

张裕 A (000869.SZ) 其它饮料行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031

(8621)61038215

cheng@gjzq.com.cn

股价波动不足惧，稳定增长仍可期

事件

近日张裕公司股价下跌幅度较大，这主要是因为投资者较为担心近几个月销售情况波动，同时考虑到春节提前以及11年一季度增速较高影响到12年一季度业绩增速，影响到一些长期投资者的信心。我们认为公司是葡萄行业龙头企业，也是食品饮料板块中最为优秀上市公司之一，投资者不用太在意短期业绩波动，公司行业龙头无人能撼动，公司股价出现下跌反而为长期投资者提供较好介入机会。

公司能及时了解把握消费者需求，现又与时俱进加大各产区建设志在再次领跑行业

公司对消费者了解和把握是一直领先于行业，前几年公司针对商务政务宴请作为公司产品的主要消费者，公司率先在行业推出高端的酒庄酒，公司在品牌打造以及盈利能力都远领先于行业。近几年洋酒大量进入中国，使得越来越多消费者对葡萄酒有了更深刻的认识，同时希望自己能喝上好产区所产高品质的酒，公司又与时俱进加大对几大产区葡萄酒基地的建设来满足各类消费者，使得公司产区定位不仅局限于胶东半岛产区，公司可根据消费者需要提供中国主要产区以及世界部分产区的产品。公司在山东、新疆、宁夏、陕西、辽宁、北京等6地均建有自身基地，2010年底实际葡萄基地达到25万亩。烟台还要投资30-40个亿，2020年之内建设40万吨产能，每期20万吨。公司目前运作葡萄酒思路是高中低全系列覆盖并以高档为主。公司目前着力全国六大产区酒庄建设以及中低档酒扩量，这可满足高端人士对品质极其严格的要求，同时公司也为未来中低酒放量做产能准备。公司未来几年销售目标也较为宏大，酒庄酒销量产量将从4000吨提升到五年后的1万吨，解百纳产品未来五年将做到5万吨，总销量用五年时间从目前的10万吨有望提升到25万吨水平。

公司近两年增长较稳，未来增长来自于葡萄酒、白兰地和代理洋酒

从公司销售区域来看，公司开始摆脱仅在山东、福建销售较好的状况，公司在北京、上海、广东以及浙江等地增长较快，11年北京、上海超过了50%的增长。公司各产品中解百纳和酒庄酒增长情况较好，我们预计销售收入有20-25%的增长，相比较而言干红和白兰地增速拖了后腿，但公司实施的细分市场、分类营销以及11年推进的分渠道考核，使得公司干红11年开始增速好转，我们判断干红有10%的销量增长，白兰地公司从11年开始梳理产品和体系，调整了产品价格，但销量基本没有增长。11年我们预计公司销售收入应该在18-20%增长，净利润增长考虑广告费用的因素，我们判断有28-30%的增速。展望公司12年，业绩增长速度面临着经济增长不明确以及去年基数较高等不利因素，但我们认为公司干红一改前几年停止不前的趋势，实际上是公司深化营销实现精细化管理的直接结果，公司在营销方面的创新一直都走在行业前列，从前几年的三级营销体系，到现在的细分市场、分类营销，直接拉动了公司销售的快速增长，公司增长区域从前几年的山东、福建，增加了浙江、上海、广东等区域，渠道下沉情况又远好于竞争对手，全国各主要行政县市实现了全覆盖。基于此，我们认为公司2012年葡萄酒完成与11年一样9-10亿销售收入的增长应该问题不大，我们认为增长结构中主要还是来自于解百纳和酒庄酒，当然还有一些稍低价位的干红和甜葡萄酒，我们认为也能增加些销售收入。12年开始我们判断白兰地将成为公司新的亮点，这主要是因为从11年开始进行梳理产品体系，公司做法是先做减法，就是先砍掉无销量的个别品类，对于主销区域白兰地产品采取直接提价的做法，在非主销区推广高价白兰地，最终实现整个品类升级换代，我们判断公司会加大对白兰地投入，如果运作成功的话会超出市场预期。同时公司运作洋酒的先锋酒业在12年将会加快推进洋酒代销的步伐，这一块基数很低但对培养消费会有很大帮助作用。

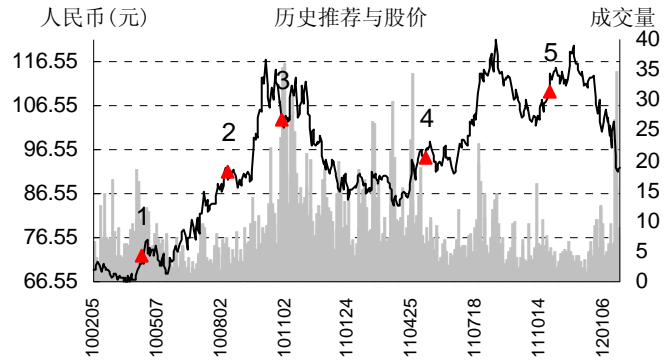
维持买入评级

我们维持公司2011年、2012年、2013年每股收益为3.532、4.423、5.487元/股，同比29.83%、25.25%、24.06%的增长，维持公司买入评级，按公司2012年25-28倍估值，给予公司未来6-12个月目标价为110.58-123.84元。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-16	买入	72.55	98.01 ~ 98.01
2	2010-08-09	买入	91.82	98.01 ~ 104.54
3	2010-10-28	买入	103.67	114.35 ~ 114.35
4	2011-05-12	买入	94.70	109.50 ~ 127.75
5	2011-10-27	买入	110.00	132.30 ~ 141.75

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B