食品饮料行业

报告原因：糖酒会调研

张裕 A （000869） 增持

趋势向好，整体业绩有待进一步明确 **维持评级**

2010 年 3 月 22 日

公司研究/调研简报

市场数据： 2010 年 3 月 21 日

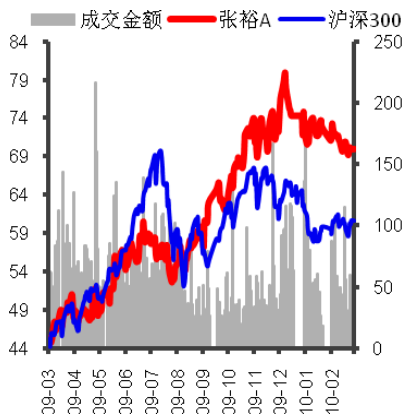
收盘价（元）	68.28
一年内最高/最低（元）	78.15/43.22
市净率	12.7
市盈率（2009E）	33.0
流通 A 股市值（百万元）	7,457

盈利预测： 单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	3,453	26.5	895	40.7	1.70	25.9	34.0	40.2
2009E	3,987	15.4	1,092	22.0	2.07	27.5	29.4	33.0
2010E	4,766	19.6	1,337	22.5	2.54	28.1	26.5	26.9
2011E	5,706	19.7	1,632	22.0	3.09	28.7	24.4	22.1

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩

公司近期市场表现（最近一年）：



主要事件：

成都春季糖酒会期间，我们参加了公司的投资者见面会，与公司高管就当前的经营情况进行了沟通了解。

投资要点：

●**向好趋势确定，整体业绩有待进一步明确。**公司一直以来都在追求持续稳定增长的目标，虽然受金融危机影响 09 年 1 季度葡萄酒销量有所下降，但从 2 季度起已开始保持较好增长水平。经济的持续好转推动市场的不断向好，10 年延续了 09 年四季度良好的销售态势，受金融危机影响较大且受国内其他中低品牌冲击的福建地区也实现了较快增长。不过今年 1-2 月销售状况与 09 年时有所不同：（1）危机影响 09 年 1 季度销售较差，基数较低；（2）10 年春节在 2 月，销售具有跨年度变化，因此，公司 10 年的整体增长情况尚需待 2 月份以后才能明确。

●**进口酒当前冲击有限，力求取得共赢。**有专业人士预计，由于当前葡萄酒消费主要是崇拜消费，洋酒文化受到一定青睐，未来 5-10 年包括白兰地在内的进口酒可占至我国总消费的 40%，其后这一比例将有所回落，国产葡萄酒终将重占主导。目前来看，进口酒冲击依然有限，主要是面临着较大的品牌问题，一是进口酒在国内品牌多而乱，仅拉斐一个牌子就有十几种，海关进口瓶装葡萄酒均价仅为 20 元/瓶，品质参差不齐；一是国内消费者对进口品牌的认识度较低，限制了进口酒的发展。从行业发展角度来讲，进口酒涌入对于国内葡萄酒市场扩大、消费者品鉴能力提高具有明显好处，有助于促使国内葡萄酒消费快速增长。国内大品牌的葡萄酒企业对于进口酒的涌入也持欢迎态度，双方对国内葡萄酒消费这块蛋糕是共享的关系，并非绝对的竞争。张裕代理进口酒销售正是公司从此出发的一项战略考虑，代理酒知识产权归属公司，公司也将在其做大做强的过程中享受到共赢的收益。

执笔人： 罗 胤
Tel：010-82190365
Email：luoyin@sxzq.com
MSN：luo_yin@hotmail.com

研究员： 张 旭

联系人
焦春成
0351-8686986
sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686986
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

●**低档酒重回战略性产品布局。**公司低档酒发展比较痛苦，这主要是公司发展战略的问题。过去张裕的目标是做中国最好的葡萄酒，价格、质量都最好，以满足中高档消费者的需求。当前国内中低档市场占比较大，不容忽视，因而 09 年开始公司尝试再做中低档酒，将其重新纳入战略性产品布局中来，当年增速远高于 08 年，可达两位数增长，约在 10-20%。不过，低档酒的战略布局并不会改变公司的整体规划，中高档产品仍是公司的发展重点，低档酒在推广力度上与高档产品也将有所差别。

●**酒庄酒为重中之重，仍将持续发展。**公司销售以葡萄酒为主，葡萄酒中以中高档为主，其中酒庄酒占公司全部收入的四分之一左右，其迅速增长推动了公司毛利率的不断提高，是公司发展的重中之重。09 年卡斯特收入增长 40%，预计爱斐堡明年销量也可达 1000 吨产能目标，增长喜人，10 年来的销售情况也较为出色。今后公司仍将在酒庄酒上做大量工作，酒庄酒的发展主要还是看质量，要看酿酒师，品质要由酿酒师来决定，公司从国外聘任的酿酒师已到第九代，新疆、宁夏、西安等葡萄基地也将得到进一步培育。公司还将继续在高档品牌上做工作，以提供更多的品牌选择。

●**投资建议：**我们看好公司的品牌实力，也看好其持续增长能力，预计其 2010 年 EPS 为 2.54 元，对应的动态市盈率分别为 26.9 倍，维持“增持”评级。

●**风险提示：**进口葡萄酒冲击；A 股波动。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。