

**张裕 A (000869.SZ)**
**高端聚焦带动全面发展**

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **141.5-148.8**

联系人

分析师

邢庭志

谢刚

食品饮料小组

S0740510120005

021-20315162

021-20315178

xingtz@qlzq.com.cn

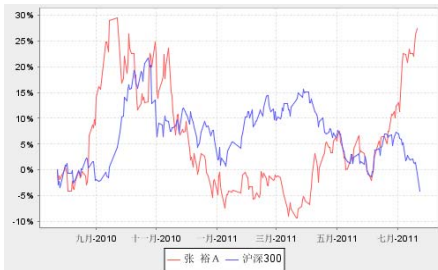
xiegang@qlzq.com.cn

2011年8月9日

2011年8月9日

**基本状况**

总股本(百万股)	527.28
流通股本(百万股)	348.80
市价(元)	118.50
市值(百万元)	62482.68
流通市值(百万元)	41332.29

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,199.40	4,982.94	6,506.21	8,470.00	10,932.1
营业收入增速	21.60%	18.66%	30.57%	30.18%	29.07%
净利润增长率	26.01%	27.22%	40.33%	35.84%	34.01%
摊薄每股收益(元)	2.14	2.72	3.82	5.18	6.95
前次预测每股收益(元)	2.14	2.72	3.82	5.18	6.95
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	35.56	35.28	30.50	22.46	16.76
PEG	1.37	1.30	0.76	0.63	0.49
每股净资产(元)	5.76	7.28	11.10	16.28	23.23
每股现金流量	2.58	2.45	4.38	5.45	7.29
净资产收益率	37.10%	37.35%	34.39%	31.84%	29.91%
市净率	13.19	13.18	10.49	7.15	5.01
总股本(百万股)	527.28	527.28	527.28	527.28	527.28

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**投资要点**

- 张裕 A 公布的 2011 年中报业绩显示营收 30.90 亿, 增长 24.50%, 利润总额 11.63 亿, 增长 49.19%, 略微超出我们在今年 5 月的深度报告预测, 企业的利润增速达收入增速的一倍, 主要为高端结构性增长带动, 表明张裕高端解百纳和酒庄酒带动、多品类多品牌全面增长的模式适应其进一步全国化、高端化;
- 公司聚焦高端化、品牌化发展战略, 业绩证明战略正确并得到强有力地执行, 国内政商务酒水消费强劲增长, 葡萄酒需求同步提升, 张裕爱菲堡品牌+卡斯特、解百纳品牌营收和利润占比 2010 年已经达到 60.83%和 65.18%, 高端产品带动增长的能力持续提升;
- 进口酒对张裕 A 的冲击随着张裕的进一步高端化、全国化而持续减弱, 张裕 A 张裕 2011 年 4200 家经销商和约 3100 人的销售队伍的精细化运营体系, 具有高端统一的全国化品牌形象, 规模优势突出, 大量进口零散品牌难以在中国构建全国化的高价位品牌以适应政商务和高端礼品需求;
- 过去三年制约张裕 A 快速发展的卡斯特商标所有权、高端酒庄酒产能不足两大问题正在通过爱菲堡酒庄的全面打造和业绩提升而逐步解除, 高端更加依赖解百纳和爱菲堡品牌, 企业未来发展更加稳健;
- 维持公司 2011-2013 年营收预测 65.06、84.70、109.32 亿, 增速达到 30.57%、30.18%和 29.07%; 净利润为 20.13、27.34 和 36.64 亿元, EPS 为 3.82、5.18 和 6.95 元, 增速达 40.33%、35.84%和 34.01%, 净利润增速在高端带动式增长下持续领先营收增速;
- 考虑到公司的稳健成长性, 采用 PEG 估值法, 调高 2011 年 PE 估值至 38 倍, 给与 2011-2013 年 38、35 和 34 倍 PE 估值, 目标价 141.5-148.8 元, 综合分析维持“买入”评级。

## 张裕 A 进入高端化发展轨迹

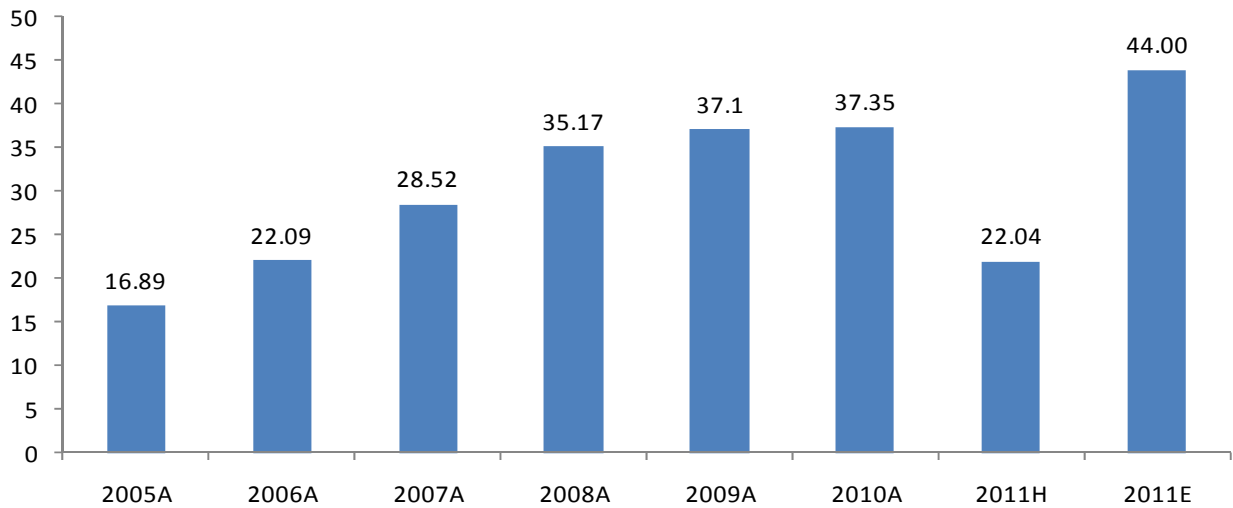
### 高端发展战略清晰，聚焦爱菲堡和解百纳

- 本次董事会报告中，明确公司的发展重心在爱菲堡和解百纳品牌，公司的品牌不确定性问题得到解决，下一阶段的发展会持续稳健；
- 公司在 45 个省会和重点城市建立了团购网络，表明了公司适应行业模式的变化，为下一阶段的高端酒高速成长打下了坚实的渠道基础；
- 公司继续推进在建工程建设，产能品质基础会持续强化。

### 增长结构稳健，盈利能力持续提升

- 公司的盈利能力持续提升，公司稳健扩张，产能建设科学；

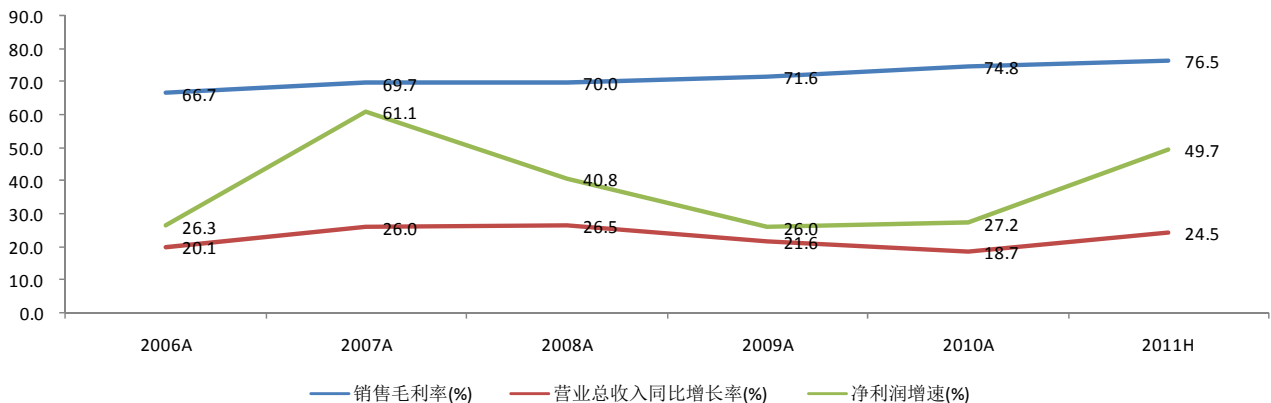
**图表 1：张裕 A 净资产收益率变化 (%)**



来源：齐鲁证券研究所

- 公司的营收和利润增速进入新一轮高端带动扩张期；

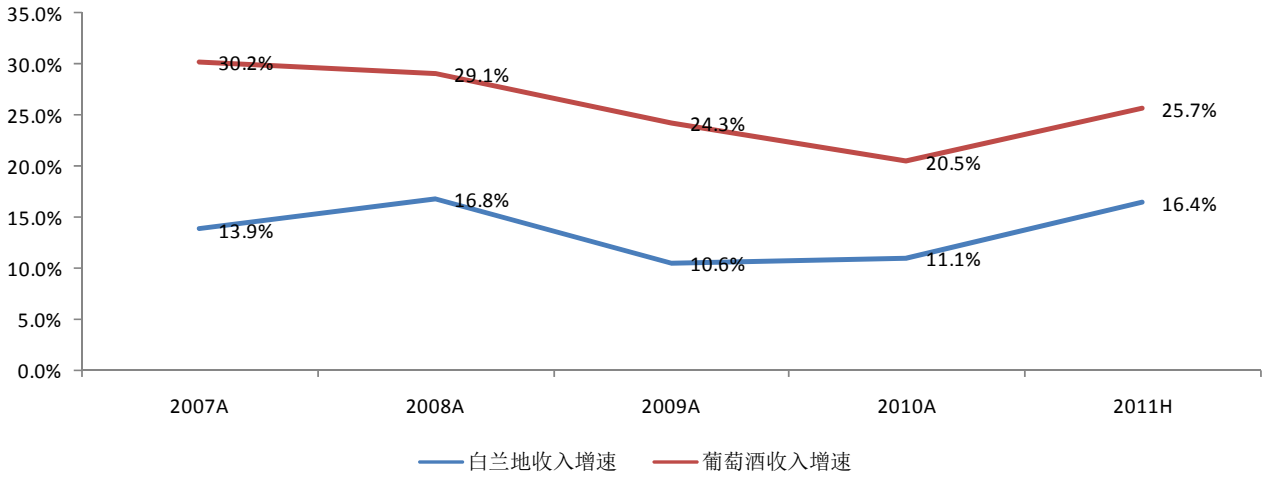
**图表 2：张裕 A 营收和利润增速预测**



来源：齐鲁证券研究所

- 多品牌价值开始协同体现，白兰地已经开始恢复较高增速，张裕未来的增长来源多元化清晰，公司努力构造的多品类平衡发展值得期待，也为公司更长久的发展打下基础。

**图表 3: 张裕 A 葡萄酒和白兰地收入增速**



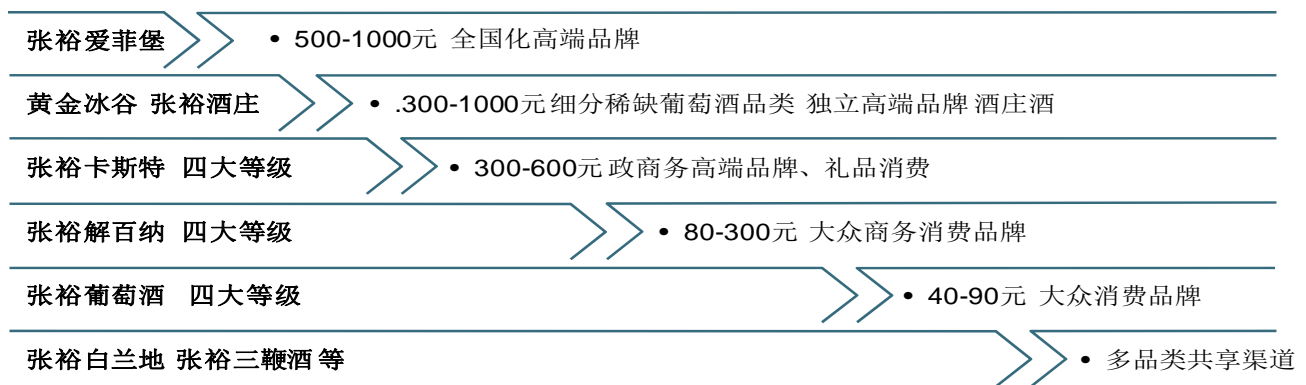
来源：齐鲁证券研究所

## 全国精细化网络日趋成熟，进口品牌冲击无忧

全国化运营网络价值日益增长，中西部网络正在细化，整体价位持续提升

- 张裕的运营模式较为独特，可以保证对核心消费者和细分渠道的掌控，全国化较为稳健。从品牌模式上看，张裕的母子品牌既独立又统一，保证多品牌多价位共享央视广告资源，可以充分满足不同档次消费者的各种需求，符合中国市场消费者心理需求。

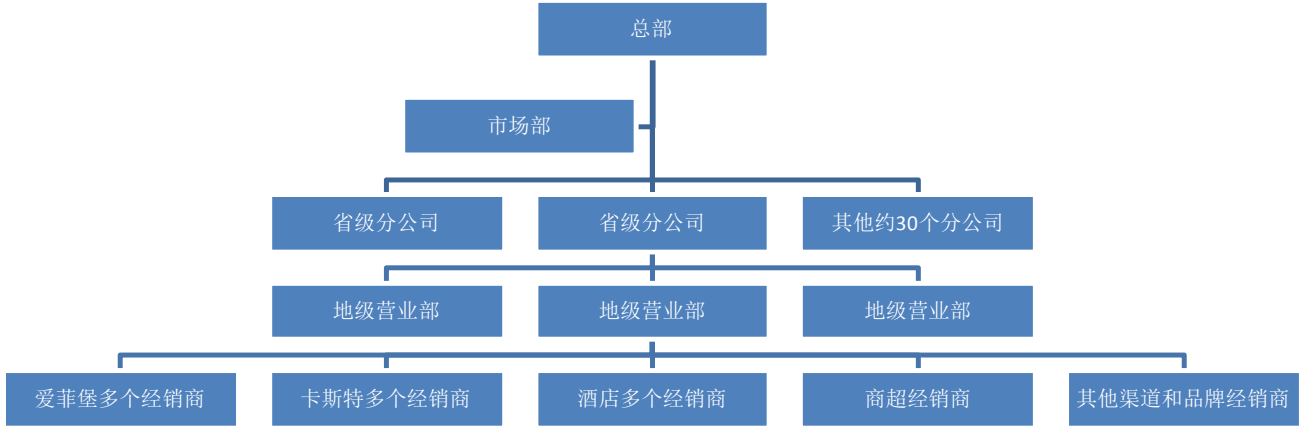
**图表 4: 张裕多价位多品牌系列化产品架构图**



来源：齐鲁证券研究所

- 从张裕的渠道模式上看,张裕具有扁平化的经销商管理和组织服务模式,能够完成对酒店、商超、夜场、团购、流通等细分渠道的绝对掌控。企业管理重心在省级分公司,执行重心在营业部,分公司的决策权限较大,管理经销商较为灵活,适合执行力高,总部起到总运营管理和督察职能,可复制性强,渠道进一步细化易于执行。

图表 5: 张裕的渠道模式简图



来源: 齐鲁证券研究所

中国葡萄酒消费者较为封闭的培育体系几乎完全由本土品牌控制。

- 消费者培育的主要渠道为酒店渠道、商超渠道和正在崛起的烟酒店连锁渠道,本土品牌如张裕、长城、王朝、威龙等投入巨大人力物力进行全国化的网络构建。进口品牌主要由经销商团购和分散的卖场进行自营品牌销售,几乎不投费用,无全国影响力的品牌和渠道网路;

图表 6: 葡萄酒消费群培育图

**渠道培育**

- 张裕等在沿海地区为主,实现多经销商培育核心酒店渠道,培育潜在消费者;
- 与区域内和全国范围的连锁卖场展开合作,开展常年终端促销,从低价位消费群开始培育,高价位消费者终端节假日重点推广;
- 烟酒店终端多经销商团购培育,终端统一展示

形成全国范围内统一的培育渠道,与中产阶层和以酒店为主体的政商务消费层接触最为紧密

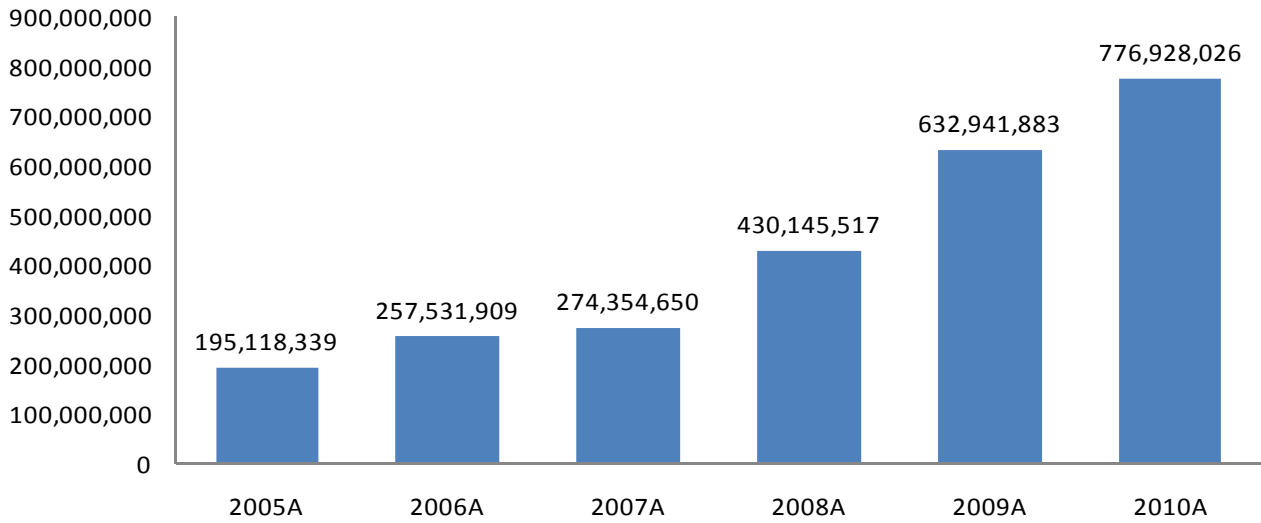
**品牌培育**

- 张裕等在央视、卫视实现多层次品牌推广,适应不同消费群价位需求,并导入酒庄概念,本土酒水档次文化和葡萄酒文化有机融合;区域广告配合传播
- 在各种杂志软文持续推动葡萄酒知识宣传普及,带动社会大众对葡萄酒关注;
- 与经销商合作,开展意见领袖公关

占据高端消费者,培育大众品牌意识,使得整体档次可以不断上移,贴近白酒的政商务消费群,进而带动品牌全国化

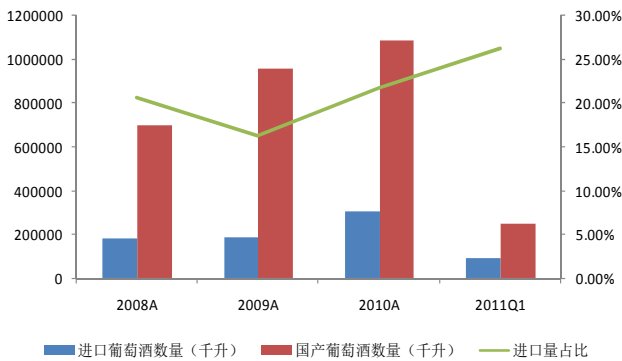
来源: 杭州新友商贸等经销商 齐鲁证券研究所

- 进口品牌无利益主体,本土品牌强势掌控市场资源。除张裕卡斯特外几乎不投入全国化的品牌和渠道费用,部分经销商零散地在在一个县市进行广告投入,本土品牌的品牌培育和渠道网络成为不可替代的资源优势,张裕 2010 年的广告投入达到 7.76 亿,超过了白酒龙头茅台 4.96 亿和五粮液 4.2 亿的广告投入。

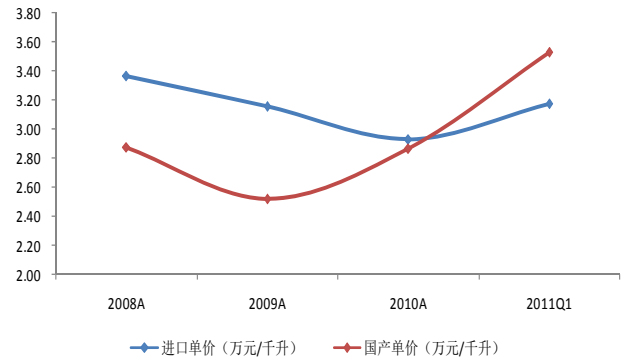
**图表 7: 张裕的广告费用支出 (元)**


来源: 上市公司公告 齐鲁证券研究所

- 张裕的销售费用主要投入到消费者培育之上, 进口品牌价位虚高, 渠道暴利, 进口品牌质量参差不齐, 法国卡斯特等品牌已经在走下坡路。本土品牌渠道毛利润率在 25%左右, 经销商净利润率在 3-5%左右, 长城达到 35-40%和 5%左右; 而进口品牌的各级渠道利润空间在 50-100%之间, 终端达到 100%, 但主要依赖团购以及部分消费者对品牌的认知模糊达到销售目标。

**图表 8: 进口和国产葡萄酒销量比较**


来源: wind 资讯 EDB 齐鲁证券研究所

**图表 9: 进口葡萄酒和国产葡萄酒吨酒价位比较**


来源: wind 资讯 EDB 齐鲁证券研究所

附件一：齐鲁证券食品饮料行业报告

**图表 10：2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告**

序号	日期	报告标题
01	2011 年 2 月 13 日	《高端白酒专题报告》
02	2011 年 3 月 6 日	《山西汾酒-后发竞争优势带动汾酒加速复兴》
03	2011 年 3 月 11 日	《山西汾酒 2011 年业绩快报点评》
04	2011 年 3 月 23 日	《从 2011 年春季糖酒会看山西汾酒的长期投资价值》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒一回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒一主力提价 加速高成长》
07	2011 年 4 月 7 日	《几家欢喜几家愁一酒水行业提价风波点评》
08	2011 年 4 月 12 日	《洋河股份一新一轮深度全国化高质量增长拉开帷幕》
09	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评一先施肥后开花再结果》
10	2011 年 4 月 22 日	《山西汾酒 2011 年一季报点评一业绩加速增长 后发优势凸显》
11	2011 年 4 月 24 日	《洋河股份：高端化全国化带动业绩强劲增长,调高 2011 年 EPS 至 8.36 元》
12	2011 年 5 月 12 日	《张裕 A：舞台更高更大，价值更优更远》
13	2011 年 5 月 15 日	《山西汾酒-再造品牌运营架构，加速高端化全国化》
14	2011 年 5 月 21 日	《山西汾酒的未来在哪里》
15	2011 年 6 月 2 日	《酒鬼酒-三大高端品牌全面启动，迎接 2012 年盈利拐点》
16	2011 年 6 月 20 日	《酒鬼酒-生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时》
17	2011 年 6 月 29 日	《把握白酒结构升级和整合内涵，精准选股实现长期超额汇报》
18	2011 年 7 月 6 日	洋河股份《增长战略清晰，增长质量全面提升》
19	2011 年 7 月 6 日	五粮液《高端白酒扩容的最大受益者》
20	2011 年 7 月 9 日	山西汾酒《业绩延续高增长，搏击一片蓝海》
21	2011 年 7 月 31 日	《酒鬼酒-走在复兴的路上》

来源：齐鲁证券研究所



## 附件二：张裕 A 财务报表预测

图表 11：张裕 A 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	3,453	4,199	4,983	6,506	8,470	10,932	货币资金	1,749	2,545	2,490	4,494	7,002	10,452
增长率	26.49%	21.6%	18.7%	30.6%	30.2%	29.1%	应收账款	119	159	162	218	282	362
营业成本	-1,036	-1,192	-1,258	-1,584	-2,031	-2,539	存货	998	1,131	1,294	1,470	1,897	2,379
%销售收入	30.0%	28.4%	25.2%	24.4%	24.0%	23.2%	其他流动资产	40	42	84	72	99	124
毛利	2,417	3,008	3,725	4,922	6,439	8,393	流动资产	2,906	3,877	4,031	6,254	9,280	13,316
%销售收入	70.0%	71.6%	74.8%	75.6%	76.0%	76.8%	%总资产	71.6%	72.3%	67.4%	74.0%	78.9%	82.8%
营业税金及附加	-215	-253	-286	-358	-440	-568	长期投资	10	10	5	5	5	5
%销售收入	6.2%	6.0%	5.7%	5.5%	5.2%	5.2%	固定资产	923	1,146	1,468	1,681	1,889	2,097
营业费用	-870	-1,094	-1,338	-1,627	-2,033	-2,514	%总资产	22.7%	21.4%	24.5%	19.9%	16.1%	13.0%
%销售收入	25.2%	26.0%	26.9%	25.0%	24.0%	23.0%	无形资产	123	186	315	342	420	503
管理费用	-194	-220	-218	-280	-356	-459	非流动资产	1,155	1,487	1,953	2,192	2,479	2,770
%销售收入	5.6%	5.2%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	%总资产	28.4%	27.7%	32.6%	26.0%	21.1%	17.2%
息税前利润 (EBIT)	1,139	1,441	1,882	2,658	3,610	4,851	<b>资产总计</b>	<b>4,061</b>	<b>5,364</b>	<b>5,983</b>	<b>8,447</b>	<b>11,760</b>	<b>16,086</b>
%销售收入	33.0%	34.3%	37.8%	40.8%	42.6%	44.4%	短期借款	0	225	0	0	0	0
财务费用	35	30	29	0	0	0	应付账款	822	1,191	1,045	1,213	1,429	1,639
%销售收入	-1.0%	-0.7%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	610	735	836	1,093	1,427	1,840
资产减值损失	-2	-1	-5	0	0	0	流动负债	1,432	2,150	1,882	2,306	2,855	3,479
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	11	0	0	0	0
投资收益	4	3	1	1	1	1	其他长期负债	0	29	106	106	106	106
%税前利润	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,432</b>	<b>2,189</b>	<b>1,987</b>	<b>2,411</b>	<b>2,961</b>	<b>3,585</b>
营业利润	1,176	1,472	1,907	2,659	3,611	4,852	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,544</b>	<b>3,038</b>	<b>3,840</b>	<b>5,852</b>	<b>8,586</b>	<b>12,250</b>
营业利润率	34.1%	35.1%	38.3%	40.9%	42.6%	44.4%	少数股东权益	85	136	156	183	212	251
营业外收支	7	27	22	25	25	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,061</b>	<b>5,364</b>	<b>5,983</b>	<b>8,447</b>	<b>11,760</b>	<b>16,086</b>
税前利润	1,183	1,499	1,930	2,684	3,636	4,872	<b>比率分析</b>						
利润率	34.3%	35.7%	38.7%	41.2%	42.9%	44.6%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-289	-363	-475	-644	-873	-1,169	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.4%	24.2%	24.6%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益 (元)	1.697	2.138	2.720	3.817	5.185	6.949
净利润	895	1,136	1,454	2,040	2,763	3,703	每股净资产 (元)	4.824	5.762	7.282	11.099	16.284	23.233
少数股东损益	0	9	20	27	29	39	每股经营现金净流 (元)	2.373	2.578	2.446	4.383	5.451	7.286
归属于母公司的净利润	895	1,127	1,434	2,013	2,734	3,664	每股股利 (元)	0.000	0.000	1.400	0.000	0.000	0.000
净利率	25.9%	26.8%	28.8%	30.9%	32.3%	33.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	35.17%	37.10%	37.35%	34.39%	31.84%	29.91%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	22.03%	21.02%	23.97%	23.83%	23.25%	22.78%
净利润	895	1,136	1,454	2,040	2,763	3,703	投入资本收益率	98.90%	126.96%	94.14%	131.00%	152.65%	179.86%
少数股东损益	0	0	0	27	29	39	<b>增长率</b>						
非现金支出	61	61	83	93	106	122	营业总收入增长率	26.49%	21.60%	18.66%	30.57%	30.18%	29.07%
非经营收益	-66	-84	-54	-26	-26	-21	EBIT增长率	24.56%	26.51%	30.65%	41.20%	35.82%	34.40%
营运资金变动	362	246	-193	205	31	38	净利润增长率	40.75%	26.01%	27.22%	40.33%	35.84%	34.01%
经营活动现金净流	1,251	1,360	1,290	2,338	2,903	3,881	总资产增长率	24.90%	32.09%	11.54%	41.17%	39.22%	36.79%
资本开支	284	266	511	308	368	393	<b>资产管理能力</b>						
投资	-489	467	0	0	0	0	应收账款周转天数	8.8	7.8	7.3	7.7	7.6	7.6
其他	38	49	-910	1	1	1	存货周转天数	323.3	326.1	351.9	338.5	340.9	342.0
投资活动现金净流	-735	250	-1,421	-307	-367	-392	应付账款周转天数	74.5	86.3	87.4	84.9	85.9	85.8
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	75.5	78.5	82.7	71.6	59.8	49.9
债权募资	0	230	-235	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-580	-633	-633	0	0	0	净负债/股东权益	-66.51%	-72.77%	-62.31%	-74.46%	-79.58%	-83.61%
筹资活动现金净流	-580	-403	-868	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-32.2	-47.7	-65.0	-	-	-
现金净流量	-64	1,206	-1,000	2,031	2,537	3,489	资产负债率	35.26%	40.82%	33.21%	28.55%	25.18%	22.28%

来源：齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上



重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:阴红星  
电话:0531-68889520  
手机:13969199716  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308