

2009年进口葡萄酒数据显示短期影响不大 推荐 维持评级

分析师: 董俊峰 邮箱: dongjunfeng@chinastock.com.cn 电话: 010-6656 8780

1. 事件

近日某网站发布 2009 年中国进口葡萄酒产业宏观数据。

2. 我们的分析与判断

进口葡萄酒发展红火, 但不会影响国产品牌销售中短期前景。2009 年中国进口葡萄酒产业宏观数据显示, 中国(不包括港澳台地区)专门从事进口葡萄酒经销与流通业务的企业约 3 万家; 大陆葡萄酒市场在售的进口品牌达 1386 个, 其中上海为全国进口葡萄酒品牌最多市场, 其次为北京和广州; 渠道分销环节平均约为 4.6 次, 分销周期约为 7 个月, 葡萄酒分销具有明显区域性特征; 销量排序依次是, 干红葡萄酒、干白葡萄酒、半甜型起泡类白葡萄酒、甜型红葡萄酒和其它种类, 其中干红与干白销量约占全部的 97%; 销售模式主要分为四种, 按销量排序依次为: 酒店&餐厅、超市&卖场、终端店铺和团体采购; 红酒年份主要集中在 2000-2008 年之间, 约占全部红酒市场销量的 90%; 法国梅多克产区列级酒庄及格拉芙产区列级酒庄中, 已超过 70% 的品牌在中国大陆地区有售, 其中在上海、北京、广州的覆盖率最高; 按不同年份进行价格统计, 存储时间超过 8 年的红酒价格涨幅明显, 法国名庄古董酒的整体价格均普遍走高。

近年来进口葡萄酒品牌众多, 酒店&餐厅、超市&卖场、终端店铺和团体采购模式的销量约占全部零售销量的 95%, 我们认为从整体销量角度上不会对张裕等国产品牌渠道销售带来中短期负面影响, 当然我们维持近年来进口葡萄酒份额未来若干年增长到 1/4 的判断。

第三季度业绩表现, 符合我们 8 月 8 日《张裕 (000869、200869): 酒桌可选品有望随经济复苏展现高弹性》判断, 即葡萄酒属于酒桌可选消费品, 与宏观经济景气度相关度较高, 未来随着经济“U”型走势出现而呈现高弹性。公司第三季度销售收入增速 32%, 创 2 年来新高, 不仅超过了去年同期和第二季度 28% 水平, 更与第一季度的负增长形成鲜明对比。这得益于以酒庄酒和解百纳干红为主体的高价位产品增长较快, 如解百纳两位数增长, 使产品平均售价同比上升。我们注意到公司第三季度在营业费用率未下降的同时, 营业利润率上升了 1 个百分点, 这主要来源于毛利率的上升。上述有利条件促成了今年前三季度在所得税率同比持平的情况下, 净利率上升了 1 个百分点多, 净利润实现了较高增长。

领先于竞争对手的“高端战略”, 未来随着策略完善而稳步推进。公司经营战略明显领先于竞争对手, 近年来“高端战略”的实施打开了产品销售的上行空间, 中高端产品的销售比重从 22% 提高到 34% 左右, 对吨产品价格和毛利率增量的贡献度极大, 与此同时带动 2004-2008 年葡萄酒和公司全部产品销售收入增长 (196%, 155%), 在考虑到消费环境变化后, 我们预计 CAGR07-10 达 (15%, 14%), 随着公司“细分市场, 分类营销”工作推进, 敬请投资者进一步关注公司新产品的销售情况。

3. 投资建议

2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为 2.1、2.66 和 3 元, 虽然从 2005 年 6 月 28 日深度报告《葡萄酒行业: 至少 6 倍增长空间》以来, 公司股票市值已经增长了 6 倍, 但我们仍然维持 2008 年 8 月 29 日深度报告《张裕 (000869、200869): 五年二倍行业空间 高端战略长期胜出 (更新)》观点, 维持公司“推荐”的投资评级, 基于对公司的估值假设及与同行业上市公司的对比, 认为公司具备良好的相对投资价值。

表 1: 财务季度分析 (百万元)

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
主营业务收入	995.75	443.44	614.12	676.85	1,264.76	556.49	742.80	889.40	1,257.46	711.97	981.24
YoY	23%	38%	29%	21%	27%	25%	21%	31%	-1%	28%	32%
主营业务成本	332.06	134.39	196.75	163.80	381.49	166.04	255.93	232.57	374.69	214.73	292.75
YoY	21%	47%	23%	-17%	15%	24%	30%	42%	-2%	29%	14%
主营业务税金	63.46	41.24	43.60	38.02	82.06	44.15	40.68	47.74	63.25	43.55	60.21
YoY	19%	19%	20%	5%	29%	7%	-7%	26%	-23%	-1%	48%
营业费用	247.73	146.16	160.26	70.50	373.00	170.38	174.37	152.03	362.40	221.94	252.97
YoY	14%	51%	20%	33%	51%	17%	9%	116%	-3%	30%	45%
管理费用	72.29	30.97	19.06	55.66	74.94	34.97	20.54	63.79	72.85	33.61	32.36
YoY	28%	-4%	16%	-50%	4%	13%	8%	15%	-3%	-4%	58%
财务费用	(5.84)	(4.88)	(6.03)	(6.64)	(10.86)	(8.98)	(9.23)	(6.29)	(10.36)	(4.76)	(6.71)
YoY	31%	-14%	11%	17%	86%	84%	53%	-5%	-5%	-47%	-27%
营业利润	280.74	100.96	188.65	377.94	364.12	151.73	261.32	399.29	394.63	202.91	350.90
YoY	32%	49%	40%	154%	30%	50%	39%	6%	8%	34%	34%
投资收益	0.00	0.00	0.00	1.03	0.00	1.96	0.80	1.21	0.00	0.00	1.22
YoY				16757%				17%		-100%	53%
利润总额	281.29	100.50	190.63	377.03	365.90	150.12	266.18	401.05	395.22	210.69	359.02
YoY	32%	48%	41%	153%	30%	49%	40%	6%	8%	40%	35%
所得税	84.34	23.94	52.92	149.34	93.69	20.72	76.79	97.54	96.13	53.49	84.72
YoY	33%	66%	30%	207%	11%	-13%	45%	-35%	3%	158%	10%
少数股东损益	1.67	(1.31)	0.51	2.40	0.57	2.23	(0.33)	(2.58)	0.59	0.46	2.31
YoY		312%	121%	-1%	166%	371%	266%	308%	97%	179%	894%
归属母公司净利润	195.28	77.86	137.21	225.28	271.64	127.17	189.72	306.09	298.50	156.73	271.99
YoY	30%	49%	46%	128%	39%	63%	38%	36%	10%	23%	43%
占第一季度比例	100%	40%	70%	115%	100%	47%	70%	113%	100%	53%	91%
毛利率	67%	70%	68%	76%	70%	70%	66%	74%	70%	70%	70%
主营业务税金率	6%	9%	7%	6%	6%	8%	5%	5%	5%	6%	6%
营业费用率	25%	33%	26%	10%	29%	31%	23%	17%	29%	31%	26%
管理费用率	7%	7%	3%	8%	6%	6%	3%	7%	6%	5%	3%
财务费用率	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
营业利润率	28%	23%	31%	56%	29%	27%	35%	45%	31%	28%	36%
利润率	28%	23%	31%	56%	29%	27%	36%	45%	31%	30%	37%
所得税率	30%	24%	28%	40%	26%	14%	29%	24%	24%	25%	24%
净利率	20%	18%	22%	33%	21%	23%	26%	34%	24%	22%	28%

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股： 青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股： 青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908