

行业增速放缓，竞争对手短期难以超越

——张裕 A (000869) 研究报告

联系人：食品饮料行业研究组

日期：2013年2月25日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、葡萄酒行业短期增速放缓。2001—2011年全球葡萄酒产量和消费量的复合增速分别为-0.07%和0.71%，而中国葡萄酒产量和消费量的复合增速分别为16.98%和4.5%，中国葡萄酒行业收入和利润的复合增速更是高达22.91%和23.92%。目前全球葡萄酒过剩约200万千升，旧世界国家的葡萄酒产量、销量和酿酒葡萄种植面积均呈现递减趋势，不过中国、智利、澳大利亚等新世界国家的市场却快速发展，由于我们人均葡萄酒消费量远低于世界平均水平，所以从长期看中国葡萄酒行业未来依旧有很大的发展空间。此外，2012年7月1日正式实施的葡萄酒准入条件也将进一步提高行业准入门槛，减少行业竞争，从而有利于行业集中度的提升和龙头企业做大做强。

不过，葡萄酒素有“七分原料、三分工艺”的说法，由于葡萄酒的主产地、主市场、最优秀的品牌都在国外，加之加入WTO后进口葡萄酒关税大幅降低，所以这几年我国进口葡萄酒的比例大幅提高，2012年进口葡萄酒占比已经达到30%以上，进口葡萄酒持续大幅增加将对国内葡萄酒品牌产生持续冲击。葡萄酒在中国有70%左右用于餐饮，20%左右用于酒吧，只有10%左右用于家庭消费，所以葡萄酒消费主要与商务、政务宴请相关，而且作为可选消费受宏观经济形势和政策的影响较大。在国内经济低迷、政府抑制三公消费和进口酒持续冲击的背景下，我们认为短期内葡萄酒行业的增速将会继续下滑。

2、优势明显，竞争对手短期内难以超越。目前张裕主要采取的是以“三级营销体系”为主的复合渠道深度深度分销体系，扁平化的结构既保证了对渠道的有效控制，也减少了业务流程的漏洞。从公开资料看，张裕葡萄酒在华东和东北地区的占有率均为第一位，2011年张裕的收入占国内葡萄酒行业的15.67%，利润更占国内葡萄酒行业的37.61%，目前张裕的龙头地位稳固。从上市公司层面来比较，公司的葡萄酒产能、酿酒葡萄种植面积、毛利率和净利率远高于其他葡萄酒类企业，公司员工总数中，销售人员接近3000人，占比高达60.18%。与其他公司相比，公司拥有更稳定的盈利能力和更强的渠道网络，在行业景气周期下行的背景下，张裕拥有更高的安全边际。

3、给予公司“增持”评级。经过测算，我们预计张裕A2012—2014年的EPS分别为2.38元、2.67元、3.02元，对应PE分别为20X、18X、16X。虽然进口葡萄酒对国内冲击较大，国内经济疲软将限制商政务消费，未来几年行业和公司的业绩增速将有所放缓，但与其他酒类公司相比，公司具备明显的估值优势和安全边际，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

4、主要风险提示：1、葡萄酒消费疲软；2、食品安全问题。

内 部 资 料



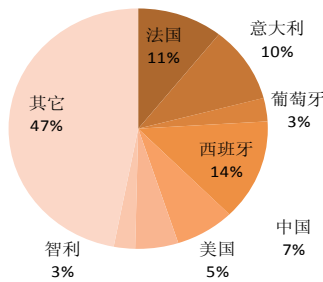
联讯证券

一、葡萄酒行业短期增速放缓

法国、意大利、德国、西班牙和葡萄牙以及匈牙利、捷克斯洛伐克等传统葡萄酒生产国,它们大多位于北纬20—52度之间,拥有十分适合酿酒葡萄种植的自然条件。冬暖夏凉、雨季集中于冬春而夏秋干燥的气候以及优质的土壤等自然条件,让这些国家在葡萄酒种植和酿造上占有先天的优势。从法国、意大利、西班牙三国葡萄酒年产量近乎占世界葡萄酒生产总量的50%便可见一斑。不过由于产量增加和近年来欧洲经济疲软,旧世界国家的葡萄酒产量和酿酒葡萄种植面积呈现递减趋势,对葡萄酒的消费量也是逐步下降,目前全球葡萄酒过剩约200万千升,不过中国、智利、澳大利亚等新世界国家的市场却快速发展,按照WIND数据统计,2001—2011年全球葡萄酒产量和消费量的复合增速分别为-0.07%和0.71%,而中国葡萄酒产量和消费量的复合增速分别为16.98%和4.5%,中国葡萄酒行业收入和利润的复合增速更是高达22.91%和23.92%。由于我们人均葡萄酒消费量远低于世界平均水平,所以从长期看中国葡萄酒行业未来依旧有很大的发展空间。

图表1 各国酿酒葡萄种植面积占比

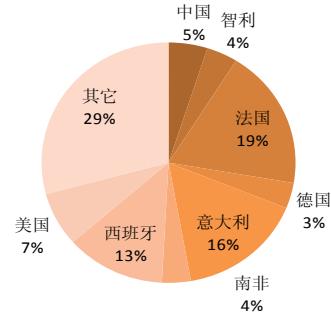
2011年各国酿酒葡萄种植面积占比



数据来源: WIND 资讯, 联讯证券投资研究中心

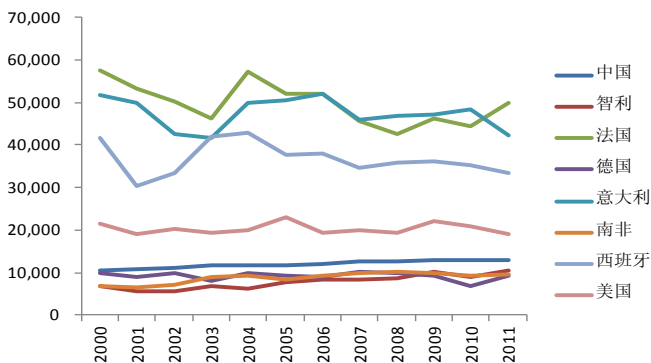
图表2 各国葡萄酒产量占比

2011年全球各国葡萄酒产量占比



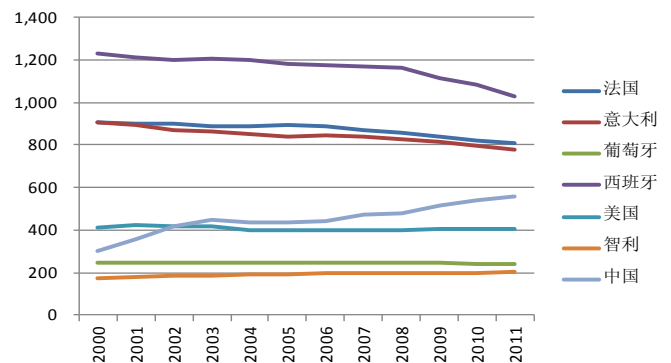
数据来源: WIND 资讯, 联讯证券投资研究中心

图表3 各国葡萄酒产量历年变化情况



数据来源: WIND 资讯, 联讯证券投资研究中心

图表4 各国酿酒葡萄种植面积历年变化情况



数据来源: WIND 资讯, 联讯证券投资研究中心

图表5 全球和中国葡萄酒产量过剩情况

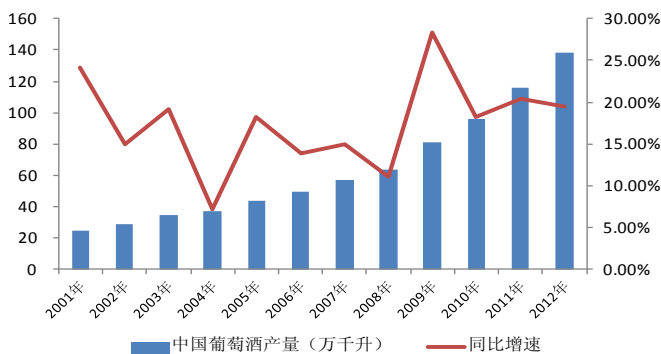
| | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球葡萄酒销量(十万升) | 237806 | 243983 | 251077 | 248150 | 240136 | 241808 | 244306 |

| | | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 全球葡萄酒产量（十万升） | 273000 | 282000 | 266000 | 268868 | 272045 | 263841 | 264172 |
| 全球过剩 | 35194 | 38017 | 14923 | 20718 | 31909 | 22033 | 19866 |
| 中国葡萄酒销量（十万升） | 12306 | 13012 | 13884 | 14046 | 14514 | 15846 | 17000 |
| 中国葡萄酒产量（十万升） | 11800 | 11900 | 12500 | 12600 | 12800 | 13000 | 13000 |
| 中国过剩 | -506 | -1112 | -1384 | -1446 | -1714 | -2846 | -4000 |

数据来源：WIND资讯，联讯证券投资研究中心

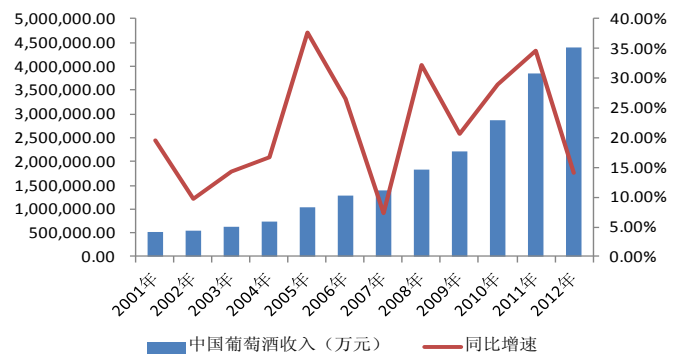
此外，2012年7月1日正式实施葡萄酒准入条件也规定：以鲜葡萄或葡萄汁为原料生产葡萄酒产品（不包括葡萄酒原酒）的新建企业（项目），其年生产能力应不低于1000千升。新建葡萄酒原酒生产企业（项目），其年生产能力应不低于3000千升。以购入葡萄酒原酒（包括进口葡萄酒原酒）为原料生产葡萄酒产品的新建和改扩建企业（项目），其年生产能力应不低于2000千升。新建酒庄酒生产企业（项目）年生产能力应不低于75千升企业（项目）原料保障能力应不低于生产能力的50%，其中葡萄酒原酒及特种葡萄酒生产企业（项目）和酒庄酒生产企业应不低于70%。该标准的实施将进一步提高行业准入门槛，减少行业竞争，从而有利于行业集中度的提升和龙头企业做大做强。

图表6 中国葡萄酒产量和同比增速



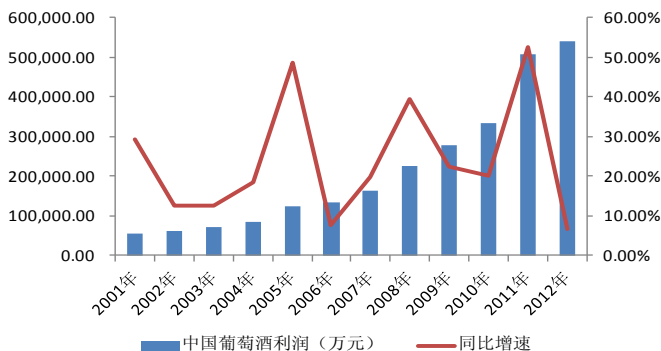
数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表7 中国葡萄酒收入和同比增速



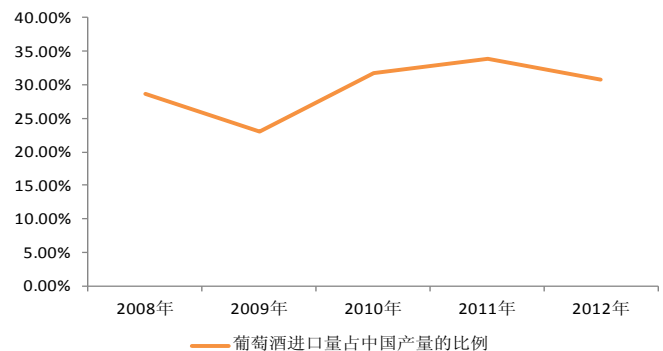
数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表8 中国葡萄酒利润和同比增速



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

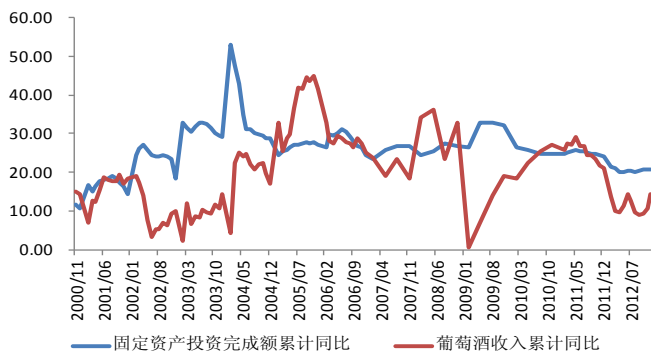
图表9 葡萄酒进口量占比



数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

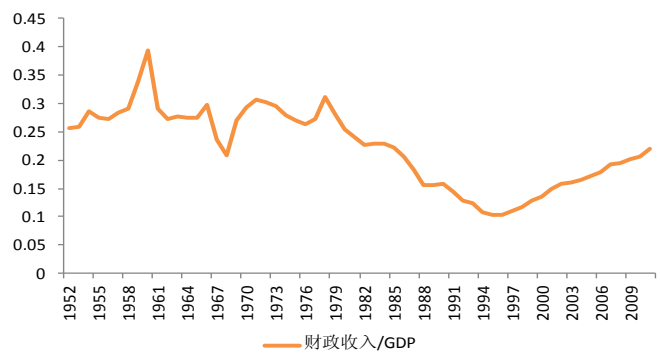
不过，葡萄酒素有“七分原料、三分工艺”的说法，葡萄酒的质量受气候、土壤、葡萄品种和种植技术的影响较大，由于葡萄酒的主产地、主市场、最优秀的品牌都在国外，国内葡萄酒更多的是一种“舶来品”的角色，国内品牌在个性、品牌、质量方面与国外相比还有差距，所以来自国外优质葡萄酒产区的进口酒占据地利优势，加之中国加入WTO后进口葡萄酒关税大幅降低，所以这几年我国进口葡萄酒的比例大幅提高。2008年我国葡萄酒进口数量和进口金额分别为181651千升和87327.6万美元，而到了2012年已经达到425653千升和257334万美元，进口葡萄酒占比已经达到30%以上，而且进口葡萄酒大幅增加的趋势未来几年很可能还将持续，从而会对国内葡萄酒品牌产生持续冲击。

图表10 固定资产投资和葡萄酒收入累计同比



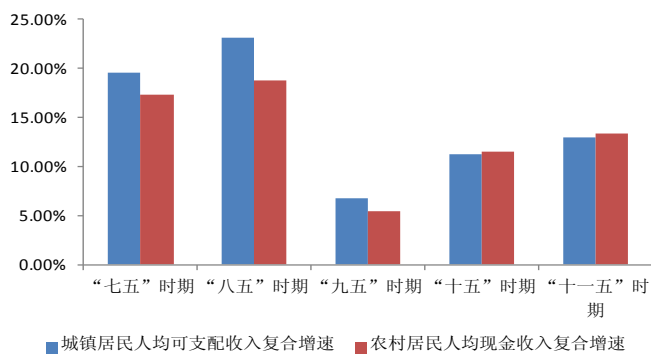
数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表11 我国财政收入在GDP中所占比例



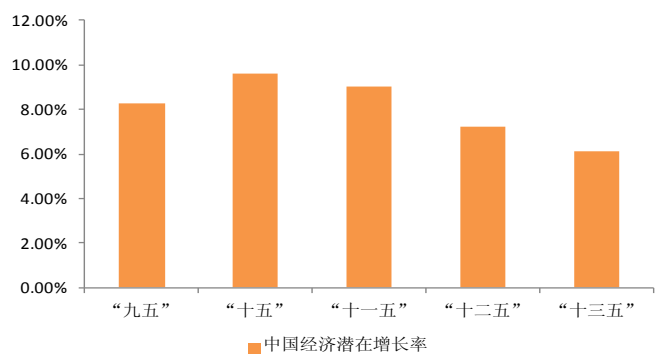
数据来源：WIND 资讯，联讯证券投资研究中心

图表12 城镇和农村人均收入复合增速



数据来源：网站公开资料，联讯证券投资研究中心

图表13 中国潜在经济增长率变化



数据来源：网站公开资料，联讯证券投资研究中心

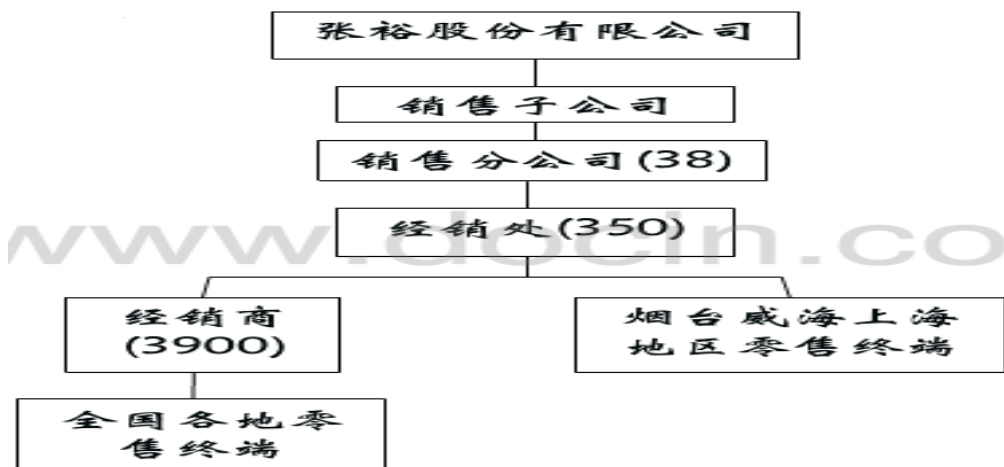
葡萄酒在中国有70%左右用于餐饮，20%左右用于酒吧，只有10%左右用于家庭消费，所以葡萄酒消费主要与商务、政务宴请相关，而且作为可选消费受宏观经济形势和政策的影响较大。葡萄酒主营业务收入与固定资产投资增速和财政支出具有很强的关联性，在投资、出口、消费三驾马车中，中国一直实行“高投资、低消费”的投资拉动主导型的增长模式，我国GDP中资本形成率自1983年以来没有低于过35%，长期过高的固定资产投资增速不仅造成行业垄断和社会收入差距拉大，而且还造成全行业产能过剩和银行不良信贷增加，而2009年出台的4万亿投资政策更是导致房地产价格疯狂飙升和经济长期通胀。鉴于中国经济结构转型的紧迫性和高投资的危害性，在可预见的未来很难再有依靠大规模固

定资产投资来刺激中国经济增长的情况出现。随着财政收入和财政支出的大幅增长，目前在我国财政收入中每年用于三公消费的比例占到20%左右，高居全球第一，相比之下美国的政府成本仅占财政收入的9.9%左右，欧盟国家平均占5%左右，日本仅占财政收入的2.8%左右。大规模的三公消费不仅造成特权腐败和贪污浪费而且已经极大的引起人们的不满，未来降低行政管理支出的比例以及抑制三公消费是大势所趋。2012年10月1号我国第一部专门规范机关事务管理活动的行政法规《机关事务管理条例》正式施行，条例规定县级以上人民政府应当将三公经费纳入预算管理，并严格控制三公经费预算总额中的规模和比例，而且禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品。未来固定资产投资增速下滑、财政收入/GDP比例趋于稳定、严格限制三公消费都将对葡萄酒消费产生不利影响。在国内经济低迷、政府抑制三公消费和进口酒持续冲击的背景下，我们认为短期内葡萄酒行业的增速将会继续下滑。

二、优势明显，竞争对手短期内难以超越

公司葡萄酒销量和收入主要来源于沿海地区，随着进口葡萄酒大量增加，公司销量势必受到冲击。尽管进口酒的冲击导致国内葡萄酒行业集中度下降，但依旧呈现着寡头竞争的格局。目前张裕主要采取的是以“三级营销体系”为主的复合渠道深度深度分销体系，拥有37个销售公司，3000多个经销商和2000多人的销售团队，同时也逐步导入了葡萄酒专卖店，洋酒代理等不同的产品销售模式。扁平化的结构既保证了对渠道的有效控制，也减少了业务流程的漏洞。从公开资料来看，张裕葡萄酒在华东和东北地区的占有率均为第一位，华北、中南、西南、西北地区则是长城居第一位，长城和张裕的销量基本持平，但是长城葡萄酒的价格却低于张裕，2011年张裕的收入占国内葡萄酒行业的15.67%，利润更占国内葡萄酒行业的37.61%，目前张裕的龙头地位稳固。从上市公司层面来比较，公司的葡萄酒产能、酿酒葡萄种植面积、毛利率和净利率远高于其他葡萄酒类企业，公司员工总数中，销售人员接近3000人，占比高达60.18%。与其他公司相比，公司拥有更稳定的盈利能力和更强的渠道网络，在行业景气周期下行的背景下，张裕拥有更高的安全边际。

图表 14 公司葡萄酒销售模式



数据来源：网站公开资料，联讯证券投资研究中心

图表 15 主要葡萄酒品牌市场占有率情况

| | 第一品牌 | 占有率 | 其他品牌 (按市占率排名) |
|------|------|--------|--------------------------|
| 华北区域 | 长城 | 28.52% | 张裕、威龙、丰收、通化、王朝 |
| 华东区域 | 张裕 | 26.65% | 王朝、长城、威龙、华东、池之王、香格里拉、新天 |
| 东北区域 | 张裕 | 14.64% | 长城、通化、王朝、长白山、威龙 |
| 中南区域 | 长城 | 36.34% | 张裕、王朝、新天、通化、白洋河、威龙 |
| 西南区域 | 长城 | 42.97% | 王朝、云南红、张裕、新天、威龙、香格里拉 |
| 西北区域 | 长城 | 21.15% | 宁夏红、张裕、新天、莫高、王朝、御马、楼兰、紫轩 |

数据来源：网站公开资料，联讯证券投资研究中心

图表 16 主要葡萄酒上市公司指标对比

| | 渠道模式 | 广告费用 | 销售人员占比 | 种植面积 (万亩) | 产能 (万千升) | 毛利率 | 净利率 |
|----|----------|-------|--------|-----------|----------|--------|--------|
| 张裕 | 深度分销 | 1.48% | 60.18% | 25 | 14 | 75.65% | 28.20% |
| 中葡 | 总代理制 | 0.03% | 25.20% | 15 | 11 | 48.48% | 2.25% |
| 莫高 | 直分销体系 | 9.02% | 40.78% | 2 | 1.5 | 50.14% | 13.50% |
| 通葡 | 代理商和总经销商 | 0.92% | 7.24% | — | 4 | 58.95% | 15.57% |

数据来源：网站公开资料，公司公告，联讯证券投资研究中心

三、业绩预测和估值

图表 17 产品销量和售价分项预测

| | 2012 年销量 | 2012 年售价 | 2013 年销量 | 2013 年售价 | 2014 年销量 | 2014 年售价 |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 解百纳 | 25000 | 7.55 | 26500 | 7.8 | 28500 | 8 |
| 酒庄酒 | 5000 | 24 | 5800 | 25 | 6500 | 26 |
| 普通干红 | 49000 | 2.96 | 49800 | 3 | 52500 | 3.1 |

数据来源：联讯证券投资研究中心

经过测算，我们预计张裕 A2012—2014 年的 EPS 分别为 2.38 元、2.67 元、3.02 元，对应的 PE 分别为 20X、18X、16X。虽然进口葡萄酒对国内冲击较大，国内经济疲软也将限制商务、政务消费，未来几年行业和公司的业绩增速将有所放缓，但与其他酒类公司相比，公司具备明显的估值优势和安全边际，所以我们首次给予公司“增持”的投资评级。

主要风险提示

- 1、葡萄酒消费疲软；
- 2、食品安全问题。

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。