

证券研究报告

食品饮料行业

强烈推荐（维持）

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

张裕股东大会投资者交流纪要

高档占比仍将上升，有望持续超越行业

事项:

近日，我们参加了张裕股东大会，会后公司高管与投资者进行了交流。

平安观点:

- **高档产品占比上升仍是趋势，2012年高档产能翻倍至1万吨。**一季度，高档产品（含百年酒窖、卡斯特、爱菲堡、冰酒）增长约35%，解百纳增长约32%，中低档增长（含普通干红、干白）增长20%，白兰地的增长约20%，起泡酒等稳定增长。一季度高档酒系列总体占公司销售收入的25% - 28%。预计未来高档酒增长速度仍将快于中低档。随着西部三大酒庄投产，2012年张裕高档酒产能将突破1万吨，2011年计划是突破5000吨。
- **细分市场、分类营销将帮助企业增速快于行业。**管理层综合行业内其他企业、进口洋酒销量，判断国内葡萄酒行业未来几年营收增速在15% - 20%左右。我们认为，2009年开始的细分市场、分类营销等工作将推动张裕持续快于行业增长。
- **预计11 - 13年净利年均增27%，维持强烈推荐。**我们测算，2011-2013年张裕EPS分别可达3.56元、4.35元、5.32元，增长31%、22%和22%，以5月10日收盘价96.98元计算，动态PE为27、22、18倍。中国葡萄酒行业仍处于快速发展过程中，作为行业龙头，张裕战略、执行能力等均遥遥领先于国内同行，有望持续超越行业增速，我们维持“强烈推荐”评级，预计年末股价达到109 - 131元，相当于2012EPS25 - 30倍。

附：投资者交流会 Q&A

1. 细分市场，分类营销，有何表现？

一季度，行业增长是正常情况。张裕过去几年一直在稳健增长，未来也会这样。

2. 一季度增长是否来自高档酒增长较好，未来结构的趋势？哪个增速更快一些。

张裕的营销策略是中高档产品为主，高、中、低全面推进。过去几年，中高档对公司业绩的贡献较大。未来，随着中国葡萄酒市场的发展，张裕必须牢牢抓住这个机遇，不能放松。中国葡萄酒做大，高中低都有不同的策略。

取决于未来取得的实际业绩。

3. 一季度主要品种量的增长情况？主要增长的区域？2010 年量价。酒庄酒占销售的比例？

整体增长 31%，其中葡萄酒高于白兰的（约 20%）、起泡酒。高档（含百年酒窖、卡斯特、冰酒、爱菲堡）产品增长 35%，中低档增长（含普通干红）20%，解百纳同整体葡萄酒增幅一致。起泡酒稳定增长。一季度高档酒系列总体占公司销售收入的 25%—28%。

4. 媒体负面报道，2010 年管理费用绝对值下降，幅度较大？管理费用 2011 年 1 季度增长快，主要是绿化费用？集团商标使用费用问题？

绿化费用：5500 万，一季度。2011 年西部三个酒庄（新疆石河子、宁夏青铜峡、陕西咸阳）建设展开，要赶绿化季节（一般在每年 4、5 月份），一季度开支较多。绿化费用采用权责发生制计提摊销，三大酒庄同时建设，要打造一流的酒庄。

2010 年管理费用：2010 年加强了内部核算，进行了口径调整。工资福利费的变化（媒体报道减少 2000 多万），两个原因，一是生产管理上的工资福利费纳入成本；二是销售机关的管理人员开始纳入销售费用。

向集团交商标使用费问题的进展：看控股股东意见，仍在探讨。监管层不赞成向集团买商标（提到价格几十个亿）。爱菲堡和冰酒已放在上市公司。

5. 绿化开支全年安排。一季报快速增长是否与提价预期导致经销商进货有关？二季度能不能保持势头，全年增长动力？周总，葡萄酒行业发展怎么看？与白酒比，葡萄酒增速啥时能加快。

绿化费全年安排大的盘子，0.9—1 亿，考虑了业务发展、平稳增长，是否能全面实施完要看。一定时点有意义，但对整体利润增长无大的影响。

个别客户有囤货想法和做法，但整体对一季度影响应该是不大的。一季度对行业影响大，张裕抓住了旺季季节，达到了预期。有一个说法，全年收入增长不低于 58 亿，周总表示会努力去完成，去超额完成。

白酒：二线发展非常快。酒业人士交流，白酒总量这几年没有大的变化，但集中度在提升，个别的

企业，品牌发展、渠道做得比较好。

葡萄酒：期待这一天，张裕现在做的工作，抓原料、市场网络，都是为了迎接葡萄酒未来高速发展到来，近期预期在可预期见的时期，行业保持 15% – 20% 的增速。

6. 行业保持 15% – 20% 增长，是否已考虑了行业产品结构调整因素？介绍一下福建市场 2010 年的销售表现，及产品销售结构情况。关心福建省

福建已经开始增长了，2011 年 1 季度增长势头更好一些，福建已不是张裕最大市场，已是最大之一。

行业增长，产品结构等因素都已考虑到了，国家的说法很多，15%、20% 都有。综合行业其他企业、进口洋酒的销量，综合判断在 15% – 20% 左右。

7. 一季度经营性现金流增长特别好的原因。注重原料基地建设。如何看待中高端产品原料与进口酒的差距。

冷：现金增长至 33.4 亿。原因有：一季度销售增长快；且一季度是基本建设相对淡季；对销售系统的奖励、分配主要在 4 月份实施（3 月份也有一部分）。

葡萄酒质量七分决定于原料，三分决定于工艺。公司为了提升产品质量，措施：在全国 6 个产区，布局 25 万亩基地，树龄到期了就会产出充足数量的原料；进一步强化酒庄建设的同时，加强高档葡萄原料的建设，总量 25 万亩中进一步强化高档原料政策，措施包括价格、限产、分类收购、分类加工。总的目标，酒庄酒能够达到世界同类产品的水平，中档保持稳定的质量，有比较好的性价比。

8. 白酒增长主要是集中度已经很高了？红酒集中度已经很高了，没法通过集中度提升来加速增长？什么样的情况下，会看到张裕加速增长？进口酒的冲击。

白酒蛋糕大，集中度提升带来的增长很快。红酒真实消费量估计在 90 – 100 万吨，这一天一定会到来。从历史上看，也没有想到会有今天这样的结果。

洋酒肯定对中国葡萄酒市场会带来影响，有机遇，主要指行业蛋糕增长会加快，有挑战，指份额可能会因做不好而下降。张裕应对就是要提升性价比，不输给国外产品。

9. 新疆葡萄含糖高，不适合做葡萄酒。

新疆区域非常大，占中国六分之一到五分之一。新疆葡萄不适合做葡萄酒主要指新疆吐鲁番。天山北边有大量地方适合产最好的葡萄酒原料。

10. 销售人员 2010 年增长快，销售考核做了一些调整，具体介绍？2011 年资本开支大，用于产能建设，新产能何时投产？2012 年是 120 年庆，2011 年计划是 58 亿，2012 年公司的销售计划。

张裕销售人员是其他葡萄酒企业的总和。这是因为销售模式不同，不走区域大代理制。经销商要细分到发达的县，甚至东部发达的乡镇，都有张裕一级经销商。中国，葡萄酒是分渠道销售，如酒店、商超，里面又分高、中、档，不同的产品，在不同的渠道，面对不同的消费者，需要细致、繁琐的

管理。目标：销售目标要掌握在自己手里，盈利水平要高于同行业水平。

酒庄：2011 年底三大酒庄要基本完成，包括基建、木桶等，2012 年大庆前三大酒庄产品争取上市。

11. 进口酒销量，与国产比占比大概是多少。定位上，对哪一块更产生冲击，中低端，还是高端？

对进口酒的评价是鱼龙混珠。听说国家监管部门已注意到这个问题。进口的葡萄酒数字大概在 14 万吨（含进口原酒国内灌装），不同资料显示不一样。张裕的目标是瞄准国际先进同行。对国外进口酒关注更多的是对解百纳以上产品产生的影响。

12. 张裕是不是所有酒都不用进口原酒？

张裕葡萄酒绝大多数来自国内生产，部分品种有一定的进口，进口原酒总量占公司总使用原酒的 5% 左右。25 万亩葡萄基地建起来后，对进口原酒的依赖会更少。

原料质量决定产品质量。好的原酒是买不来的。现在是 25 万亩的基，正在研究，张裕基地规模可能还要进一步加大，当然与销量是稳步的。少量原酒有进口，但是定点在国外专业公司，无论是法国，还是其他国家，都是提前下订单，技术代表会参与原酒的生产。

13. 出厂和终端价差大概是什么样的一个情况？

高、中、低档价差是不一样的。具体涉及企业核心环节，不好说。

14. 未来 5 年内，公司会在哪些方面会更注重一些，原料、工艺，或是营销？如果营销更重视，做为国企，有优势，但具体的打法？如果是更注重原料、工艺，公司计划在哪些方面提高？

2010 年为未来 5 年发展做了很大的调整，体现在几个方面：一是原料基地方面的调整，6 大区域布局基地，并对基地进行革新，体现在改革政策提高农民利益，提高葡萄质量；二是基本建设投资，2010 年基建投资十几个亿，主要体现在西部 3 个酒庄，建成后 2012 年要形成 1 万吨高档葡萄酒的生产能力。烟台基地还要投资 30-40 个亿，20 年之内分二期建设，每一期 20 万吨，主要是为以后发展奠定生产基础，支持中档酒，2012 年会部分投产；三是市场方面调整，对六条渠道的梳理建设，产品是分渠道进行营销；另外的政策还有管理、五大费用的下降（广告、绿化、存贮等）。四是人才的积累，如酿酒技术的传承，提高中层管理水平。

会进一步研究张裕公司未来的定位，未来 5 年发展成何种公司，工作标准，工作水平，和谁比。提到要和国际企业比，比酒的水平、比信息化的采用等。

15. 分类营销工作推进的具体情况和成果？

张裕不是单一的酒庄，而是高、中、低要通吃，对品牌、产品、渠道的要求都不一样。一季度业绩和细分市场、分类营销有密切关系。未来 5 年增长的核心要素之一。

16. 未来管理层的激励问题。

未来考虑用期权、股权来激励达到某个层次的干部。

17. 市场调整后对销售人员的考核方式？

现在是一种全方面的考核，不仅是销售额，也包括对品种的要求、对终端产出的要求。

18. 酒庄酒行业占比，未来容量有多大？

酒庄酒 2012 年能力是达到 1 万吨，2011 年目标是过 5 千吨。容量方面，如果国内所有省份能达到当前葡萄酒消费大省，如浙江的水平，对张裕将是利好。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。
市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257