

张裕 A (000869.sz)

业绩符合预期，盈利能力持续提升

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020009

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010017

投资分析要点

(1) 业绩符合预期，盈利能力持续提升。张裕 2010 年实现营业收入 49.8 亿元，增长 18.7%，实现净利润 14.34 亿元，增长 27.2%，符合我们的预期。

(2) 2010 年收入稳健增长，增速前高后低。3、4 季度收入同比增长仅为 10.1%、13.1%，预计与 09 年同期基数较高有关。预计张裕 2010 年 1 季度收入可恢复较快的增速，其中 1、2 月份销售收入增速超过 30%。(3) 分区域看，沿海、中部、西部地区收入增速大致相当，预计未来随着中部地区经济的快速发展和葡萄酒消费习惯的培养，未来几年将成为张裕重要的增长点

(4) 酒庄酒等高档产品占比提高。2010 年毛利率提升到 74.8%，利润增幅高于收入增幅，其中 4 季度毛利率高达 82.7%。我们认为随着酒庄酒占比的提高，利润高于收入增幅的趋势仍可维持。张裕酒庄酒产能持续扩张，将是未来重要的利润增长点，正享受 400-700 元价格档次葡萄酒需求的快速增长。

(5) 进口酒的增速较快，但基数较低、品牌杂乱，2010 年占国内葡萄酒消费费重大约为 12%。张裕主要的竞争对手仍是长城、王朝等国内葡萄酒企业。

盈利预测和投资评级

预计 11-13 年实现每股收益 3.43、4.27、5.25 元，分别同比增长 26%、24%、23%，作为稳健成长的品种，近期估值水平已回落，投资价值逐步显现，继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

进口葡萄酒的冲击超出我们的预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4199.40	4982.94	5979.57	7202.58	8637.46
增长率(%)	21.60%	18.66%	20.00%	20.45%	19.92%
EBITDA(百万元)	1500.15	1964.46	2490.92	3087.90	3793.44
净利润(百万元)	1127.33	1434.22	1810.59	2250.17	2767.22
增长率(%)	26.01%	27.22%	26.24%	24.28%	22.98%
每股收益(元)	2.14	2.72	3.43	4.27	5.25
市盈率	35.56	35.28	24.99	20.11	16.35
市净率	13.19	13.18	9.21	7.41	5.99
EV/EBITDA	25.18	24.49	16.21	12.59	9.80

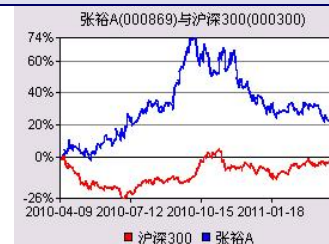
数据来源: 烟台张裕葡萄酿酒股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	85.82
目标价格(元)	102.90
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-4.70%	-6.57%	24.22%
沪深 300	0.43%	5.90%	-0.76%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

527.28/348.80

主要股东:

烟台张裕集团有限公司

主要股东持股比例

50.40%

财务比率

ROE	37.35%
ROA	33.50%
资产负债率	33.21%
每股净资产(元)	7.28

2010 年报数据

2010年业绩回顾-业绩符合预期，盈利能力持续提升

张裕2010 年全年实现营业收入49.8亿元，较上年同期增长18.7%，实现净利润14.34亿元，同比增长27.2%，符合我们的预期。

表 1: 张裕2010年业绩情况 单位: 百万元

	2009 年	2010 年	同比	点评
利润表				
营业收入	4199	4983	18.7%	收入稳健增长，增速前高后低，3、4 季度收入同比增长仅为 10.1%、13.1%，预计与 09 年同期基数较高有关。预计张裕 2010 年 1 季度收入可恢复较快的增速，其中 1、2 月份销售收入增速超过 30%。
营业利润	1472	1907	29.6%	
归属于母公司所有者净利润	1127	1434	27.2%	酒庄酒等高档产品占比提高，毛利率提升到 74.8%，利润增幅高于收入增幅。我们认为随着酒庄酒占比的提高，利润高于收入增幅的趋势仍可维持。
分产品				
葡萄酒	3390	4069	20.0%	预计酒庄酒收入增速较快，爱斐堡收入增幅 150%左右。张裕酒庄酒产能持续扩张，正享受 400-700 元价格档次葡萄酒需求的快速增长，酒庄酒将是未来重要的利润增长点，未来高档酒的收入和销量占比有望接近泸州老窖、五粮液等白酒企业。
白兰地	581	646	11.1%	
保健酒	133	141	6.2%	
香槟酒	32	34	6.8%	
分区域				2010 年沿海、中部、西部地区收入增速大致相当，预计未来随着中部地区经济的快速发展和葡萄酒消费习惯的培养，未来几年将成长张裕重要的增长点。
西部	195	233	19.1%	
沿海	3583	4244	18.4%	
中部	421	506	20.4%	

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 2: 张裕4季度业绩情况 单位: 百万元

	09 年 4 季	10 年 4 季	同比	
利润表				
营业收入	1249	1412	13.1%	4 季度收入增幅环比 3 季度小幅上升。利润增幅远高于收入增幅，4 季度毛利率高达 82.7%，预计酒庄酒收入的占比大幅提高。
营业利润	524	713	36.1%	
归属于母公司所有者的净利润	400	543	35.7%	

数据来源: 广发证券发展研究中心

张裕酒庄酒产能持续扩张，将是未来重要的利润增长点，正享受400-700元价格档次葡萄酒需求的快速增长。2011年度，公司资本开支计划总额为10亿元，计划建设项

目11项,除了公司原有的四大酒庄,公司现阶段正在新建石河子酒庄、咸阳长安酒庄,扩建爱斐堡酒庄的生产规模。对比五粮液、泸州老窖的高端白酒,张裕酒庄酒占销量和收入的比重仍较小,升级空间较大。

2010年沿海、中部、西部地区收入增速大致相当,预计未来随着中部地区经济的快速发展和葡萄酒消费习惯的培养,未来几年将成为张裕重要的增长点。

表 3: 2003-2010年分区域收入同比增幅

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
西部	-16.6%	-17.4%	16.1%	9.0%	39.3%	16.9%	24.4%	19.1%
沿海	27.8%	24.8%	37.8%	20.4%	25.2%	29.1%	21.4%	18.4%
中部	24.5%	2.0%	23.1%	20.3%	28.7%	11.1%	22.4%	20.4%

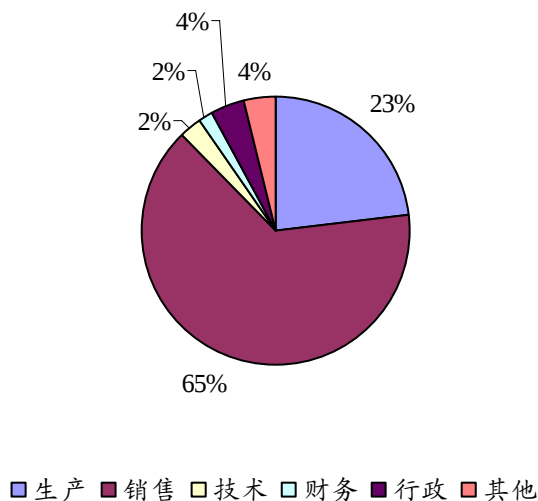
数据来源: 广发证券发展研究中心

图 1: 2002年和2010年张裕分区域销售收入



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 2: 2010年张裕人员构成情况



数据来源: 公司年报

前5名客户营业收入占比从09年的3.8%降至10年2.6%，张裕对渠道的掌控能力进一步加强。

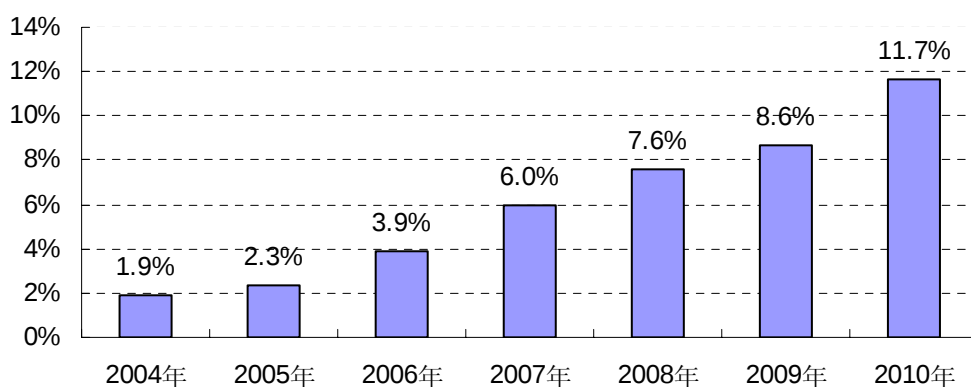
表 4: 前五名客户的营业收入 单位: 元

2009 年			2010 年		
	金额	占营业收入比例		金额	占营业收入比例
第一名	39,512,553	0.9%	第一名	29,352,577	0.6%
第二名	35,932,551	0.9%	第二名	25,886,223	0.5%
第三名	33,201,687	0.8%	第三名	23,565,699	0.5%
第四名	25,902,916	0.6%	第四名	23,516,666	0.5%
第五名	24,299,141	0.6%	第五名	23,326,067	0.5%
总计	158,848,848	3.8%	总计	125,647,232	2.6%

数据来源: 公司年报

进口酒的增速较快，但基数较低、品牌杂乱，2010年占国内葡萄酒消费比重大约为12%。因此，目前张裕主要的竞争对手仍是长城、王朝等国内葡萄酒企业。2010年长城葡萄酒收入出现小幅下滑，长城的销售体系仍处于调整期，张裕可借机加大市场推广力度。

图 3: 2L以下进口葡萄酒占中国葡萄酒消费量的比重



数据来源: 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

预计11-13年实现每股收益3.43、4.27、5.25元，分别同比增长26%、24%、23%，2011-2013PE分别为25、20、16倍。作为稳健成长的品种，近期估值水平已回落，投资价值逐步显现，继续给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

进口酒的冲击超出我们的预期。

广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮, 分析师, 华南理工大学管理学硕士, 2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿, 分析师, 中山大学金融学硕士, 2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。