



食品饮料/必需消费

张裕 A (000869)

分类营销显效，12 年产能投放再增长

——张裕 A 调研报告

	胡春霞	林园远
	021-38676186	021-38676654
	huchunxia@gtjas.com	linyuan@gtjas.com
编号	S0880511010015	S0880511010018

本报告导读：

5月10日股东会后，我们和张裕公司领导，就行业前景、公司经营现状及战略规划进行交流。

我们认为，葡萄酒行业还处于成长阶段，国内龙头张裕 A 将保持稳定增长，维持目标价 130 元，增持评级。

事件：

- 事件：张裕 A 于 5 月 10 日召开股东会，会后，我们与公司董事长、总经理、董秘等领导进行了交流。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：130.00

上次预测：130.00

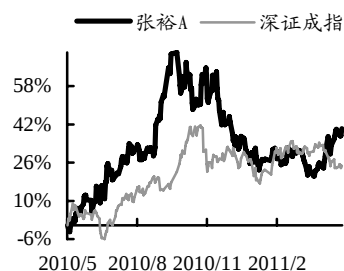
当前价格：98.15

2011.05.18

交易数据

52 周内股价区间 (元)	68.02-125.4
总市值 (百万元)	51,753
总股本/流通 A 股 (百万股)	527/349
流通 B 股/H 股 (百万股)	178/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	102

52 周内股价走势图



相关报告

《张裕增长再加速，增持》

2011.04.25

《张裕经营情况稳定 产品结构持续高档化》

2011.04.10

《整改将加速利润释放，强烈建议买入》

2010.11.01

《高档酒仍快速增长，观察短期总销量回升》

2010.10.28

《张裕 A 中期业绩电话交流会会议纪要》

2010.08.09

评论：

- 我们的观点：行业处于成长期，张裕 A 将保持稳定增长，增持评级
- 行业处于成长期，进口葡萄酒和国内葡萄酒将处于共生共增状态：葡萄酒消费在国内还处于量增的成长阶段，因此国外进口葡萄酒对行业的冲击，虽会影响葡萄酒的市场份额，但不改其量增趋势。预计未来几年中，进口葡萄酒和国内葡萄酒市场将处于共生共增阶段。
- 分类营销显成效，2012 年产能投放再增长：销售上，公司分类营销体系改革，对销售人员实施单品及渠道终端考核，使公司在保证盈利能力的前提下，销量增速高于行业；产能上，在建的 3 个酒庄，将于年底建完，于明年贡献产能，销量增长可期。将来公司还将分 2 期投资 30-40 亿用于烟台中档葡萄酒 40 万吨

请务必阅读正文之后的免责条款部分

产能;

- **投资建议:** 在葡萄酒行业中, 不管是自上而下, 还是自下而上的选择, 稳定增长的张裕A都是很好选择, 预计公司2011、2012 年EPS为3.54、4.48 元, 对应PE为28、22倍, 维持目标价130元, “增持”评级。

● **主要沟通如下:**

➤ **财报解答**

1、一季度公司收入大幅增长, 各产品收入及量的构成如何?

一季度, 公司营业收入增长 31.85%。其中高档酒增速高于低档酒、葡萄酒增速高于其他酒, 高档酒增长在 35% (包括爱斐堡、卡斯特、冰酒)、解百纳增长是 31%、中低档酒增幅度 20%左右。

2、一季度业绩超预期, 经销商因提价预期而囤货是不是很多?

首先, 一季度葡萄酒行业增长比较好, 公司认为这是情理之中的; 其次, 一季度是葡萄酒行业旺季, 公司抓住了这个机会, 分类销售做的也比较到位, 因此公司这一业绩增速是符合预期的; 最后, 有些客户的确有囤货的, 但整体影响不大的。

3、2010 年报, 管理费用中的工资及福利大幅下降的原因?

公司去年加强内部合算管理, 1 将生产管理人员的工资, 变成生产成本合算; 2 管理和销售人员、市场管理费用, 变成了销售费用, 导致管理费用中工资及福利大幅下降。但实际情况是, 工资福利增长了 8-10%。

4、一季报中, 管理费用因绿化的费用上涨而大幅上涨, 原因是什么? 今年绿化费的预算安排?

绿化费用是每年都有的, 4-5 月为绿化期, 之前会有部分费用支出。今年比往年绿化费用高, 主要因为西部 3 个酒庄同时在绿化。预算今年大概 9 千万到 1 亿, 是不是能全面实施完, 要取决于进程。对公司利润没有大影响。

5、公司一季度经营现金流比较好的原因?

1、一季度销售好; 2、基本建设淡季; 3、分红奖励 4 月会更多, 因此经营现金流较好。

➤ **销售经营状况: 分类营销显成效, 12年将有产能投放**

1、张裕未来能否保持高速增长? 公司规划 2011 年 58 亿收入的增长的动机?

张裕会保持稳健、稳定的增长。

“以葡萄酒为主, 多酒种全面发展; 以中、高档产品为主, 高中低档产品全面推进”的战略, 中高档酒对公司贡献较大, 这个策略是不会改变的, 今年将努力超额完成 58 个亿收入。

2、分类营销的现状与成果

张裕中、低、高端酒都有, 所以需要细分市场分类营销。可以说, 公司一季度这样的业绩, 也和这个是密切关系的。目前, 销售人员的考核系统是全方位, 对所有销售人员, 都有终端渠道的考核要求。

3、福建市场的销售情况。

福建已从停滞增长变成增长。福建市场只是张裕的最大的市场之一。

4、销售人员增加很大, 目前公司的销售渠道情况?

张裕的销售人员增加, 缘于公司细分市场, 分类营销的策略。目前公司的销售人员在 3000 人左右, 经销商细分到县或发达的乡镇。

中国葡萄酒销售，渠道很重要。产品的不同，区域的不同，消费群的不同，需要不同的销售方式。公司有细致繁琐的营销体系，目标是 1、销售要掌握在公司手中，2、盈利水平要高于其他公司。

5、公司葡萄酒进口量多少？

公司的葡萄原酒绝大多数来自国内，进口主要为了弥补不足，总量在 5%左右。原料质量决定产品质量，好的原酒是买不来的。公司进口是定点的，为长期合作伙伴，收购时候要参与原料生产。

公司目前 25 万亩基地，随着未来的机会，基地规模还会扩张（销量稳步）

6、酒庄酒的产量多少？

西部 3 酒庄年底建完，酒庄酒今年目标追求 5 千吨，明年是公司 120 年庆，希望产能达到 1 万吨。

7、如何激励下一代管理人员

公司会给中层干部，提高管理水平的措施。

未来的激励问题，公司已经注意到了，会考虑股权或者期权的方式，但现在还不成熟。

➤ 行业展望：行业处于成长期

1、对行业的看法，行业的发展阶段

白酒近几年增长很快，但其实白酒的总量并没有太多增长，公司认为，白酒行业的景气度，主要因为行业集中度的增加、品牌渠道做的好。红酒的量比白酒小很多，往后看，红酒行业要经过量的增长，再进入行业集中度提高的阶段。公司现在为葡萄酒原料、网络做的工作，都是为了迎接未来行业的增长。

目前，考虑了行业结构调整、洋酒的进口、行业中其他公司的经营状况，预计行业整体可能在 15-20%的增长。

2、一季度进口葡萄酒大幅增长，是否会冲击高档葡萄酒市场？公司对此的看法，及应对？

国外进口葡萄酒，对中国葡萄酒市场是挑战也是机遇。

挑战：原有的市场份额会出现下降。机遇：葡萄酒行业量得增长会加速。

公司应对：张裕的目标，是要成为在国际上有品牌的葡萄酒公司，定位是国际同行，公司的竞争优势是要在性价比上，胜过国外。

➤ 公司战略规划：国际定位，全国布局、基建投资、市场调整、人才培育

1、原料基地建设规划

葡萄酒 7 分靠原料，3 分工艺。公司将于 2015 年达到 25 万亩的规模。

和中高端酒和洋酒的竞争时，公司一来在全国布局基地，保证充足的葡萄原料，二来将强化高档原料建设，特殊价格特殊处理，使酒庄酒性价比最好。

2、未来 5 年内，公司会在哪里最花心思？

➤ 原料基地调整：全国 6 大区域，布局基地，提高葡萄质量

➤ 基本建设投资：3 个酒庄，未来几年将有 1 万高档葡萄酒生产能力，目前公司拥有 4 千吨产能，今年目标是超过 5 千万吨，到明年大庆前达到 1 万吨产能。未来 20-30 年，要投资 30-40 亿，分 2 期建设 40 万吨中档葡萄酒和白兰地。明年造产房，后年部分建成

➤ 市场调整：细分市场，分类营销，完善营销体系，提出 6 条渠道问题，为未来的增长，奠定了思想基础。

- 5 大费用改进：提升盈利能力。
- 人才问题：洋酒技术的传承，需要一代一代的传承。

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业六年。2007 年进入国泰君安, 2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名, 2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

林园远:

执业资格证书编号: S0880511010018

电话: 021-38676654

邮箱: linyuanyuan@gtjas.com

上海财经大学会计学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员。2007 年进入国泰君安证券, 2009 年获新财富交运业第四名, 2011 年加盟食品饮料行业。

张楷湜:

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业助理研究员, 2010 年进入国泰君安。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		