



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 业绩回顾

证券研究报告

2011年4月25日

食品饮料

研究部

孙轶佳

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080511010026  
sunyj@cicc.com.cn

袁霏阳

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080200010007  
yuanfy@cicc.com.cn

审慎推荐

张裕 A (000869.SZ)

金志耀

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080511010037  
jinzy@cicc.com.cn

受益于行业需求的快速增长

### 主要财务信息

| (百万元)         | 2007A | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入        | 2,730 | 3,453 | 4,199 | 4,983 | 6,242 | 7,542 |
| (+/-%)        | 26.2  | 26.5  | 21.6  | 18.7  | 25.3  | 20.8  |
| 息税前利润         | 914   | 1,139 | 1,441 | 1,882 | 2,430 | 3,032 |
| (+/-%)        | 49.1  | 24.6  | 26.5  | 30.6  | 29.1  | 24.7  |
| 净利润           | 636   | 895   | 1,127 | 1,434 | 1,841 | 2,285 |
| (+/-%)        | 43.2  | 40.7  | 26.0  | 27.2  | 28.3  | 24.2  |
| 每股盈利 (元)      | 1.21  | 1.70  | 2.14  | 2.72  | 3.49  | 4.33  |
| (+/-%)        | 43.2  | 40.7  | 26.0  | 27.2  | 28.3  | 24.2  |
| 每股经营现金流 (元)   | 1.55  | 2.37  | 2.58  | 2.45  | 3.52  | 4.14  |
| 市盈率 (倍)       | 76.4  | 54.3  | 43.1  | 33.9  | 26.4  | 21.3  |
| 市净率 (倍)       | 21.8  | 19.1  | 16.0  | 12.7  | 9.8   | 7.8   |
| EV/EBITDA (倍) | 48.7  | 39.6  | 31.6  | 24.2  | 18.8  | 15.2  |
| 股价/经营现金流 (倍)  | 59.5  | 38.8  | 35.7  | 37.7  | 26.2  | 22.2  |
| 净资产收益率 (%)    | 28.5  | 35.2  | 37.1  | 37.4  | 37.2  | 36.9  |
| 投入资本回报率 (%)   | 19.6  | 22.0  | 21.0  | 24.0  | 25.5  | 26.7  |
| 现金分红收益率 (%)   | 1.2   | 1.3   | 1.3   | 1.5   | 2.1   | 2.6   |

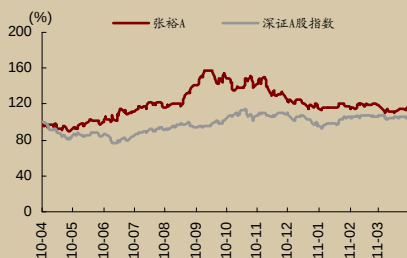
### 股票信息

| B股             | A股            |
|----------------|---------------|
| 200869 CH      | 000869 CH     |
| 港币 82.28       | 人民币 92.15     |
| 港币 100.78      | 目标股价          |
| 0.35           | 日成交量 (百万股)    |
| 港币 104.6/61.05 | 52周最高价/最低价    |
| 51,812         | 总市值 (百万元)     |
| 527            | 发行股数 (百万股)    |
| 178            | 其中: 流通股 (百万股) |
| 张裕集团 (50.4%)   | 主要股东 (持股比例)   |
|                | 张裕集团 (50.4%)  |

### 最近估值走势

|          | 1周内变化 | 1个月变化 | 3个月变化 | 年初至今  |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 张裕A      | 5.5%  | 4.4%  | 7.1%  | -4.0% |
| 深证A股指数   | -0.5% | -2.6% | 11.0% | -1.3% |
| 中金食品饮料指数 | -0.6% | -2.5% | 6.4%  | -2.8% |

### 最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

### 2010年一季度业绩超预期:

一季度实现销售收入 20.9 亿元, 同比增长 31.9%, 净利润达到 5.63 亿元, 同比增长 48.8%, 每股收益 1.07 元, 超出市场预期。

酒类行业快速增长是收入超预期是的原因之一。2011 年一季度中高端白酒的销售持续超预期, 而张裕所在的价格端与中高端白酒更为相似, 其受益于行业需求的快速增长。一季度酒庄酒和解百纳的同比增速分别达到 40%-50% 和 30% 以上。同时, 在 2010 年对公司的大区经理进行调整, 2011 年作为各区域的开局之年, 区域经理开拓市场的动力更高。加之经销商预期公司提价, 使得 2011 年一季度收入增速超预期。

一季度毛利率同比提高 3.5 个百分点。今年一季度同比增加 5 亿元收入中 55% 是解百纳以上产品, 其中卡斯特以上产品占比达到 27%。加之公司对部分产品价格的调整带动毛利率同比提升。

一季度销售费用率同比下降 3.5 个百分点。销售费用率下降主要是因为收入增长超预期, 且去年全年预提 1 亿元的广告费用。

### 评论:

需求升级带动公司收入的快速发展。茅台的提价不但为中高端白酒的发展打开价格空间, 也使得葡萄酒行业呈现快速增长的发展态势。但是, 我们判断今年二季度经销商的提价预期回落, 使得公司二季度收入增速将有所回落。4 月销售增速的回落已印证我们的判断。我们预计张裕 2011 年全年收入将达到 62 亿元以上, 同比增长 25% 以上。

产品结构优化和费用率降低, 利润增速有望超预期。公司已于去年 12 月及今年 3 月分别对白兰地和中高端葡萄酒提价 8% 和 4-5%, 平均 1 元/瓶提价幅度即可完全抵消 2010 年原材料成本上涨压力。公司力争将中档以上产品销售占比由 2010 年的 60% 提高到 80%。今年公司在费用投入更为严格, 全年广告费用增速低于收入增速。产品结构优化和费用率降低带动利润超预期增长。

### 估值与建议:

公司 2011 年市盈率分别为 26.4 倍和 21.3 倍, 属于可选消费品偏高端, 公司二季度有望随白酒板块反弹而实现估值提升, 我们仍维持“审慎推荐”的评级。

图表 1: 2011 年一季度业绩回顾

| (Rmb mn) | 同比变化    |         | YoY    | 中金评论                                                    |
|----------|---------|---------|--------|---------------------------------------------------------|
|          | 1Q 2011 | 1Q 2010 |        |                                                         |
| 销售收入     | 2,090   | 1,585   | 31.9%  | 行业快速发展、大区经理变化等因素带动收入快速增长                                |
| 销售成本     | 543     | 468     | 16.2%  |                                                         |
| 毛利率      | 74.0%   | 70.5%   | 3.5%   | 2011 年一季度收入增速超预期使得 2011 年广告费投入增速低于收入增速。同时 2011 年没有预提广告费 |
| 营业费用     | 572     | 456     | 25.4%  |                                                         |
| 营业费/销售收入 | 27.4%   | 28.8%   | -1.4%  | 收入快速增长和利润率提升带动公司快速增长                                    |
| 管理费用     | 136     | 75      | 80.9%  |                                                         |
| 管理费/销售收入 | 6.5%    | 4.8%    | 1.8%   |                                                         |
| 营业利润     | 746     | 502     | 48.7%  |                                                         |
| 营业利润率    | 35.7%   | 31.6%   | 4.0%   |                                                         |
| 所得税率     | 24.6%   | 24.5%   | 0.0%   |                                                         |
| 净利润      | 563     | 378     | 48.8%  |                                                         |
| 净利润率     | 26.9%   | 23.9%   | 3.1%   |                                                         |
| 每股收益 (元) | 1.067   | 0.717   | 48.8%  |                                                         |
| 经营性现金流   | 1,084   | 458     | 136.5% |                                                         |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 关键假设

| (人民币：百万元) | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入      | 2,730 | 3,453 | 4,199 | 4,983 | 6,242 | 7,542 |
| 葡萄酒       | 2,125 | 2,742 | 3,390 | 4,069 | 5,167 | 6,306 |
| 白兰地       | 450   | 526   | 581   | 646   | 767   | 883   |
| 香槟        | 26    | 30    | 32    | 34    | 63    | 73    |
| 保健酒       | 101   | 119   | 133   | 141   | 244   | 281   |
| 毛利率       | 69.7% | 70.0% | 71.6% | 74.8% | 75.7% | 76.4% |
| 葡萄酒       | 71.7% | 71.9% | 74.0% | 77.6% | 78.0% | 78.8% |
| 白兰地       | 63.1% | 64.5% | 61.1% | 61.7% | 65.0% | 65.0% |
| 香槟        | 45.5% | 49.5% | 54.8% | 54.8% | 54.8% | 54.8% |
| 保健酒       | 62.9% | 64.2% | 64.0% | 65.8% | 64.3% | 64.3% |
| 营业费用      | 625   | 870   | 1,094 | 1,338 | 1,666 | 1,983 |
| 营业费/销售收入  | 22.9% | 25.2% | 26.0% | 26.9% | 26.7% | 26.3% |
| 管理费用      | 178   | 194   | 220   | 218   | 296   | 357   |
| 管理费/销售收入  | 6.5%  | 5.6%  | 5.2%  | 4.4%  | 4.7%  | 4.7%  |
| 营业利润      | 948   | 1,176 | 1,472 | 1,907 | 2,466 | 3,067 |
| 营业利润率     | 34.7% | 34.1% | 35.1% | 38.3% | 39.5% | 40.7% |
| 所得税率      | 32.7% | 24.4% | 24.2% | 24.6% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润       | 636   | 895   | 1,127 | 1,434 | 1,841 | 2,285 |
| 净利润率      | 23.3% | 25.9% | 26.8% | 28.8% | 29.5% | 30.3% |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史财务数据和指标

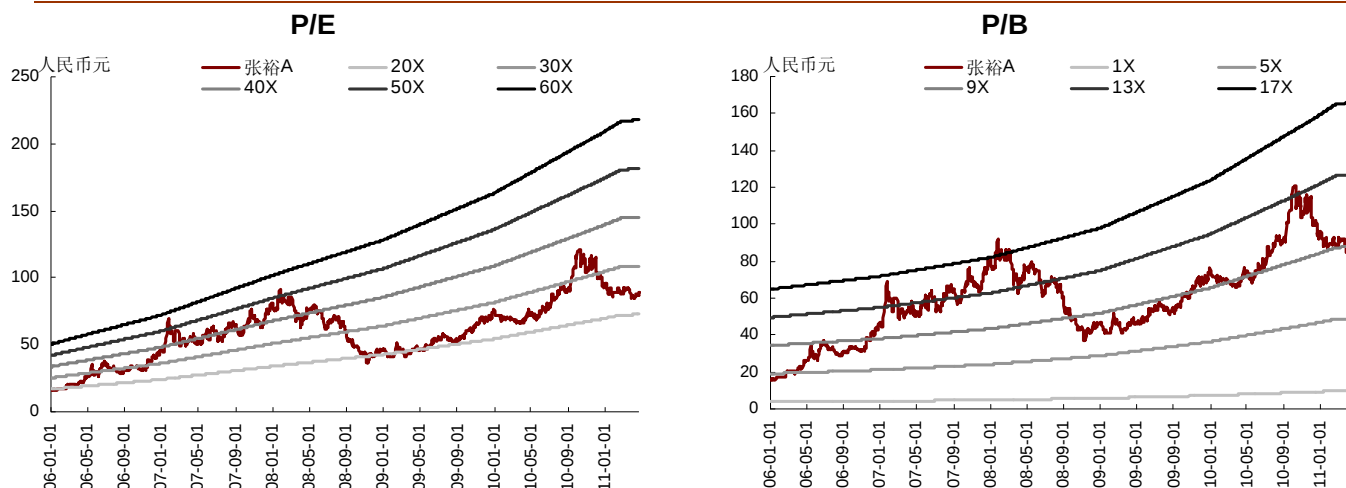
| (单位: 人民币百万元)      | 2007A        | 2008A        | 2009A        | 2010A        | 2011E        | 2012E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>损益表</b>        |              |              |              |              |              |              |
| 主营业务收入            | 2,730        | 3,453        | 4,199        | 4,983        | 6,242        | 7,542        |
| 主营业务利润            | 1,717        | 2,203        | 2,754        | 3,439        | 4,392        | 5,372        |
| 营业费用              | (625)        | (870)        | (1,094)      | (1,338)      | (1,666)      | (1,983)      |
| 管理费用              | (178)        | (194)        | (220)        | (218)        | (296)        | (357)        |
| 营业利润              | 914          | 1,139        | 1,441        | 1,882        | 2,430        | 3,032        |
| 财务费用              | (23)         | (35)         | (30)         | (29)         | (36)         | (36)         |
| 投资收益              | 1            | 4            | 3            | 1            | 0            | 0            |
| 税前利润              | 949          | 1,183        | 1,499        | 1,930        | 2,488        | 3,090        |
| <b>净利润</b>        | <b>636</b>   | <b>895</b>   | <b>1,127</b> | <b>1,434</b> | <b>1,841</b> | <b>2,285</b> |
| 每股盈利 (元)          | 1.21         | 1.70         | 2.14         | 2.72         | 3.49         | 4.33         |
| 每股股利 (元)          | 1.10         | 1.20         | 1.20         | 1.40         | 1.96         | 2.43         |
| <b>现金流量表</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 经营活动现金流净额         | 816          | 1,251        | 1,360        | 1,290        | 1,855        | 2,185        |
| 投资活动现金流净额         | (244)        | (735)        | 250          | (1,421)      | (1,000)      | (250)        |
| 融资活动现金流净额         | (389)        | (580)        | (403)        | (868)        | (738)        | (1,033)      |
| 货币资金增加额           | 184          | (64)         | 1,206        | (1,000)      | 117          | 902          |
| 货币资金期初余额          | 1,192        | 857          | 793          | 1,999        | 2,490        | 2,606        |
| 货币资金期末余额          | 1,323        | 793          | 1,999        | 999          | 2,606        | 3,508        |
| <b>资产负债表</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 货币资金              | 1,323        | 1,749        | 2,545        | 2,490        | 2,606        | 3,508        |
| 应收款项              | 94           | 96           | 136          | 132          | 168          | 203          |
| 存货                | 836          | 998          | 1,131        | 1,294        | 1,465        | 1,715        |
| 长期投资合计            | 25           | 10           | 10           | 5            | 5            | 5            |
| 固定资产合计            | 689          | 883          | 1,106        | 1,430        | 2,345        | 2,510        |
| 无形资产及其他资产         | 211          | 263          | 371          | 517          | 512          | 507          |
| <b>资产合计</b>       | <b>3,251</b> | <b>4,061</b> | <b>5,364</b> | <b>5,983</b> | <b>7,216</b> | <b>8,562</b> |
| 短期借款              | -            | -            | 225          | -            | -            | -            |
| 应付款项              | 202          | 221          | 343          | 259          | 364          | 426          |
| 应付股利              | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| 应交税金              | 339          | 458          | 557          | 649          | 649          | 649          |
| 长期借款              | -            | -            | 11           | -            | -            | -            |
| 股本                | 527          | 527          | 527          | 527          | 527          | 527          |
| 储备和未分配利润          | 1,702        | 2,016        | 2,511        | 3,312        | 4,415        | 5,667        |
| <b>负债和所有者权益合计</b> | <b>3,251</b> | <b>4,061</b> | <b>5,364</b> | <b>5,983</b> | <b>7,216</b> | <b>8,562</b> |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: A 股覆盖公司估值表

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 5: 历史市盈率市净率区间



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte.  
Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

## 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

## 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

## 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

## 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

## 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

## 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

## 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及  
欧瑞蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

## 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

## 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

## 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED