70	2.14	2.64	3.29	4.08
变动 (%)	40.7	26.0	23.4	24.7	24.0
A 股市盈率 (倍)	53.7	42.6	34.5	27.7	22.3
B 股市盈率 (倍)	41.3	32.8	26.6	21.3	17.2
每股现金流量 (人民币)	2.37	2.58	4.76	4.85	6.04
价格/每股现金流量 (倍)	38.4	35.4	19.2	18.8	15.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.1	31.7	24.5	19.0	15.0
每股股息 (人民币)	1.20	1.20	1.33	1.66	2.05
股息率 (%)	1.32	1.32	1.46	1.82	2.25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

盈利前景及估值.....	3
葡萄酒业处于品牌竞争阶段.....	6
葡萄酒行业投资着眼于品牌.....	9
葡萄酒行业成长性突出，前景美好	11
进口酒冲击可以较大程度化解	17
张裕受益行业成长，确立行业龙头地位.....	20
财务分析.....	29
风险因素提示	30
附录、行业部分重要数据	31
研究报告中所提及的有关上市公司	34

盈利前景及估值

我们认为国内葡萄酒人均消费远未饱和，未来稳健增长是主基调，2009-13 年复合平均增长率可高于 13.2%，至 2013 年人均消费可超 1.15 升，在 2009 年人均 0.7 升基础上大幅增长。

公司三级营销体系同主要竞争对手的大经销商制或总代理制有明显区别，现阶段显现出强生命力。近阶段长城酒业开始调整其销售体系，但过程当中同经销商关系处理不顺，其销售受到一定影响，2010 年上半年，长城酒类业务销售收入约为 14.56 亿港元，同比减少约 7.3%，主要竞争对手的失误会给公司带来额外的市场份额扩张机会。

我们预计 2011-2012 年公司实现每股收益分别为 3.29 元、4.08 元。

我们认为不能简单以白酒行业龙头的估值水平来衡量葡萄酒龙头企业的价值，因为两个行业发展阶段不同，发展前景也不尽相同。我们选取黄酒、白酒的龙头企业以及 A 股当中非亏损的葡萄酒企业，以 2011 年预测平均市盈率 32.7 倍估值，得出公司目标价格 107.58 元。

基于公司经营稳健，且我们预测行业持续稳定增长为主基调，公司近年来分红情况较好，以 DDM 模型简要估值作为参照，得出公司目标价 112.32 元（公司 2008 和 2009 年分红比例均超过 55%，长期分红比例取 50%，若长期分红比例为 55%，则该模型下目标价为 122.83 元）。

综合考虑给予 110.00 元的目标价格，首次覆盖给予买入评级。

图表 2.可比领先公司估值比较

代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿)	每股收益 (元/股)		市盈率 (倍)		每股收益增长(%)		市净率(倍)	净资产收益率(%)
				2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E		
000858.SZ	五粮液	33.80	1283	1.23	1.55	27.5	21.8	43.7	26.4	5.52	26.46
600519.SS	贵州茅台	180.19	1701	5.61	7.53	32.1	23.9	22.8	34.2	7.02	29.73
002304.SZ	洋河股份	211.00	950	4.71	6.91	44.8	30.5	54.9	46.7	10.45	33.61
600084.SS	中葡股份	9.14	74	0.03	0.18	302.6	51.4	(107.7)	488.7	8.31	16.16
600059.SS	古越龙山	12.97	82	0.23	0.30	56.9	43.6	(2.3)	140.5	3.83	9.19
600616.SS	金枫酒业	12.46	55	0.39	0.50	32.2	24.7	(3.4)	30.4	4.46	17.67
	平均		460			33.4	32.7	-	-	6.81	20.4
000869.SZ	张裕 A	91.14	481	2.64	3.29	34.5	27.7	23.4	24.6	9.64	34.8

资料来源：万得资讯，中银国际研究及预测
收盘价为 2011-1-14 日；本表剔除亏损葡萄酒公司

图表 3. DDM 估值主要假设

假设	参数
第二阶段(2015-2022)年数	8
第二阶段增长率	11.00%
长期增长率	4.00%
无风险利率 Rf	3.90%
β	0.58 (修正值, 原值为 0.37)
Rm	10.00%
Ke	7.42%

资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 4.DDM 估值现值情况

DDM 估值	股利现值 (百万元)	价值百分比(%)
第一阶段	4,443.40	7.50
第二阶段	10,431.00	17.61
第三阶段 (终值)	44,349.95	74.88
股利现值	59,224.35	100.00
股本 (百万股)	527.28	
每股价值 (元)	112.32	

资料来源：中银国际研究

图表 5.对长期增长率的敏感性分析

Ke	长期增长率					
	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	
6.42%	111.89	124.29	140.92	164.44	200.20	
6.92%	97.30	106.37	118.08	133.81	156.05	
7.42%	85.74	92.58	101.15	112.32	127.11	
7.92%	76.38	81.65	88.12	96.23	106.71	
8.42%	68.66	72.80	77.79	83.91	91.58	
8.92%	62.19	65.50	69.42	74.14	79.93	
9.42%	56.69	59.37	62.51	66.22	70.69	

资料来源：万得资讯，中银国际研究及预测

关于 Rm 的选取参照，选取全市场 655 只开放式基金一年来净值增长率做参考。

图表 6.开放式基金净值增长率

	参考值
四分位	9.06%
中位数	2.72%
前 50%平均	9.42%
前 25%平均	10.41%

资料来源：中银国际研究

主要收入假设

图表 7.业务收入及毛利率假设

收入增长假设	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币, 万元)						
葡萄酒	2,125.0	2,741.8	3,390.0	4,285.0	5,313.4	6,535.4
白兰地	450.1	525.8	581.4	674.4	775.6	923.0
其他	126.9	148.4	164.5	183.6	204.1	239.4
收入合计	2,702	3,416	4,136	5,143.0	6,290.9	7,695.2
增长率(%)						
葡萄酒	30.3	29.0	23.6	26.4	24.0	23.0
白兰地	13.9	16.8	10.6	16.0	15.0	19.0
其他		16.9	10.8	12.8	10.0	17.3
合计	26.0	26.4	21.1	24.3	22.3	22.3
毛利率(%)						
葡萄酒	71.71	71.93	73.97	74.60	75.20	75.55
白兰地	63.11	64.48	61.12	62.80	63.00	63.00
收入占比(%)						
葡萄酒	77.83	79.39	80.73	83.32	84.46	84.93
白兰地	16.5	15.2	13.8	13.1	12.3	12.0

资料来源：中银国际研究

葡萄酒业处于品牌竞争阶段

品牌竞争是相对于品类竞争而言。当一个产业具备一定规模，产品较为成熟，且认知率和普及率皆高时即可定义为品牌竞争阶段，这一阶段一般企业数也较多，竞争的核心是行业内公司之间的品牌角逐，**品牌建设和培养忠诚度是品牌竞争阶段的关键**，竞争的结果是优秀品牌的崛起，行业集中度的提高。

品类竞争一般是一个行业在夹缝中生存的生态写真，要么爆发，要么落寞，例如凉茶同其他软饮料，黄酒之于其他酒精饮料。品类竞争阶段，挤占可比产品市场份额是获取生存空间的途径，**消费者教育是品类竞争阶段的关键**。

从量上看，仍处导入期

2009 年我国葡萄酒产量 96 万千升，同比增长 27.63%；2010 年 1-10 月葡萄酒产量 85.2 万千升，同比增长 16.64%。同其他酒种相比，葡萄酒产量是白酒产量的 13.8%，是啤酒产量的 2.3%，是黄酒产量的 38%（含调料黄酒），是四大酒种当中体量最小的酒种，人均消费 0.7 升，假设全部由城镇人口消费，则城镇人均葡萄酒消费 1.5 升，较全球人均 4.5 升的消费水平仍有很大差距。

从发展角度看，品牌竞争阶段

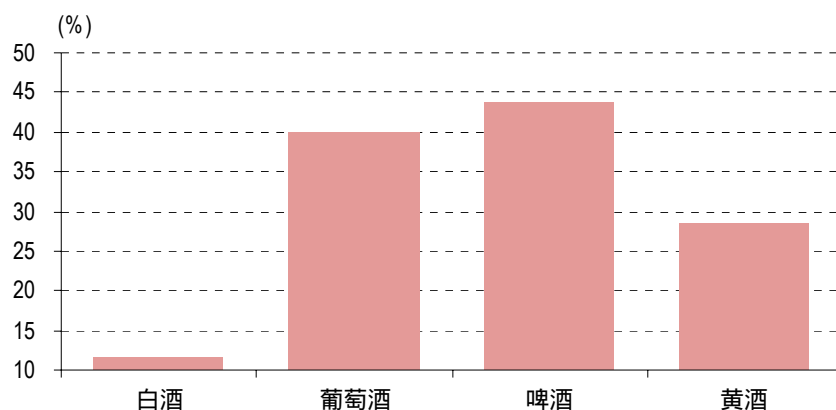
葡萄酒近年来产量和销售收入增长迅速，是四大酒种当中增速最快的。2002-2009 年白酒产量的年均复合增长率为 9.3%，啤酒为 8.6%，黄酒为 9.5%，葡萄酒为 18.8%；2002-2009 年白酒销售收入的年均复合增长率为 21%，啤酒为 13%，黄酒为 16%，葡萄酒为 23%。

葡萄酒产量和销售规模的持续快速发展反映出葡萄酒已经很大程度迈过品类竞争阶段，消费群体已经达到一定规模，进入了以行业内公司间竞争为主的品牌竞争阶段。

从竞争格局看，较高集中度

行业集中度高的一个先天原因是酿酒葡萄种植区域的集中，由于这个原因，我国知名葡萄酒企业基本按葡萄种植区域分布，经过发展和沉淀，已经形成了较为鲜明的品牌梯队，行业三甲企业张裕、长城和王朝 2009 年占据行业销售收入的 34%（长城数据来自其控股方中国食品公告，王朝数据来自公司年报，港币按 0.86 折算成人民币；其中张裕收入占比为 17.2%），行业第四名烟台威龙的销售收入应该同王朝接近，销售收入 CR4 在 40% 左右；三甲企业利润总额行业占比约 66%（其中张裕占 47%，王朝为 7%）。

图表 8.2009 年酒类行业销售收入 CR3 集中度比较



资料来源：公司数据，万得资讯，中银国际研究

从增长前景看，持续稳定增长是主基调

从亚洲增长经验看，我们认为日本、韩国和台湾的葡萄酒消费增长曲线由于文化和饮食接近而具有较强参考意义——葡萄酒消费同经济增长或人均 GDP 水平有强关联度。

日本经济腾飞于 60 年代，70 年代初日本人均葡萄酒消费量为 0.14 升，至 90 年代初期已上升至 0.96 升，期间 17 年年均增长 12%（同期人均 GDP 年均增长为 8.5%），至 2000 年人均消费量继续升至 2.1 升，1990-2000 年平均增长率 8.1%（同期人均 GDP 年均增长为 1.1%），日本人均葡萄酒消费在经历了 17 年的高速增长后仍能保持 10 数年以上的较快增长，且增幅大幅高于同期人均 GDP 增长。

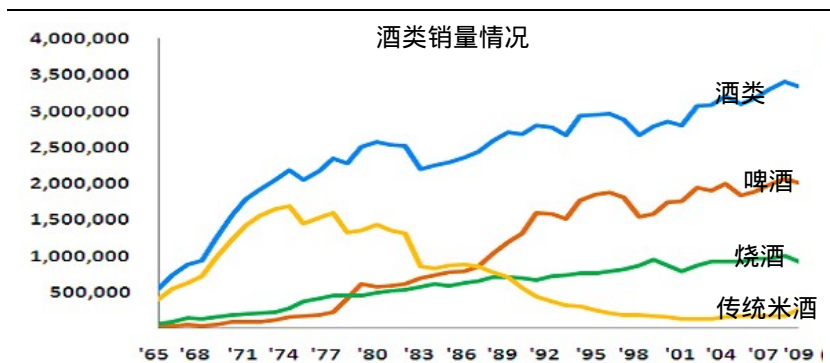
我国 90 年代中期人均消费水平约 0.14 升，与日本 70 年代初人均消费相当，至 2009 年人均葡萄酒消费复合平均增长 13.2%。如果从 90 年代中期开始，按 13.2% 年均增速增长 17 年至 2013 年，则我国人均消费可达到 1.15 升，这一测算是未充分考虑城镇化因素和人口增长因素下的预测，同时也未考虑日本经济衰退因素。

我们预计我国 2013 年人均葡萄酒消费可达 1.15 升，较 2009 年人均 0.70 升的消费有近 65% 的增长空间。我们认为实际 2009-2013 年间平均增速可能会高于 13.2%，人均消费可达 1.2-1.3 升。

韩国葡萄酒消费长期受制于高关税壁垒压制，1987 年酒类市场放开以及 2000 年后同新世界国家签订自由贸易协定后，韩国葡萄酒消费增长迅速。2002-06 年韩国葡萄酒消费量增长近 100%。

总量上韩国葡萄酒消费同烧酒和啤酒仍有很大差距。但从趋势上看，韩国传统米酒（又称浊酒）销量大幅下滑，进入 21 世纪后烧酒销量的增速也十分缓慢，啤酒成为消费最大的酒类，葡萄酒消费增长也十分迅速，酒类消费结构的变化非常明显。

图表 9. 韩国啤酒等酒类对传统酒类的替代非常明显



资料来源：韩国统计局，中银国际研究

葡萄酒行业投资着眼于品牌

品牌竞争阶段优势品牌企业将能够充分受益行业增长，投资优势品牌企业会获得高于平均水平的回报。

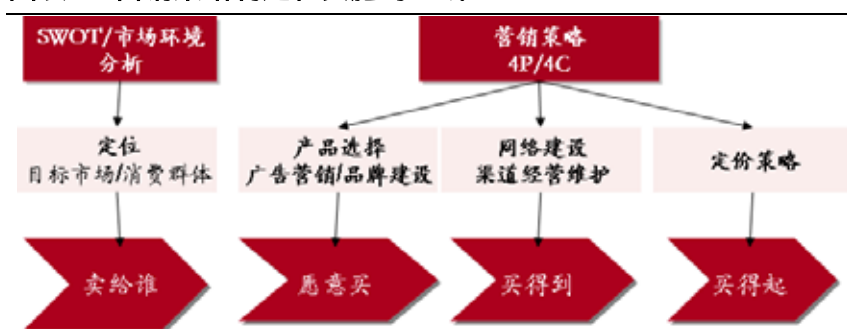
品牌企业区别于非品牌企业的最大优势在于：1) 消费者的认知度和忠诚度高；2) 网络和渠道资源的倾斜及由此形成的强者恒强的马太效应。

我们认为张裕是葡萄酒行业投资的首选品牌，主要是基于其领先的品牌营销战略。

我们总结，快速消费品的成功最基本的是要解决如下四个问题——“谁来买、愿意买、买得到、买得起”，“谁来买”是企业的市场分析和产品定位；“愿意买”是指企业要打造卖点，做足宣传，在消费者群体当中树立品牌，迎合并引导消费；“买得到”指企业必须在网络和渠道上做功课；“买得起”是定价策略，并非特指卖低价，而是说其目标群体可以接受的价格。

优势品牌企业之所以是优势品牌企业，无非就是上面四点把握的准和执行的好，因此能够最大程度受益行业的景气和繁荣，很大程度抵御行业的低迷。

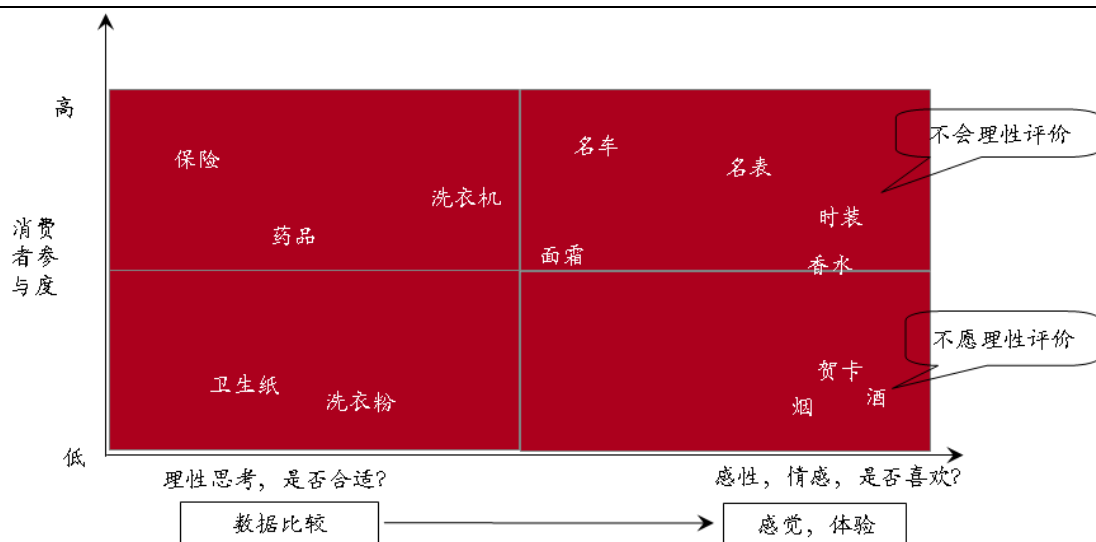
图表 10. 营销策略制定和实施的主线



资料来源：公司年报，中银国际研究

我们依然认为人们消费葡萄酒并不完全是基于“懂葡萄酒”这一前提，无论是高档还是低档都是如此，因此品牌企业在广告宣传上就有很大的讲究。当产品存在实质性差异时强调功能性特点，当实质性差异不明显或者没有必要强调时，注重心理差异的诉求，张裕强调“百年张裕”（历史底蕴以及文化，同进口高档酒的主要卖点一致），“酒庄酒”（高贵、珍稀，同进口高档葡萄酒卖点一致）都是围绕心理差异的营销宣传，在我们看来是抓住了本质，是非常成功的营销策略。

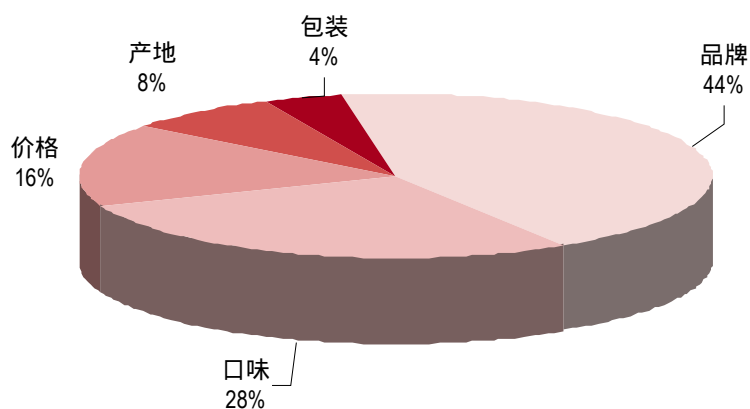
图表 11.象征性产品购买心理行为模型——面对高档葡萄酒人们不会/不愿做出理性评价



资料来源：复旦大学管院《营销管理——购买行为研究》，中银国际研究

葡萄酒消费调查结果也印证这一结论，品牌是影响消费者购买葡萄酒的最主要因素，权重达 44%，由于消费者不能完全辨别葡萄酒的优劣，只能借助于品牌强势与否来判断。这一局面将长期存在。

图表 12.消费者葡萄酒购买决定因素分解



资料来源：糖酒快讯，中银国际研究

葡萄酒行业成长性突出，前景美好

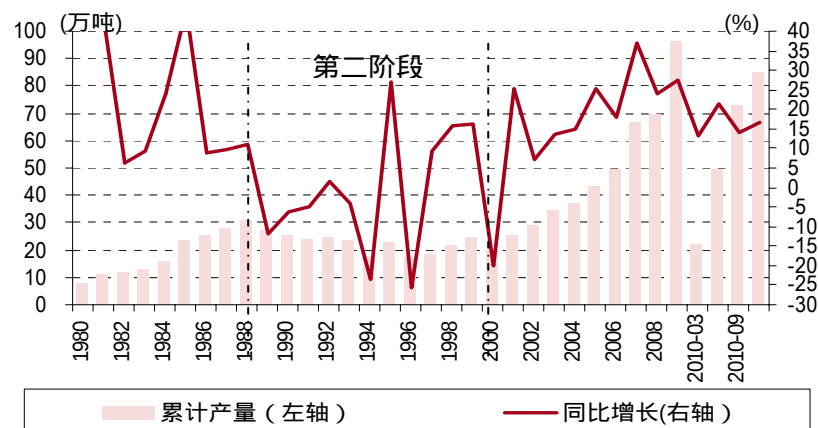
葡萄酒行业处于快速发展轨道

我国葡萄酒行业大体按产量和增速可分为三个阶段：

- 1) **1980-1988 年，葡萄酒产量快速增长阶段。**改革开放后，葡萄酒饮用最先由沿海地区和发达城市开始流行。由于进口葡萄酒价高，从事葡萄酒行业盈利，国内大量葡萄酒企业冒出，技术含量低的“半汁葡萄酒”成为具有中国特色的葡萄酒产品。全汁葡萄酒是用 100%葡萄原汁经过充分发酵等复杂工艺制成，而半汁葡萄酒的制造工艺较为简单，除了葡萄原汁外，还另外加入水、糖、香精、防腐剂等成分勾兑而成。勾兑葡萄酒横行，行业产量增长迅速。
- 2) **1989-2000 年，低速发展阶段。**半汁葡萄酒迅速发展起来后，由于国内葡萄酒法规、标准和监管缺位，导致假冒伪劣产品充斥市场，消费者购买意愿大幅下滑，半汁葡萄酒风光不再，葡萄酒消费回落。
- 3) **2001 年以来快速增长。**进入 21 世纪后，我国葡萄酒行业加工技术水平提升明显，国内外优质葡萄品种大量引进和种植，以干红为代表的全汁葡萄酒逐渐成为主流，同时随着中国经济的增长以及葡萄酒文化的持续导入，行业进入稳步快速增长期。2004 年 6 月半汁葡萄酒全面禁止流通，市场秩序进一步净化，干红干白葡萄酒企业迅速成长。2004-2009 年葡萄酒行业产量复合平均增长 21.2%。

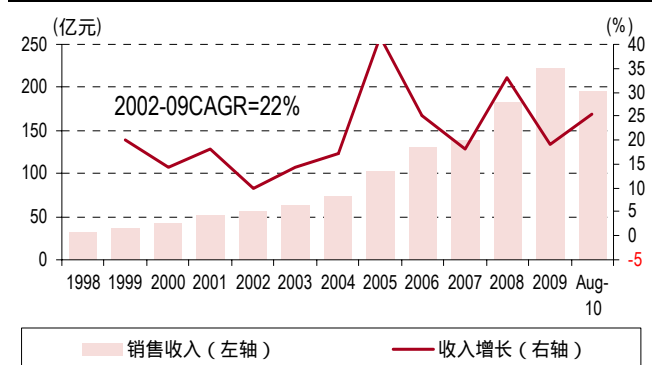
我们认为国内葡萄酒产业正处于一个快速增长轨道。

图表 13.葡萄酒产量和增速情况



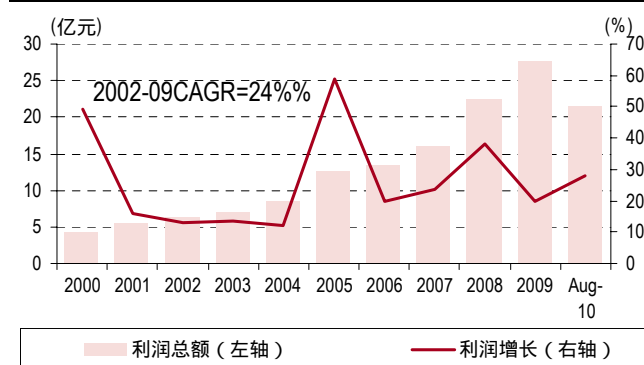
资料来源：公司年报，中银国际研究

图表 14.葡萄酒行业收入及增长



资料来源：统计局，中银国际研究及预测

图表 15.葡萄酒行业利润总额

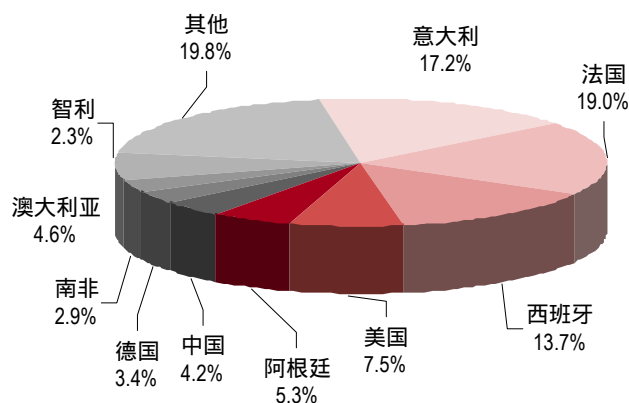


资料来源：统计局，中银国际研究

我国葡萄酒消费增长居世界前列

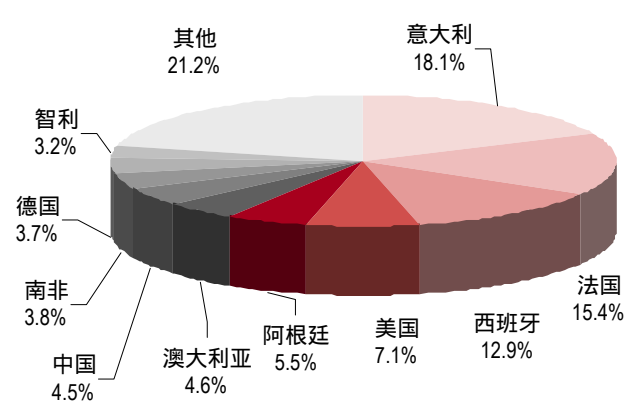
据 OIV（国际葡萄与葡萄酒组织）统计，2001 年我国葡萄酒产量世界占比为 4.2%，2008 年进一步提升至 4.5%。

图表 16. 2001 年我国葡萄酒产量世界占比



资料来源：OIV，中银国际研究及预测

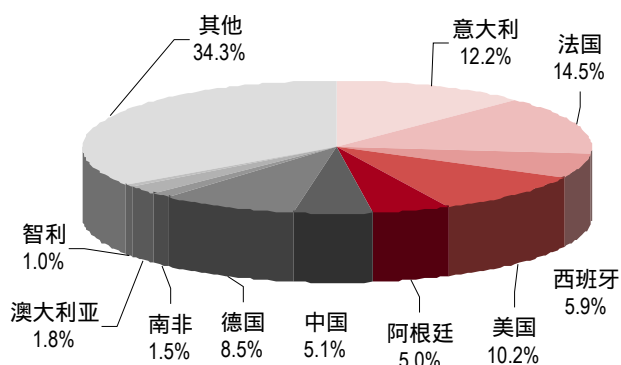
图表 17. 2008 年我国葡萄酒产量世界占比



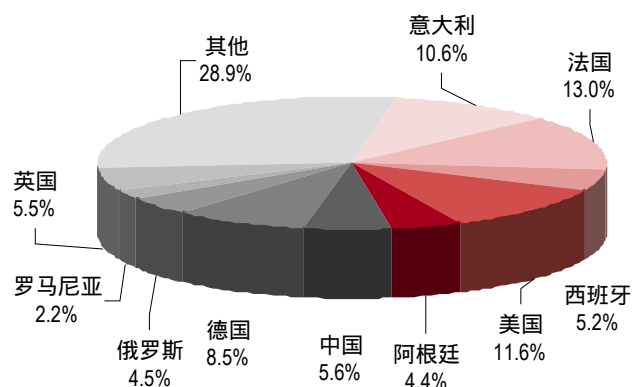
资料来源：OIV，中银国际研究及预测

2001 年我国葡萄酒消费量世界占比为 5.1%，至 2008 年提升至 5.6%。

按 OIV 统计，2001-2007 年世界葡萄酒消费总量仅增长 6.2%，且较上世纪 80 年代有 15% 左右的下滑。我国葡萄酒消费量期间增长 22.9%。内外数据印证说明葡萄酒行业发展“风景这边独好”。

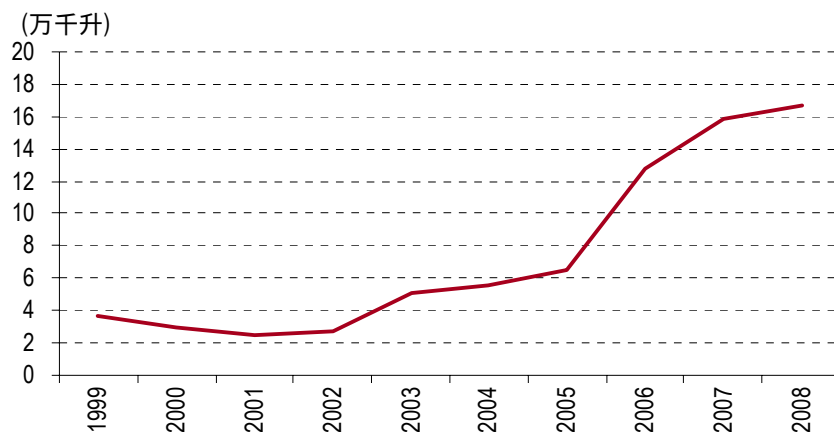
图表 18. 2001 年我国葡萄酒消费量世界占比


资料来源：OIV，中银国际研究及预测

图表 19. 2008 年我国葡萄酒消费量世界占比


资料来源：OIV，中银国际研究及预测

世界葡萄酒产量总体过剩，但过剩量逐年下降，我国由于葡萄酒需求旺盛导致需求缺口逐年扩大，进口葡萄酒在我国也有一定市场。

图表 20.OIV 统计我国葡萄酒消费需求缺口


资料来源：OIV，中银国际研究

未来支撑持续增长的动力犹在

我们认为加入 WTO 以来（第三阶段）葡萄酒行业持续快速发展的主要因素是：

- 1) 资源禀赋的挖掘；
- 2) 城镇化率以及居民收入的持续提高；
- 3) 技术水平提升和品牌竞争力的培育；

4) 政策环境。

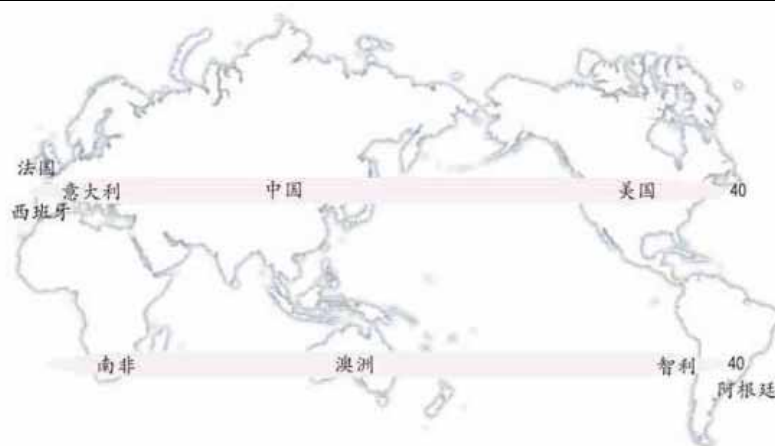
这些因素短期没有改变，长期看依然能够为行业发展提供支撑。

其一，酿酒葡萄最佳生产维度为南北纬 40-50 度间，从世界地图看，这意味着只有少数国家可以做到规模化生产，中国幅员辽阔且东西跨度大，地貌多样，可种植的品种多样且种植面积仍有较大增长空间，能够支撑世界级葡萄酒企业的成长。

我国葡萄种植总面积为 407,900 公顷(611 万亩)，其中酿酒葡萄种植面积为 46,600 公顷(70 万亩)；2005 年全国葡萄产量为 579.4 万吨，其中酿酒葡萄产量约 48 万吨。根据国家葡萄和葡萄酒的自然发展规划，到 2010 年全国酿酒葡萄种植面积将达 66,670 公顷，2015 年将达 10 万公顷（150 万亩）。

酿酒葡萄产量有望持续增长。据国家有关规划预计，至 2015 年我国酿酒葡萄种植面积 150 万亩，较 2009 年增加 50%。部分酿酒葡萄大省也做出相应规划，酿酒葡萄产量提升潜力大。以甘肃为例，《甘肃省葡萄酒产业规划 2010-2020》指出，甘肃省 2009 年酿酒葡萄种植面积 14 万亩，产量达 12 万吨，至 2012 年种植面积将达 20 万亩，2017 年到 40 万亩，2020 年达 50 万亩，增幅显著。

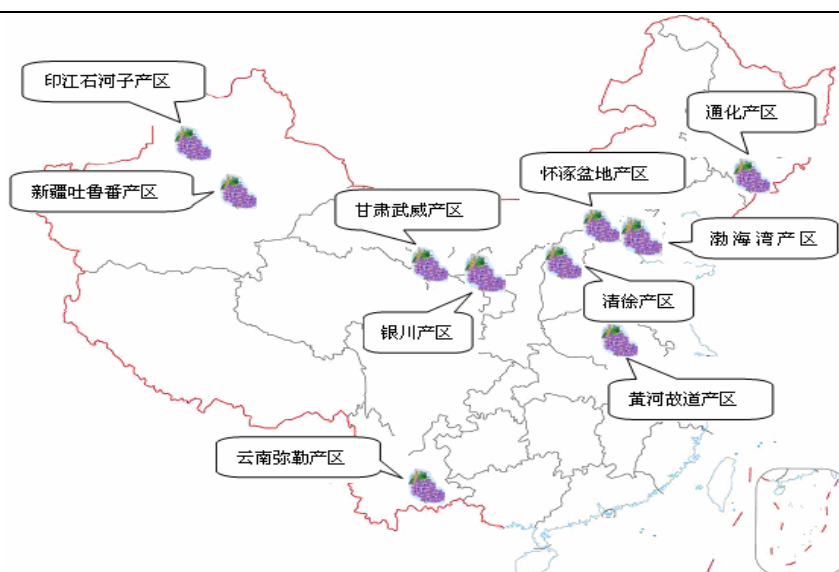
图表 21.世界酿酒葡萄主产纬度情况



资料来源：中银国际研究

葡萄摘取后须尽快进库压榨，因此主要葡萄酒企业均临近葡萄产地，而且从世界葡萄酒企业发展经验看，依托著名产区获得成功的概率更高——消费者对葡萄酒本身的鉴赏能力参差不齐，主要依据产地和品牌进行选择（这在国内市场具体应用营销策略时是重要卖点）。我国目前实际情况也是如此，主要品牌企业张裕、长城、王朝、通化和新天等皆有这一共性。

图表 22.我国主要葡萄产区示意



资料来源：中银国际研究

其二，城镇化率依然有序提高。以城镇人口占总人口比重计算城镇化率，至 2009 年底，我国城镇化率已经达到 46.6%，较 2001 年增加 8.9 个百分点，城镇人口增加 1.41 亿人，年均增长 3.27%。城镇人口目前是葡萄酒消费的生力军，城镇居民的增加为葡萄酒消费的增长提供坚实的人口基数支撑。

城镇人口除了绝对数在逐年增加，其人均消费开支也逐年增加，2000-08 年城镇居民人均消费开支年均增长 10.7%，农村居民人均消费开支年均增长 10.3%，基本同 GDP 增长保持一致。

其三，我国品牌葡萄酒企业的葡萄酒酿造生产工艺基本接近国际水平，设备以进口为主，部分企业从一开始就走上合资合作道路，产品也多次获得世界荣誉。经过多年的发展，我国本土葡萄酒企业已经建立起较强的品牌知名度，形成了各自优势销售区域，经销商和渠道资源向这些品牌企业倾斜的特征明显。张裕在全国设立有 350 多家经销处，在全国拥有 3,000 家经销商，经销商队伍稳定；庞大的经销商队伍和终端维护队伍，在“渠道为王”的背景下很大程度上保证了品牌企业的持续领先。

其四，政策对葡萄酒行业的支持。行业标准方面于 2003 年实施《中国葡萄酿酒技术规范》全面取代之前国家标准全汁葡萄酒、行业标准半汁葡萄酒和行业标准山葡萄酒并存，半汁葡萄酒标准被废止。税收方面，我国葡萄酒消费税享受“鼓励”待遇，同白酒相比，葡萄酒消费税从价税率仅为白酒的一半。酿酒葡萄不争粮地，农业产业化示范效益高，仍将是国家扶持产业。

图表 23.各酒种消费税政策比较

消费税政策	
白酒	从价税 20%；从量税 0.5 元/500g 白酒消费税最低计税价格核定管理
啤酒	从量税，甲类 250 元/吨，乙类 220 元/吨
黄酒	从量税，240 元/吨
葡萄酒	从价税，10%

资料来源：中银国际研究整理

进口酒冲击可以较大程度化解

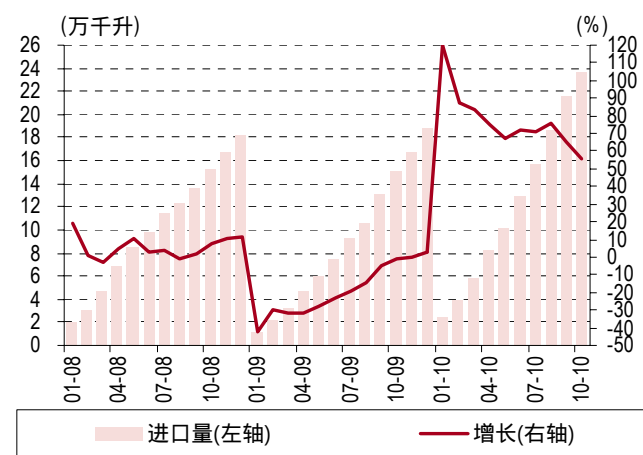
进口剧增的原因众多

进口葡萄酒近年来快速增长的原因多重，我国葡萄酒消费市场持续扩大是根本原因，供给上也存在缺口，再次进口葡萄酒市场不够规范也造成一拥而上的短期乱象。

OIV 的统计数据显示，2008 年我国葡萄酒消费缺口在 16.7 万吨左右，且 2000 年以来呈逐年上升态势，表明我国葡萄酒产量增加实际低于消费量增加。

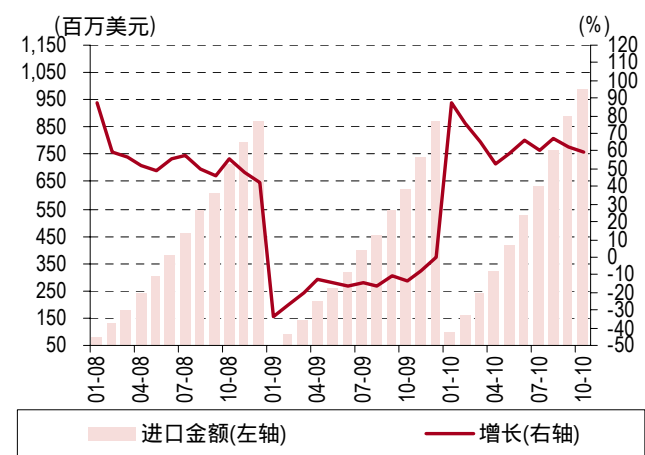
2008 年进口葡萄酒总计 18.2 万吨，同我国葡萄酒消费缺口基本一致，2009 年进口葡萄酒 18.7 万吨，同比增长 3.10%，大大低于国内葡萄酒产量 27.63% 的增速。2010 年进口葡萄酒增长迅速，1-10 月份累计进口 23.7 万吨，这一规模基本同供给缺口相符。

图表 24. 累计进口量及增长



资料来源：统计局，中银国际研究及预测

图表 25. 累计进口金额及增长



资料来源：统计局，中银国际研究

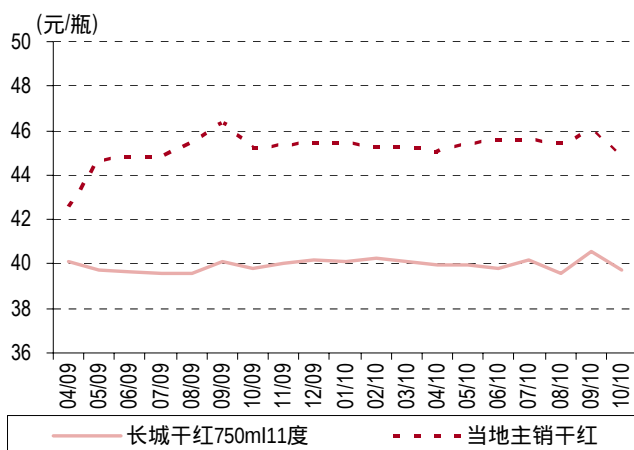
2005 年 1 月 1 日葡萄酒进口关税实行瓶装酒 14%、散装酒 20% 的进口税率，这一税率使得中低端进口酒在价格上具有一定竞争力。国外如葡萄酒旧世界国家日常饮用普通产品价格一般在 1-3 欧元之间，计入关税、增值税和消费税，境内可承受零售价格价格在 20-45 元之间，这一价位的进口酒具有较强竞争力；同时由于其进口酒身份，境内经销商对外销售价格实际更高，利润空间非常可观，因此进口热情比较高。

2005-08 年，进口瓶装葡萄酒和散装原酒数量复合增长率分别为 77%和 35%。进口瓶装葡萄酒数量和金额占国内进口葡萄酒总额的比例也在逐年上升，2000-08 年，数量占比从 6%上升到 35%，金额占比从 18%上升到 77%。

据中国海关总署的统计，2010 年 1-9 月份葡萄酒进口量为 20.18 万千升，已超过 2009 年全年进口量。其中瓶装酒（2 升以下包装）10.5 万千升，价值 4.45 亿美元，同比增长分别是 66.1%及 75%；散装酒（2 升以上包装）9.68 万千升，价值 0.8 亿美元，同比增长分别是 67.9%及 74.4%。

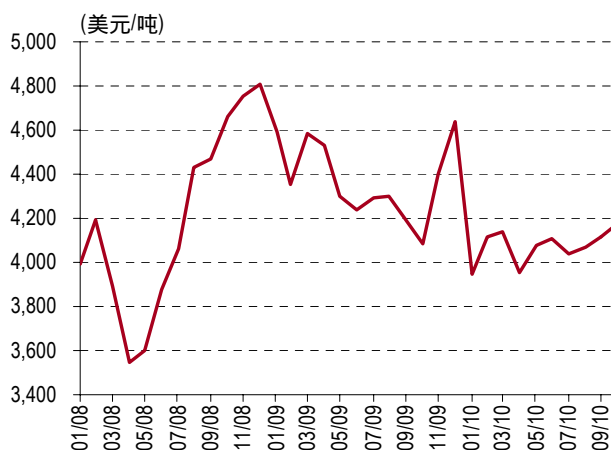
2010 年 1-10 月，葡萄酒累计进口量同国产葡萄酒比重为 1.0 : 4.0（2008 年为 1.0 : 4.3）。

图表 26. 累计进口量及增长



资料来源：统计局，中银国际研究及预测

图表 27. 累计进口金额及增长



资料来源：统计局，中银国际研究

进口葡萄酒品牌繁多，定价体系也非常混乱，经销商及投资者“短期行为”较为普遍，品质不高的进口酒也标高价销售，短期暴利引发进口葡萄酒剧增情形。

进口酒的乱象制约其开拓市场步伐，影响先强后弱

中低档进口酒的价格优势对国产葡萄酒的冲击是长期的，但并非无可化解。

据糖酒协会信息统计，我国市场在售的外国葡萄酒品牌有 1,400 个左右，品种繁杂，按年进口 20 万吨简单估算，单一外国品牌平均进口量仅为 140 余吨，上规模的品牌较少。虽然国民的葡萄酒消费心理不够成熟，对进口葡萄酒有一定的盲从，但进口酒的种种乱象——进口葡萄酒种类繁多，评级和定价都没有统一标准；“国产贴进口标识”、“低价酒勾兑”等负面信息的传播，增进了国内消费者对非主流品牌进口酒的担忧，很大程度上也影响了消费者持续稳定购买。

图表 28. 有关进口葡萄酒负面网页的统计

关键字	网页数(个)	搜索耗时(秒)
进口葡萄酒 暴利	450,000	0.063
进口葡萄酒 分装	390,000	0.084
低价 进口葡萄酒	7,160,000	0.086
进口葡萄酒 忽悠	410,000	0.086

资料来源：百度搜索数据，中银国际研究

国产葡萄酒可以化解冲击

我们认为进口葡萄酒目前基本是补缺口（我们以 OIV 关于中国葡萄酒产消缺口数据为依据，2008 年缺口 17 万吨，其中产量 120.0 万吨，消费量 136.7 万吨，预计 2010 年缺口在 26.9 万吨左右），从量上看，2010 年真正对国内企业销量造成较大冲击的大约在 8 万吨以下，占全部消费量的 5% 左右。

我们认为进口酒短期对国产葡萄酒的冲击主要在“量”上，而不是品牌，目前还没有单一品牌能对国内主流企业构成强有力的正面冲击。进口酒在快速增长后必然有一个回调的过程，这一过程主要是进口酒市场的自我净化，淘汰掉一些没有前途的小品牌和假冒品牌。高档酒方面，进口酒有一定优势，但国产葡萄酒高端产品的持续推出，也在高档酒市场占据了较为有利的位置，在高档酒的品牌营销和市场推广上，国内企业没有明显劣势。

我们认为国产葡萄酒最大的竞争优势是集中度较高，正如前文所述，行业是“品牌竞争”阶段，品牌建设和消费者忠诚度都到了一个较为理想的阶段，同时经销商资源已经向优质葡萄酒企业倾斜和集中，这两点很大程度保证了品牌葡萄酒企业的市场份额不受大的冲击。

未来主要葡萄酒企业的产能释放会一定程度缓解需求缺口（目前张裕和王朝都有扩充产能的计划在实施），同时随着产能的提升，品牌企业的中低档产品体量也会提升，会抑制住低档进口葡萄酒的高增局面。

张裕目前重点是中高端，战略性运作中低档。对于消费品来说，高端品牌树立，由高往低做相对容易，产能的释放会比较顺利。

此外，值得注意的是，张裕和长城也都从事进口酒业务，如以贴牌模式引入等，也一定程度分享了进口酒的收益。

张裕受益行业成长，确立行业龙头地位

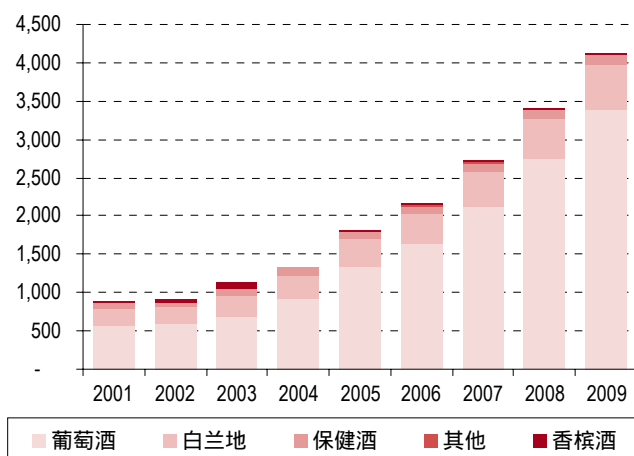
业务概述——葡萄酒业务十年腾飞

公司主营葡萄酒和白兰地，兼营保健酒和香槟酒，其中葡萄酒为酿造和勾兑酒，白兰地是以葡萄为主原料发酵和蒸馏而成之烈酒。

公司 1997 年上市时，其最主要业务为白兰地，销售额占比 54.43%，葡萄酒收入占比仅为 21.21%；公司募投项目为葡萄酒产能扩张，随着行业复苏，公司葡萄酒业务迅速成长。

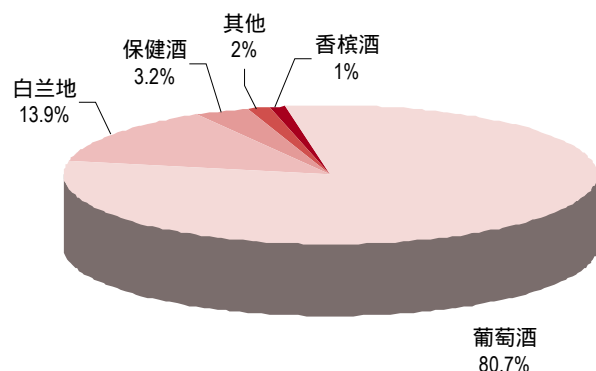
葡萄酒和白兰地是公司收入增长的核心动力。2001 年公司葡萄酒和白兰地销售收入占比为 88%，至 2009 年两者合计收入占比达到 94.6%，2001-09 葡萄酒的年均复合增长率达到 24.95%（同期葡萄酒行业收入的年均复合增长率为 22.5%），白兰地的年均复合增长率达 13.63%，其他品种同期的年均复合增长率低于 6%。

图表 29. 公司分产品收入情况



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

图表 30. 2009 年收入构成情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

定位中高端，市场倚重沿海地区

影响我国葡萄酒消费的关键因素是葡萄酒文化成熟度、居民收入水平和消费能力，目前主流葡萄酒消费仍以经济发达地区为主（至目前，长城、王朝的主要市场都在沿江沿海地区，2009 年张裕 85.3% 的销售收入来自沿海地区），针对这一市场特征，张裕以品牌打造为依托，坚持重点发展中高档酒。

近年来公司 85%以上的收入来自沿海地区，优势区域覆盖福建、山东、广东、江浙沪。其中福建和山东市场是主力，两地收入占比在 40%左右。

图表 31.销售收入区域分布及增长情况

	2005	2006	2007	2008	2009
沿海地区（百万元）	1,516	1,826	2,286	2,953	3,583
增长（%）	37.8	20.4	25.2	29.1	21.33
中部地区（百万元）	200	240	309	344	421
增长（%）	23.1	20.1	28.9	11.1	22.28
西部地区（百万元）	88	96	134	157	195
增长（%）	16.1	8.5	39.9	16.9	24.45
沿海地区收入占比(%)	84.0	84.4	84.9	86.8	85.3
中部地区收入占比(%)	11.1	11.1	11.5	10.1	10.0
西部地区收入占比(%)	4.9	4.4	5.0	4.6	4.7

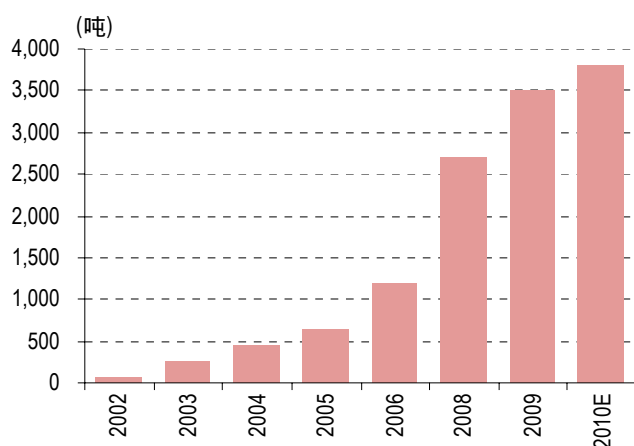
资料来源：公司数据，中银国际研究

酒庄酒助推公司毛利率提升

公司发展酒庄酒是走中高端路线的核心举措，近年来公司酒庄酒放量顺利，收入增长迅速，2002年公司酒庄酒销量不到100吨，至2009年公司高档酒庄酒销量达到3,500吨左右（其中卡斯特酒庄酒销量在3,300吨左右，爱菲堡酒庄酒256吨），复合平均增长率达74.9%；公司解百纳是主流盈利产品，2002年销量约2,200吨，至2009年达22,000吨左右，年均增长38.4%。

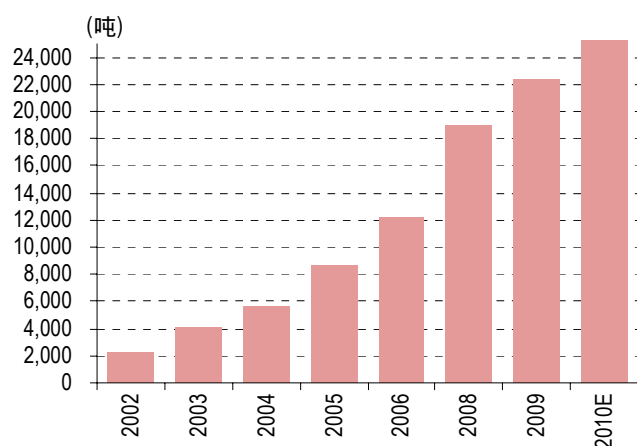
卡斯特酒庄酒产能基本饱和，爱菲堡酒庄酒放量明显，2010年上半年爱菲堡酒庄酒销售收入同比增长200%，解百纳收入同比增长30%，带动葡萄酒毛利率继续同比上升。

图表 32.公司酒庄酒销量情况



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

图表 33.公司解百纳销量情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

中高档酒收入快速增长，尤其是酒庄酒的从无到有，带动公司吨酒价格稳健上升，至 2009 年公司吨酒价格居三大企业第一位。

图表 34.吨酒价格比较

(万元人民币/吨)	2002	2003	2009
张裕 A	1.95	2.00	3.32
长城	-	-	2.33
王朝	2.95	2.89	2.96

资料来源：公司数据，中银国际研究，港币全部折算为人民币

图表 35.公司部分品种的价格情况

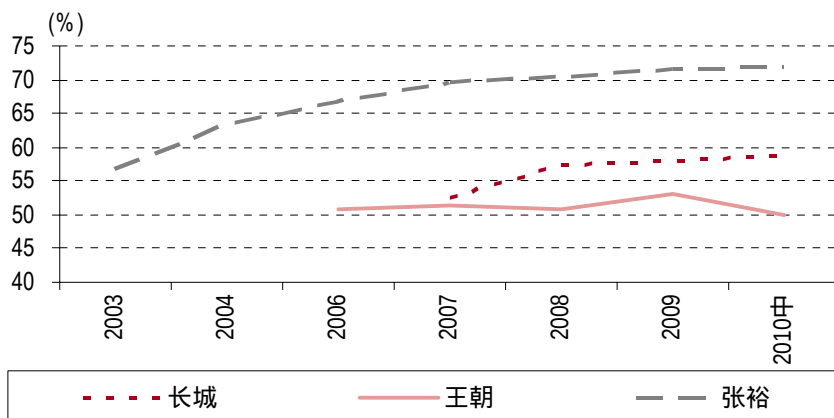
	价格区间(万元人民币/吨)
卡斯特酒庄酒	23-24
爱菲堡酒	30-45
黄金冰谷酒	20-23

资料来源：公司数据，中银国际研究

由于中高档酒销量增长迅速，公司总体毛利率水平逐年稳步提高，由 2003 年的 56.9% 提升至 2009 年的 71.7%。

公司毛利率水平显著高于其他两家企业。王朝酒业将消费税列于销售成本当中，将其消费税还原至可比情况下，其 2009 年毛利率可达 59.8%，依然低于同期张裕公司 11.9 个百分点。

图表 36.酒类业务毛利率情况比较

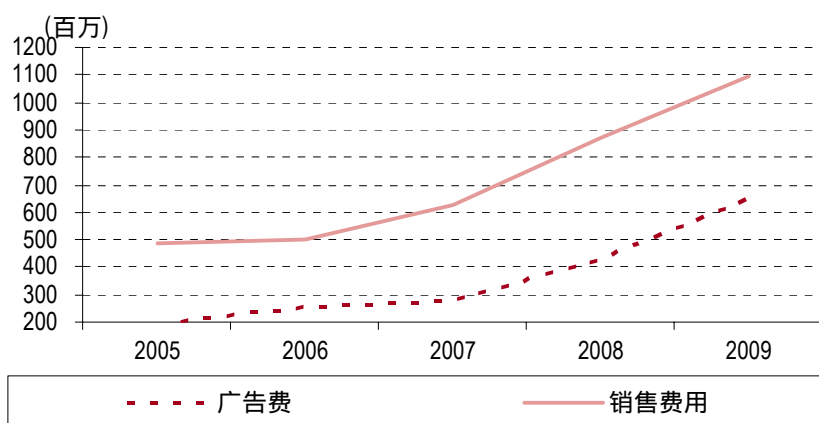


资料来源：公司数据，中银国际研究

营销持续高投入，支撑高端品牌影响力

公司持续加大广告投入，巩固和提升张裕品牌影响力。近年来公司广告费用攀升迅速，2009 年广告费用达 6.4 亿元，占销售费用比重近 59%，如果不考虑广告费用投入，则近年来公司销售费用率整体呈现下降趋势，我们也可由此得出一个结论：公司三级营销体系和经销商队伍成熟稳定。

图表 37. 广告投入情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 38. 销售费用率情况

	2005	2006	2007	2008	2009
广告费(百万)	195	258	274	430	644
销售费用(百万)	489	501	625	870	1,094
销售费用-广告费用(百万)	294	244	350	440	449
广告费占销售费用比重(%)	39.9	51.4	43.9	49.5	58.9
销售费用占收入比重(%)	27.11	23.13	22.88	25.19	26.05
除广告费用外费用占比(%)	16.3	11.3	12.8	12.7	10.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

三级营销体系和分类营销

公司在烟台威海等地主要采取直销模式，在其他市场主要采取三级营销模式，在小范围内采取经销商制。公司独特的三级营销体系显著区别于其他两家主要竞争对手，是支撑企业稳步快速增长的杀手锏。

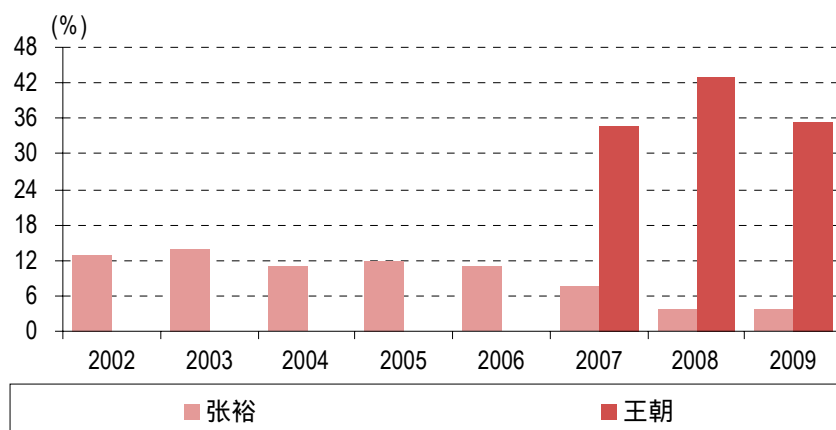
公司三级营销体系主要是“销售总部→销售分公司（全国 37 家）→经销处（全国 350 余家）”下辖 3,000 多家经销商，经销商直接面对零售等终端，其角色更接近于配送商，为此张裕公司并不特别在意强势经销商，其前 5 名销售商合计销售收入占比目前低于 5%。主要竞争对手长城和王朝以大经销商总代理制为主，总代理商负责再招商，以王朝为例，王朝的网络覆盖除贵州外的其他全部省份，但其全国仅有 1 家代表处（分公司），销售网络完全依赖经销商，王朝前 5 名销售商的销售额占比在 35%左右。

相对而言，张裕的渠道运作更加扁平化，350 个经销处和 2,500 多业务人员协助和指导经销商和终端，渠道覆盖到县一级（由于葡萄酒总体价格高于啤酒和白酒，因此目前品牌葡萄酒覆盖到县一级为止是成本/收益可接受的覆盖深度）。

张裕公司三级营销体系保证了经销商队伍的稳定，对终端的掌控力强，能对市场保持高度灵敏。为了强化经销商管理，公司还采取了收取保证金的方式防止串货。这种模式也从流通环节夺回更多利润，其毛利率和净利润率均高于竞争对手。

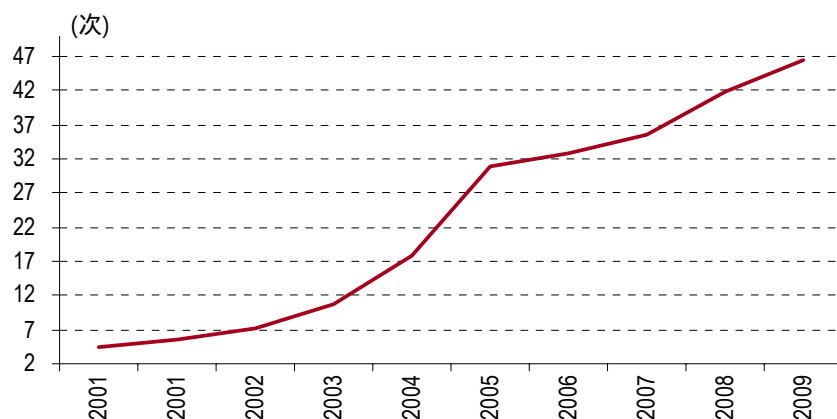
在三级营销的总框架下，公司坚持“中高档产品为主，高中低档产品全面推进”的战略，积极推进中低档产品在流通渠道销售，实施“细分市场、分类营销”差异化策略，按产品分类和渠道分类，进行市场人员和经销商细分。这种模式能够很大程度上解决串货难题，同时也避免了经销商经销一篮子产品时厚此薄彼的问题，同时我们认为这种模式对支持中低档产品的市场开拓也有利——当经销商只做单个产品时候，只有做好这个产品才会有出路，其自身资源就会集中于所经销的单一产品。

图表 39.公司前 5 名销售商销售收入占比下降



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 40. 三级营销体系促应收账款周转率大幅提高



资料来源：公司数据，中银国际研究

上游资源优势明显，酒庄酒原料完全自给

为突破即将面临的产能瓶颈以及配合公司五年计划的达成，公司在原料基地的布局上加大了投入。同其他主要对手相比，公司的上游资源布局较为全面。

截止到2009年7月底，张裕已在全国拥有葡萄基地20.15万亩，分别分布在烟台、陕西、宁夏、新疆、辽宁及北京。随着新疆和宁夏新增的2万亩和3万亩基地，目前公司基地面积达到25万亩。

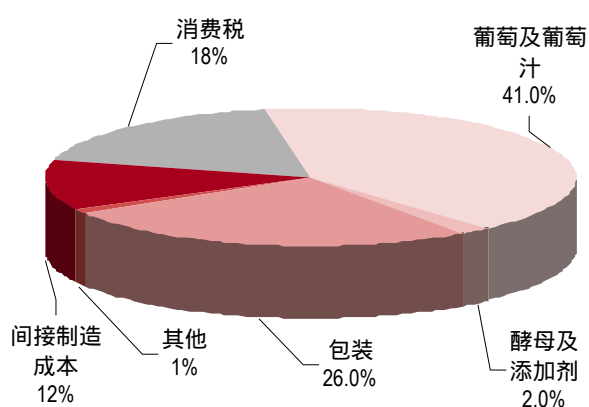
图表 41. 葡萄园基地情况

	自有及合作总量(亩)	分布	数量
张裕	250,000	新疆	70,000
		宁夏	80,000
		陕西	15,000
		北京密云	1,500
		辽宁	5,000
		烟台	80,000
长城	约 128,000	新疆	30,000
		宁夏	15,000
		河北&山东	83,000
王朝	约 100,000	天津	约 50,000
		新疆	约 25,000
		宁夏	约 25,000

资料来源：公司资料，中银国际研究

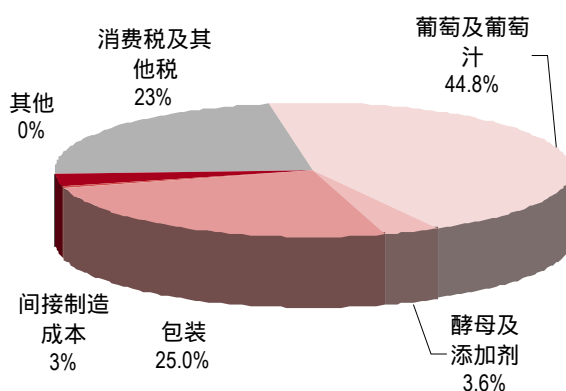
葡萄酒成本构成特征部分决定了资源控制的重要性。以王朝和通天酒业为样本，葡萄酒的成本构成当中，葡萄及葡萄汁同包装占比最高，合计超过 65%，剔除消费税因素，葡萄及葡萄汁的成本占比约 50%-60%，包装成本占比约为 32%。拥有自有葡萄基地和合作葡萄基地的企业，葡萄及葡萄汁成本占比相对要低。

图表 42.王朝酒业的成本构成



资料来源：公司 2009 年数据，中银国际研究

图表 43.通天酒业的成本构成



资料来源：公司 2008 年数据，中银国际研究

我们认为葡萄基地对葡萄酒企业重要性显著，张裕目前的葡萄自给率为七成左右，这一比率行业领先。葡萄酒行业同牛奶行业有类似之处，行业生产和销售集中度提高的同时，上游的重要性就逐步提高。主流企业虽无法做到（也无必要做到，葡萄全部自给也是有风险的）原料全部自给，但葡萄酒行业产业链协调发展的必要性和优势已经越来越突出。我们认为，张裕目前的原料自给率行业领先，竞争力突出（酒庄酒原料完全自给）。

张裕的基地建设主要有两种模式，一是自营型，二是合同型。张裕自营型基地建设模式，就是葡萄园的投资完全由张裕公司来进行；合同型基地建设模式目前占张裕基地的70%以上。

自营型基地采用两种管理模式：一是农业工人模式，采取考核责任制；二是小的生产单元采取有限承包，采用“统一管理”与分散承包相结合的方式，由专门的技术人员进行指导。

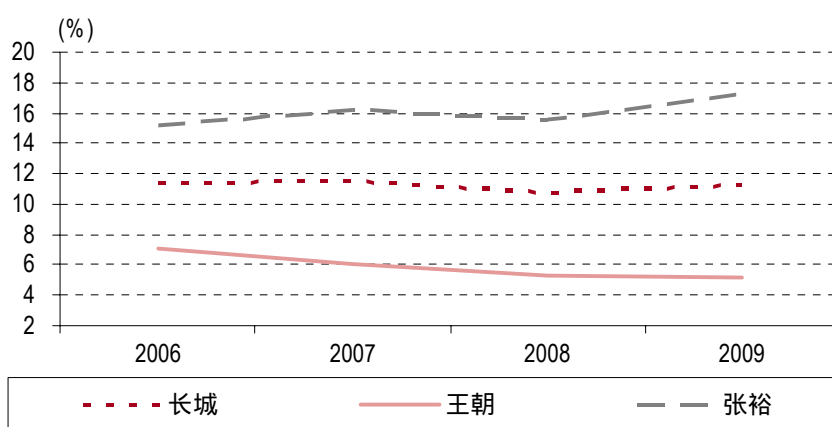
合同型基地也采用两种管理模式：一是公司+合作社+农户（主要适用于烟台地区和宁夏青铜峡地区）；二是公司+团场+农户（主要适用于新疆石河子和宁夏黄羊滩农场）。

市场占有率第一，利润总额行业占比近半

公司市场占有率稳中有升，至 2009 年，公司销售收入行业占比达到 17.2%，高出长城 5.9 个百分点，高出王朝酒业 12.0 个百分点，处于绝对领先地位。

三家企业利润总额行业占比约 66%，这同三家企业毛利率均大幅高于行业平均是一致的。其中张裕利润总额行业占比达 47%，长城约为 12%，王朝为 7%，张裕利润领先优势非常突出。

图表 44. 销售额行业占比比较



资料来源：公司数据，中银国际研究

五年规划的实施使得行业竞争门槛进一步抬高

公司目前产能在 14-15 万吨之间，已经处于高负荷运转状态。公司未来 5 年发展方向概括起来是“**产能升级，多酒并举，结构升级，细分市场，做深渠道**”。

多酒并举：葡萄酒为主，积极发展白兰地、保健酒和香槟酒。

产能升级：总产能 5 年能提升至 25 万吨；其中葡萄酒 13 万余吨，白兰地 7 万余吨，保健酒和香槟酒各 2 万吨。

结构升级：坚持中高档为主的产品路线，战略发展中低档。超高档百年老窖限量生产，高档酒庄酒产能从目前 4,000 多吨提高到 1 万吨，中高档解百纳重点发展，产能从目前 3 万吨提高到 5 万吨。中低档白兰地继续提高产能，同进口白兰地差异化竞争。

细分市场，做深渠道：公司将继续发挥网络渠道优势，加大细分市场力度，做深渠道。实施分产品分渠道运作，杜绝经销商只做赚钱产品的现象。为巩固终端控制力，公司还继续扩张自身的销售队伍，计划 5 年内将目前自有的 2,000 人的销售队伍扩大到 3,000 人，并保持千人以上的终端促销队伍。

结合产能扩张规划，公司将投资新厂，预计在新疆建立 2 个发酵工厂、1 个灌装基地和 1 个酒庄；在宁夏建立 2 个发酵工厂、1 个灌装工厂和 1 个酒庄；在西安再建 1 个酒庄。公司将在拟建新厂地开拓葡萄园，将控制的葡萄园面积提升到 25-30 万亩以适应产能增长需要。

公司 5 年发展计划若能顺利实施将能够解决公司即将遭遇的产能瓶颈，从而避免了公司因为产能限制而让出市场份额的风险。

“强者恒强”效应在葡萄酒行业表现的非常突出，品牌企业的全方位扩张提升了行业竞争门槛。张裕产能的释放使得其纺锤形产品组合更加成型，大大提高抗经济波动风险能力。同时品牌企业战略性发展中低档品牌一定程度降低了国内其他中小资本/企业企图由低端为切入点进入葡萄酒行业的可能性。

财务分析

从偿债方面来看，公司流动比率和速动比率在合理范围内，略低于一线白酒企业如五粮液和贵州茅台，高于泸州老窖、古井贡酒和酒鬼酒等。资产负债率2006年以来有所上升，2009年在41%左右，总体偿债能力强。

经营方面来看，应收账款周转率提高明显，显示公司货款回收能力强，对经销商议价和管理能力强，经营效率较高。

毛利率情况较好，2006-09年毛利率持续改善，2010年前三季度毛利率同上年持平，居高位；费用率比较平滑，净利润率、净资产收益率等盈利指标稳健。

图表 45. 公司主要财务指标一览

	2006	2007	2008	2009	2010年3季度
偿债能力					
资产负债率(%)	26.42	28.82	35.26	40.82	33.8
流动资产/总资产(%)	73	71.55	71.55	72.28	66.86
流动比率(次)	2.76	2.48	2.03	1.8	2.01
速动比率(次)	1.8	1.59	1.33	1.28	1.47
EBITDA/负债(倍)	0.79	1.05	0.84	0.70	0.67
营运能力					
存货周转率(次)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率(次)	32.9	35.5	41.9	46.6	37.2
流动资产周转率(次)	1.1	1.3	1.3	1.2	1.0
同比增长率					
每股收益(%)	-2.6	61.33	40.5	25.88	22.46
收入增长(%)	20.11	25.97	26.49	21.6	21.01
营业利润(%)	27.11	67.73	24.06	25.13	25.95
利润总额(%)	27.42	68.04	24.63	26.71	24.6
净利润(%)	26.3	61.12	40.75	26.01	22.58
盈利能力					
销售毛利率(%)	66.65	69.71	70	71.62	71.61
销售期间费用率(%)	32.13	28.54	29.79	30.56	32.08
销售净利率(%)	18.34	23.4	25.9	27.05	25.37
净资产收益率(%)	22.09	28.52	35.17	37.1	27.04

资料来源：公司资料，中银国际研究

风险因素提示

原料供给风险。葡萄酒企业对葡萄原料依赖度高，酿酒葡萄总体种植规模有限和分布区域相对集中，葡萄产量对自然灾害敏感，葡萄企业会面临葡萄减产风险。公司产能不能顺利释放的风险也部分源于原料供给。

进口酒冲击风险。公司产量最大的是普通干红系列，短期容易受到普通进口酒的冲击，存在一定的销量下降风险。同时由于进口酒增速远大于国内消费增速，会对国产酒整体造成冲击。

经济减速风险。葡萄酒消费同消费升级密切相关，宏观经济增速放缓会对公司收入增长造成影响。

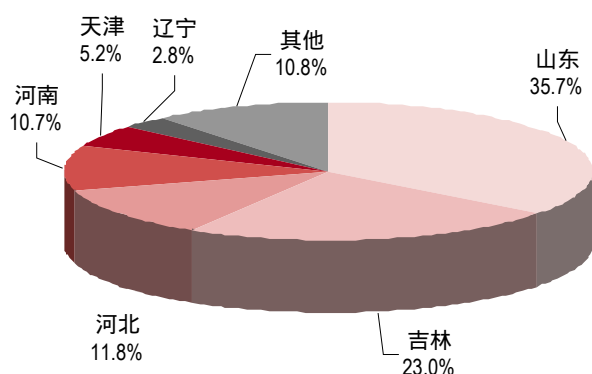
附录、行业部分重要数据

葡萄酒产量分布集中

我国葡萄酒产量较为集中，2009 年山东省葡萄酒产量 34.25 万吨，占全国产量 35.7%，前 6 省产量占全国 89.2%。

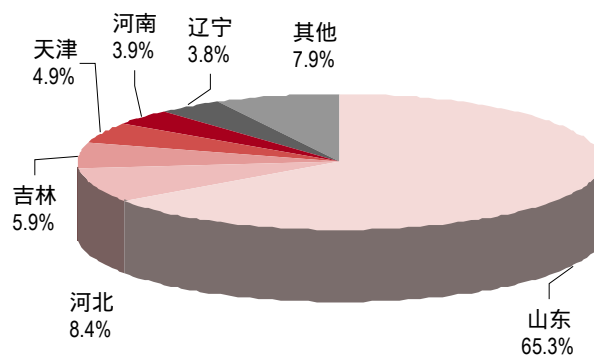
2009 年山东省葡萄酒收入 144.67 亿元，占全国 65.3%，前 6 省份合计占 92.1%，葡萄酒产业的集聚消费非常明显。

图表 46.我国葡萄酒产量分布情况



资料来源：统计局，中银国际研究及预测

图表 47.我国葡萄酒分地区收入占比情况

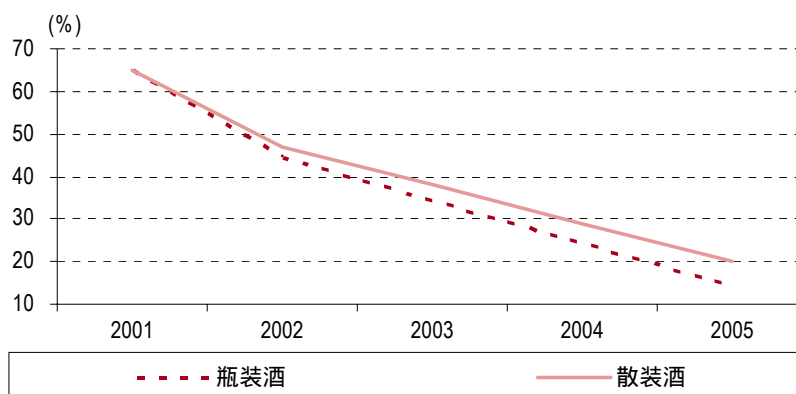


资料来源：统计局，中银国际研究及预测

葡萄酒进口税率逐年下降

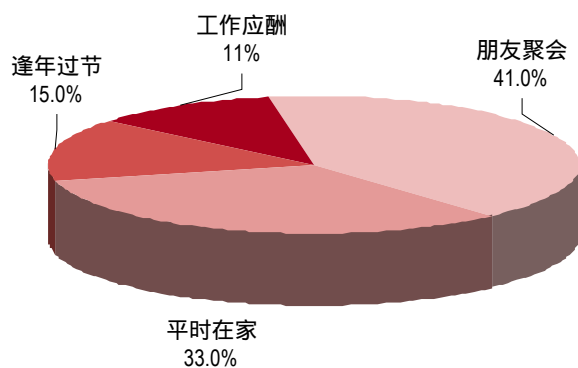
我国加入 WTO 以后葡萄酒进口关税下降较快，2001-2005 年瓶装葡萄酒进口关税由 65%下降至 14%，散装酒由 65%下降至 20%。

图表 48.葡萄酒进口关税变化情况



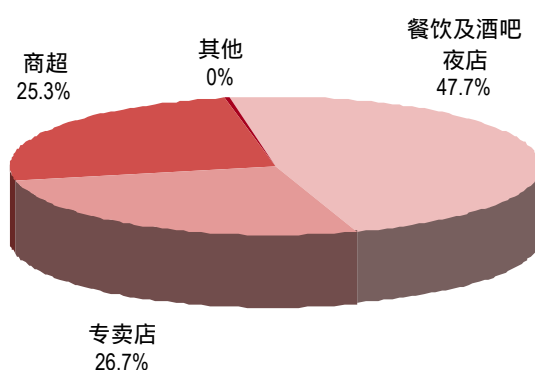
资料来源：商务部，中银国际研究

图表 49.葡萄酒饮用场合分析



资料来源：葡萄酒营销渠道构建研究，中银国际研究

图表 50.葡萄酒销售渠道



资料来源：葡萄酒营销渠道构建研究，中银国际研究

结合葡萄酒饮用场合和葡萄酒销售渠道结构分析，我们也可发现两者基本呈现相互印证的关系。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,453	4,199	5,143	6,291	7,695
销售成本	(1,036)	(1,192)	(1,409)	(1,679)	(2,027)
经营费用	(1,276)	(1,566)	(1,910)	(2,337)	(2,840)
息税折旧前利润	1,200	1,501	1,882	2,345	2,910
折旧及摊销	(59)	(59)	(58)	(70)	(82)
经营利润 (息税前利润)	1,141	1,442	1,824	2,275	2,829
净利息收入/(费用)	35	30	16	27	35
其他收益/(损失)	7	27	11	13	21
税前利润	1,183	1,499	1,851	2,316	2,884
所得税	(289)	(363)	(450)	(570)	(721)
少数股东权益	0	(9)	(10)	(10)	(11)
净利润	895	1,127	1,392	1,735	2,152
核心净利润	895	1,127	1,392	1,735	2,152
每股收益(人民币)	1.70	2.14	2.64	3.29	4.08
核心每股收益(人民币)	1.70	2.14	2.64	3.29	4.08
每股股息(人民币)	1.20	1.20	1.33	1.66	2.05
收入增长(%)	26.5	21.6	22.5	22.3	22.3
息税前利润增长(%)	23.4	26.4	26.5	24.7	24.3
息税折旧前利润增长(%)	21.9	25.1	25.4	24.6	24.1
每股收益增长(%)	40.7	26.0	23.4	24.7	24.0
核心每股收益增长(%)	40.7	26.0	23.4	24.7	24.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,749	2,545	4,005	5,426	7,414
应收帐款	96	136	178	214	262
库存	998	1,131	1,310	1,553	1,885
其他流动资产	63	64	140	162	118
流动资产总计	2,906	3,877	5,633	7,356	9,678
固定资产	728	997	1,146	1,349	1,454
无形资产	101	148	144	141	138
其他长期资产	326	343	407	405	354
长期资产总计	1,155	1,487	1,697	1,895	1,946
总资产	4,061	5,364	7,330	9,251	11,624
应付帐款	221	343	324	386	466
短期债务	0	225	123	99	79
其他流动负债	1,211	1,583	2,963	3,968	5,197
流动负债总计	1,432	2,150	3,411	4,453	5,742
长期借款	0	11	16	21	24
其他长期负债	0	29	29	29	29
股本	527	527	527	527	527
储备	2,016	2,511	3,202	4,064	5,135
股东权益	2,544	3,038	3,729	4,592	5,662
少数股东权益	85	136	146	156	168
总负债及权益	4,061	5,364	7,330	9,251	11,624
每股帐面价值(人民币)	4.82	5.76	7.07	8.71	10.74
每股有形资产(人民币)	4.63	5.48	6.80	8.44	10.48
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.32)	(4.38)	(7.33)	(10.06)	(13.86)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,183	1,499	1,851	2,316	2,884
折旧与摊销	59	59	58	70	82
净利息费用	(40)	(33)	(16)	(27)	(35)
运营资本变动	518	438	543	836	1,097
税金	(289)	(363)	(450)	(570)	(721)
其他经营现金流	(181)	(241)	524	(69)	(121)
经营活动产生的现金流	1,251	1,360	2,510	2,556	3,186
购买固定资产净值	(286)	(267)	(270)	(270)	(135)
投资减少/增加	3	559	0	0	0
其他投资现金流	(451)	(43)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(735)	250	(270)	(270)	(135)
净增债务	0	11	5	5	3
支付股息	(633)	(633)	(701)	(873)	(1,082)
其他融资现金流	18	189	(101)	(25)	(20)
融资活动产生的现金流	(580)	(403)	(780)	(865)	(1,064)
现金变动	426	797	1,460	1,421	1,987
期初现金	1,323	1,749	2,545	4,005	5,426
公司自由现金流	516	1,609	2,256	2,309	3,082
权益自由现金流	551	1,650	2,262	2,319	3,088

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.75	35.75	36.60	37.28	37.82
息税前利润率(%)	33.04	34.33	35.47	36.17	36.76
税前利润率(%)	34.26	35.70	35.99	36.81	37.48
净利率(%)	25.91	26.84	27.06	27.59	27.96
流动性					
流动比率(倍)	2.03	1.80	1.65	1.65	1.69
利息覆盖率(倍)	(32.3)	(47.7)	(114.9)	(83.0)	(81.7)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.33	1.28	1.27	1.30	1.36
估值					
市盈率(倍)	53.74	42.65	34.55	27.70	22.34
核心业务市盈率(倍)	53.74	42.65	34.55	27.70	22.34
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	29.47	23.39	18.94	15.19	12.25
市净率(倍)	18.29	15.14	12.41	10.13	8.25
价格/现金流(倍)	(753.45)	39.87	32.93	33.83	24.19
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	38.60	30.48	23.49	18.24	14.01
周转率					
存货周转天数	105.47	98.32	92.97	90.12	89.39
应收帐款周转天数	8.70	8.52	9.34	9.13	9.13
应付帐款周转天数	77.76	105.08	83.95	83.95	83.95
回报率					
股息支付率(%)	0.00	0.00	50.34	50.30	50.26
净资产收益率(%)	34.03	35.51	35.91	36.55	36.91
资产收益率(%)	22.03	21.02	18.99	18.76	18.51
已运用资本收益率(%)	32.55	31.71	34.08	35.05	35.76

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

金枫酒业 (600616.SS/人民币 13.05, 买入)

五粮液 (000858.SZ/人民币 33.80, 未有评级)

贵州茅台 (600519.SS/人民币 180.19, 未有评级)

洋河股份 (002304.SZ/人民币 211.00, 未有评级)

中葡股份 (600084.SS/人民币 9.14, 未有评级)

古越龙山 (600059.SS/人民币 12.97, 未有评级)

以 2011 年 1 月 14 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371