

增 持 维 持

张裕 A (000869)

2011 年 4 月 11 日

营销产能双布局欲厚积薄发

2011 年 4 月 8 日收盘于: 85.82 元
6 个月目标价: 100.20 元食品饮料行业分析师: 赵 勇
SAC 执业证书编号: S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
0755-82775282卢 媛媛
SAC 执业证书编号: S0850511030004
lyy5991@htsec.com
021-23219610联系人: 齐 莹
qiy@htsec.com
021-23219166

年报概述。张裕 2011 年 4 月 9 日发布 2010 年报, 公司实现营业收入 49.83 亿元, 同比增长 18.66%; 实现利润总额 19.30 亿元, 同比增长 28.71%; 实现归属于上市公司股东的净利润 14.34 亿元, 同比增长 27.22%; 扣除非经常性损益的净利润 13.75 亿元, 同比增长 24.25%。

2010 年公司每股收益为 2.72 元, 加权净资产收益率为 41.57%, 较 2009 年增加 0.40 个百分点; 公司 2010 年归属于上市公司股东的每股净资产为 7.28 元, 同比增加 26.39%。此外, 公司报告期每股经营性现金流 2.45 元, 较 2009 年下降 5.04%。

公司 2010 年分配预案: 拟向全体股东每股派发现金 1.4 元 (含税)。

简评和投资建议。

张裕是我国葡萄酒行业的龙头企业, 特别在中高端市场更是独占鳌头, 公司销售收入约占行业总额的 17%, 而利润总额占行业利润总额比例超过一半。葡萄酒行业在我国属于朝阳行业, 行业年销售额也仅仅只有 300 亿元左右, 与其他酒种相比市场空间十分巨大, 这些年行业的高速发展也证明了这一点。张裕同行业一起经历了高速发展的时期, 但 2008 年后公司销售收入增长率有所下滑。我们认为主要原因可以归结为: 公司产能受限、行业优势销售区域集中在沿海地区造成竞争环境趋紧、受到进口葡萄酒的猛烈冲击、国人对葡萄酒的消费观念还未成熟。值得庆幸的是, 张裕充分认识到公司面临的机遇与困难, 提出了五年发展规划, 在原料基地、酒庄酒、和营销布局等方面做出了清晰的战略布局。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 3.34、4.21、5.40 元, 给予公司 11 年 30 倍的 PE, 对应合理价位 100.20 元。“增持”评级。

(1) 五年规划突破瓶颈: 公司 5 年发展规划的主要内容为: 到 2015 年公司总产量提升到 25 万吨, 酒庄酒销量达到 1 万吨, 解百纳达到 5 万吨, 公司可控制的原料基地达到 25 万亩。

我们分析: 若不考虑产能限制, 从行业自然增长的情况考虑, 5 年行业规模扩大 1 倍是完全可行的, 因此公司关于产销的规划是可行的。公司目前酒庄酒有烟台张裕卡斯特酒庄、辽宁黄金冰谷冰酒酒庄、新西兰张裕凯利酒庄和北京爱斐堡酒庄, 2010 年公司开始兴建陕西、宁夏和新疆酒庄, 我们预计陕西咸阳酒庄 2011 年完成土建, 2012 年投产, 新疆和宁夏酒庄预计在 2013 年投产。

公司产能建设稳步推进中, 除了新疆、宁夏、西安新酒庄正在建设中, 烟台西郊新建工业园区 2010 年开工, 北京爱斐堡、辽宁冰酒酒庄扩产也在进行中。

从营销网络角度, 公司已确定在全国 100 个重点城市建设销售体系, 并投入资金在相应城市购买营销办公室。

另外, 我们认为葡萄酒行业的资源属性越来越明显了。2010 年全国葡萄酒产量达到 108 万吨, 按照 1 吨葡萄酒需要 1.5 亩葡萄园的原料供应, 那么 108 万吨葡萄酒的产量就对应着 163 万亩的酿酒葡萄种植面积, 而我国葡萄种植以鲜食葡萄为主, 我们估计 2010 年全国酿酒葡萄种植面积约为 100 万亩, 且高度集中在西北和华北, 由此便产生了原料紧张的形势。我们预计未来酿酒葡萄种植面积增速, 赶不上葡萄酒行业的增长。可见公司在原料基地建设方面的远见卓识。

表 1 张裕 2011 年固定资产投资项目概况

项目	项目内容	投资额	预计投产
销售公司市场办公房购置	在全国 54 个重点城市购买城市营销公司办公用房	5300 万元	2012 年
烟台西山厂区建设室内物流中心	1.5 万平方米产品周转中心, 建成后年节省仓储费用 227 万元	4000 万元	2011 年
扩大北京张裕爱斐堡酒庄生产规模项目	租赁酒庄东北部土地 600 亩及宇航肉联厂, 改造后形成 3000 吨酒庄酒配套生产基地, 及解决 200 名员工住宿问题	9250 万元	2012 年
陕西咸阳兴建张裕酒庄项目	新建酒庄, 建设期 3 年, 2012 年达产	2.5 亿元	2012 年
新疆石河子购置 60 公顷土地及建设高档酒生产基地项目	规划种植优质酿酒葡萄示范园 800 亩, 发酵高档原酒 5000 吨, 生产高档成品酒 500 吨	7500 万元	2013 年
烟台经济技术开发区购置 110 公顷土地	张裕工业园区项目, 尚在论证阶段	16500 万元	NA
张裕宁夏葡萄酒公司建设项目	征用土地 260 亩, 租用土地 350 亩, 9673 平方米酒庄主体建筑和 5000 吨封装能力	15836 万元	2013 年
橡木桶购置项目	拟进口大小橡木桶 11827 只, 总容量 3147 吨	9452 万元	NA
烟台西山厂区建设 1 万平方米地下酒窖项目	建设 9700 平方米三层地窖酒窖, 新增白兰地桶储容量 1832 吨, 解百纳以上葡萄酒桶储容量 3943 吨, 瓶储 1200 吨	4991 万元	NA
烟台西山常去建设 1.5 万吨储酒罐区项目	新增 1.5 万吨储酒能力项	2660 万元	NA
烟台张裕卡斯特酒庄建设 1.5 万平方米酒窖及会所项目	在烟台张裕卡斯特酒庄西南角征用 20 亩土地, 增加储藏面积 6000 平方米, 扩大酒庄酒生产能力	14761 万元	NA

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(2) 洋酒冲击不可小视: 国外红酒多为酒庄酒, 个体规模都很小, 因此在进口红酒进入中国时, 其资本实力较弱, 渠道壁垒较高, 产品质量参差不齐等诸多弊端。但进口红酒利润较高, 对经销商吸引力较大, 另外进口红酒关税从 65% 直线下降到瓶装 14%, 散装 20%, 大大刺激了红酒的进口。当众多进口红酒品牌形成一股合力的时候, 我们认为洋酒的冲击不可小视。2009 年、2010 年我国分别进口红酒 18.73 万吨和 30.49 万吨, 2010 年较 2009 年同比增长 63%。2009 年进口红酒占我国红酒产量的 19.76%, 而 2010 年进口红酒占我国红酒产量的 28.14%, 其增长速度十分惊人。

我们认为虽然公司的行业地位目前不可撼动, 但是公司必须警惕进口红酒的冲击。

风险与不确定性。 洋酒冲击, 新酒庄酒培育时间过长。营销费用大比例提高。管理层动力不足。

年报点评及分析:

(1) 下半年销售收入增速放缓。 2010 年公司实现营业收入 49.83 亿元, 同比增长 18.66%。分季度看 2010 年 1-4 季度公司销售收入同比增长率分别为 26.06%、25.95%、10.95% 和 13.10%。可以看出 2010 年下半年销售收入增长明显放缓。我们认为主要原因是 2009 年同期增长速度过快, 基数过大造成 2010 年增长速度放缓, 从行业的情况看也是如此, 2009 年上半年和下半年行业产销量同比增速分别为 -12.82% 和 63%, 2010 年行业上半年和下半年产销量同比增速分别为 22% 和 8%, 公司销售收入增长率仍然好于行业平均水平。

(2) 高端酒庄酒销售形势良好及原材料控制得当促使毛利率提升。 2010 年公司实现毛利率 74.76% 较 2009 年提高 3.14%。葡萄酒、白兰地、香槟酒和保健酒的毛利率分别上升 3.59%、0.60%、0.06%、1.81%。我们认为公司毛利率提升与高端产品酒庄酒销量大幅提升有关, 估计北京爱斐堡酒庄酒销量提升 100% 以上。另外, 毛利率的提升与公司对原料的控制有直接的关系, 公司 2009 年年底收购新疆天珠, 天珠酒业成立于 2006 年, 注册资金 2000 万元, 到 2008 年, 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, 目前, 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。

表 2 张裕主要参股企业净利润情况

公司名称	参股比例 (%)	2009 年 (万元)	2010 年 (万元)
烟台张裕-卡斯特酒庄有限公司	70	6349	5457
廊坊卡斯特-张裕酒业有限公司	49	618	245
烟台麒麟包装有限公司	50	854	513
北京爱斐堡	70	1273	2346
辽宁张裕冰酒有限公司	51	140	198
新疆天珠葡萄酒业有限公司	60	142	3280

资料来源：公司公告，海通证券研究所

(3) 销售费用与销售收入同步增长。2010年公司实现销售费用13.38亿元，管理费用2.18亿元。公司费用占销售收入比例基本与2009年相当，从下表费用明细看，公司费用控制得当，费用增长与销售收入基本同步。

表 3 张裕销售费用变化情况

项目	2010 年 (万元)	2009 年 (万元)	同比 (%)
广告费	77692.80	63294.19	22.75
运输费	13944.08	11143.97	25.13
工资及福利费	19026.66	16168.25	17.68
商标使用费	9697.52	8338.77	16.29
仓储租赁费	3018.44	2692.54	12.10
差旅费	1795.24	1846.31	-2.77
销售提成	895.73	846.13	5.86
葡萄酒节专用费	1041.04	581.37	79.06
其他	6735.51	4455.94	51.16
合计	133847.02	109367.45	22.38

资料来源：公司公告，海通证券研究所

(4) 中西部地区销售收入增长快于沿海地区。从下表可以看出，公司中西部地区销售收入增速快于沿海地区和整体增速。虽然幅度不大，但至少表明公司在非优势地区开始突破，从行业角度看葡萄酒消费开始向中西部地区渗透。

表 4 张裕公司按区域销售收入增长情况

分区域主营业务收入比较	2009 年 (万元)	2010 年 (万元)	同比增长
沿海地区	358336	424397	18.44%
中部地区	42066	50627	20.35%
西部地区	19538	23270	19.10%
合计	419940	498294	18.66%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

下表是我们对公司 2011-2013 年的盈利预测更新

表 5 张裕合并损益表及预测 (20110410 更新)

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3453	4199	4983	5874	7277	9092
营业成本	1036	1192	1258	1421	1718	2081
营业税金及附加	215	253	286	321	365	419
销售费用	870	1094	1338	1586	1965	2455
管理费用	190	216	214	264	327	409
财务费用	(35)	(30)	(29)	(72)	(76)	(94)
投资收益	4	3	1	0	0	0
资产减值及公允价值变动	2	1	5	5	5	5
其他收入	(7)	(7)	64	20	20	20
营业利润	1176	1472	1907	2379	3002	3847
营业外净收支	7	27	22	0	0	0
利润总额	1183	1499	1930	2379	3002	3847
所得税费用	289	363	475	595	750	962
少数股东损益	(0)	9	20	25	31	40
归属于母公司净利润	895	1127	1434	1759	2220	2845
摊薄每股收益 (元)	1.70	2.14	2.72	3.34	4.21	5.40

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵 勇：食品饮料行业

卢媛媛：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五粮液、水井坊、贵州茅台、泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒、洋河股份、老白干酒、伊力特、沱牌曲酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕 A、古越龙山、伊利股份、双汇发展

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。