



分析师

张裕 A (000869)
买入(维持)

电话: 010-88085978
Email: sujingran@hysec.com

食品饮料行业/公司研究

张裕：引领红酒业涅槃的龙头

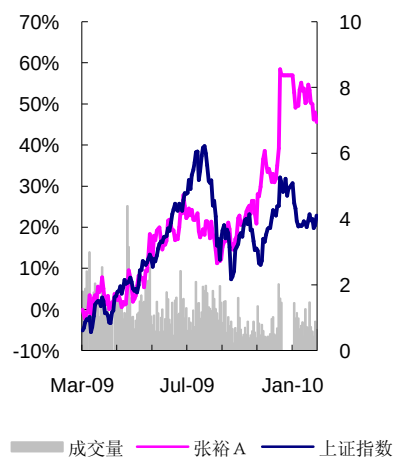
公司数据

总股本(万股)	52728
流通股(万股)	10941
每股净资产	5.00
主要股东	烟台张裕集团有限公司
主要股东持股比例	50.40%

交易数据

一年价格波动区间	44.75~77.94
半年绝对表现	20.47%
半年相对表现	12.69%
半年换手率	0.65%

市场表现



相关研究：

《宏源证券 * 公司研究 * 燕京啤酒：高增长如何持续 * 000792 * 食品饮料行业 * 苏静然》

2010.3.13

《宏源证券 * 公司研究 * 重庆啤酒：主业增长放缓 疫苗业绩尚待时日 * 600132 * 食品饮料行业 * 苏静然》

2010.3.15

《宏源证券 * 会议纪要 * 张裕 A：投资者交流会信息纪要 * 000869 * 食品饮料行业 * 苏静然》

2010.3.18

报告主要思路：

自 2008 年末张裕已跻身世界第六大葡萄酒生产企业。公司历时九年的财务指标显示了惊人的盈利能力：1999-2008 年间主营业务收入、主营业务利润和净利润复合增长率分别达到 20.8%、30.4%和 28.7%。我们将其业绩拆解，从行业和公司自身两个角度对增长原因进行分析，并为公司未来增长做出预测。

估值主要结论：

预计 2009 年、2010 年公司每股收益达到 2.18 元和 2.86 元，给予 30-35 倍市盈率，合理价格区间 84-100 元，维持“买入”评级。

主要观点：

- 提出行业“稳定三角”结构论，证明张裕战略发展适合产业在中国发展阶段：“金字塔稳定三角”是成熟产业发展的趋势。全球葡萄酒行业“新旧世界”起落是整个产业从塔尖走向塔基的必然结果；这种趋势的蔓延与中国经济加快共同催生了中国葡萄酒行业的大发展。中国资源禀赋结构决定中国红酒行业独特的由金字塔基走向金字塔尖稳定结构的过程。
- 从公司角度看：产品定位战略、上下游一体化建设、在原料基地和渠道建设方面抢得先机将在未来继续确保公司高质量增长。
- 风险提示。通胀预期引发的货币紧缩措施，可能引发大盘系统性风险。

主要经营指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(亿)	21.67	27.3	34.5	41.7	53.6
同比增长率	20.1%	26%	26.5%	20.7%	28.6%
净利润	3.97	6.39	8.95	11.41	15.12
同比增长率	26.8%	61%	40%	27.4%	32.5%
每股收益(元)	0.75	1.21	1.7	2.18	2.86
净资产收益率	15.6%	25.5%	31.5%	35.6%	37.2%

目录

1 张裕的龙头之路：十年磨一剑	3
1.1 全球第六大葡萄酒生产商	3
1.2 对财务数据的考察：快速增长的龙头	3
1.2.1 投资回报率：	3
1.2.2 销售收入、主营业务利润和净利润的复合增长率	4
1.2.3 现金流情况：现金充足、分红丰裕	4
2 增长因素拆解：行业和个体因素共同作用	5
2.1 行业因素：“金字塔稳定三角”发展趋势	5
2.1.1：“新旧世界”的起落，是全球葡萄酒行业走向“稳定三角”结构的必然结果	6
2.1.2：中国红酒市场依然新兴，资源禀赋决定竞争主要集中在中低端	7
2.2 公司因素：战略和产品定位、原料和渠道建设构成核心竞争力	8
2.2.1 战略定位中高端：利润率水平长期高于行业	8
2.2.2 酒庄酒时代：先行一步占先机	10
2.2.3 上下游建设一体化：上下通吃	11
2.2.4 渠道建设	11
3 结论与估值建议：	12

图表目录

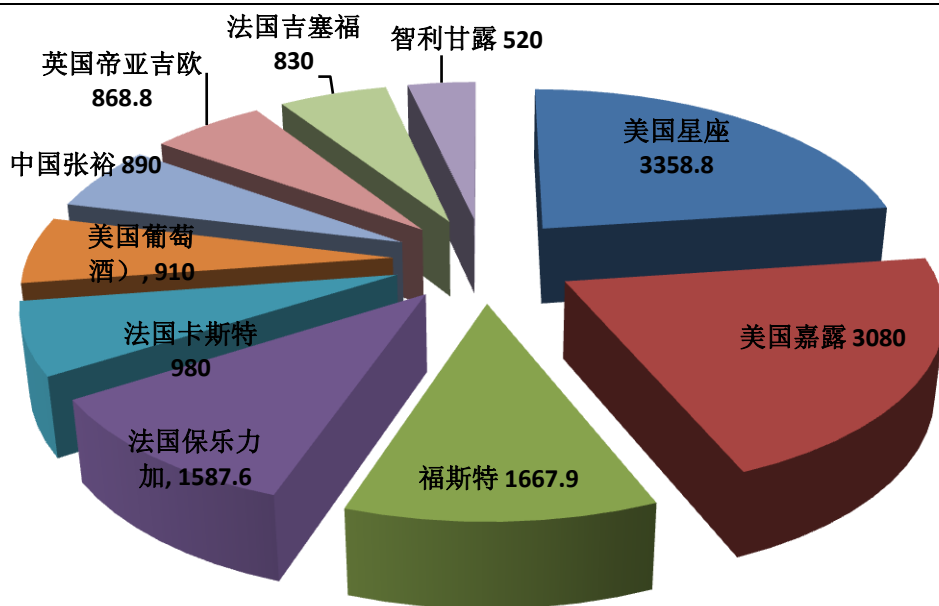
表 1 1999-2008 年张裕净利率及 ROIC 分析	4
表 2 1999-2008 年张裕现金流量分析	5
表 3 2008 我国知名葡萄酒庄种植面积和产量	10
表 4 2010 年张裕葡萄酒基地分布情况	11
表 5 2009 重点市场占有率及销售收入预测	11
表 6 利润表预测	13
图 1：2008 年全球前十大葡萄酒生产厂商 单位（百万美元）	3
图 2：走势图	4
图 3：1986-1990 各大洲消费比例	6
图 4：2007 年各大洲消费比例	6
图 5：1980-2009 中国红酒产量及增速走势图	7
图 6：1998-2009 中国葡萄酒行业毛利率走势	8
图 6：1998-2009 中国葡萄酒行业毛利率走势	9
图 7：1998-2009 行业与张裕毛利率比较	9
图 8：1998-2009 行业与张裕净利率比较	9

1 张裕的龙头之路：十年磨一剑

1.1 全球第六大葡萄酒生产商

2008 年的张裕以销售收入 8.9 亿美元成为世界第六大葡萄酒生产企业。翻阅公司发展历程：在红酒行业 1999–2008 年 17.8% 的收入复合增长率、24% 的利润复合增长率期间，张裕公司以 19.8% 的收入增长率和 29.4% 的利润增长率远远超过行业。我们在惊讶于其财务上的优异表现的同时，试图找出支撑其迅猛增长的行业和个体因素。在此基础上分别研究各因素在今后若干年的可持续性，以对公司今后的增长做预测。

图 1：2008 年全球前十大葡萄酒生产厂商 单位（百万美元）



资料来源：宏源证券

1.2 对财务数据的考察：快速增长的龙头

1.2.1 投资回报率：

无论是净利率还是 ROIC 均呈上升趋势：2008 年净利率与可用资本回报率均超过 25%，盈利能力高且持续性强。

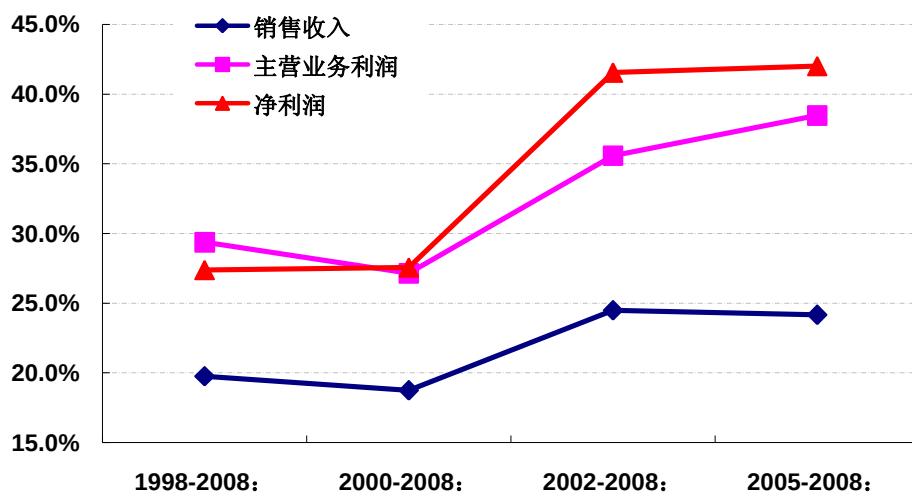
表 1 1999-2008 年张裕净利率及 ROIC 分析

净利率：	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
	15.3%	17.3%	18.2%	23.3%	25.9%
	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年
	14.7%	14.6%	19.4%	12.0%	13.4%
ROIC	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
	11.0%	15.6%	17.2%	25.0%	29.4%
	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年
	14.7%	9.5%	12.3%	7.4%	9.1%

资料来源：宏源证券

1.2.2 销售收入、主营业务利润和净利润的复合增长率

图 2：走势图



资料来源：宏源证券

数据显示：

- 1、收入、主营业务利润和净利润均呈加快增长趋势
- 2、主营业务利润增速快于销售收入增速维持时间超过 10 年，证明：毛利率上升趋势保持稳定，主要与公司产品结构调整有关。
- 3、净利润增速超过主营业务利润增速，证明三项费用控制有力。

1.2.3 现金流情况：现金充足、分红丰裕

1999-2008 年张裕公司净利润总额约为 31 亿元，而同期分红总额与现金净流量总额约为 34 亿元，基本吻合。经营现金流程稳定增长，且多数年份均能覆盖投资和筹资现金流支出。筹资现金流支出中绝大部分是分配股利支出

表 2 1999-2008 年张裕现金流量分析

单位:亿元	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
经营净现金	12.51	8.16	3.98	3.26	2.29	3.48	0.91	0.53	1.78	0.77
投资净现金	-7.35	-2.44	-0.20	-0.21	1.01	-3.06	-1.55	-0.67	-0.35	-0.78
筹资净现金	-5.80	-3.89	-2.84	-2.03	-0.29	-0.49	-0.40	-0.52	5.70	-0.19
分配股利	6.33	5.80	4.22	2.84	2.03	0.31	0.52	0.65	0.52	0.31
现金净增加额	-0.64	1.84	0.94	1.02	3.00	-0.08	-1.04	-0.66	7.13	-0.20

结论：张裕公司在 1999-2008 年之间增长情况是真实且稳定的。我们关心的是：9 年间主营业务收入和净利润 19.8%和 27.4%的复合增长率背后的关键因素以及是否在未来仍可持续？

2 增长因素拆解：行业和个体因素共同作用

张裕公司的增长我们认为可以归结为行业因素和公司个体因素两方面原因。

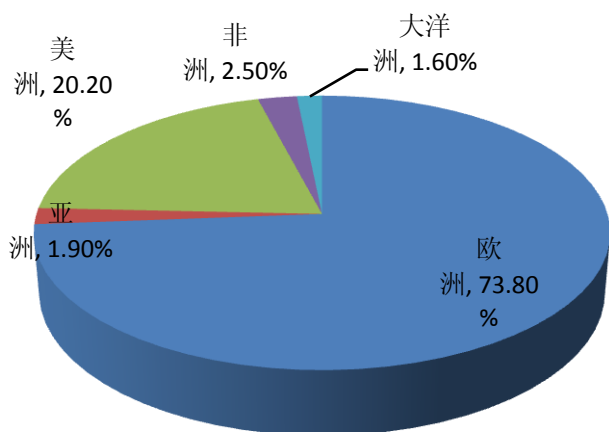
2.1 行业因素：“金字塔稳定三角”发展趋势

任何成熟产业或市场，产品结构必然是呈“金字塔”型：即最高端产品，或奢侈品必然是位于金字塔尖的产品，占比不高于 10%；中高档产品构成金字塔塔身，占比约 20-30%；其余位于最低端的是构成塔基的大众消费品，占比约为 60%-70%。这样一种产业结构是比较稳定的结构。稳定的意义在于形成之后变化即较为和缓。在此过程中如果出现发展不均衡，到一定阶段就会有纠偏情况发生，即发生其中某一阶段产品增速大大超过其他阶层的情况。这种纠偏过程出现催化剂，即是与收入水平和资源禀赋差异决定。由此我们得出行业因素中两点结论：

2.1.1: “新旧世界”的起落，是全球葡萄酒行业走向“稳定三角”结构的必然结果

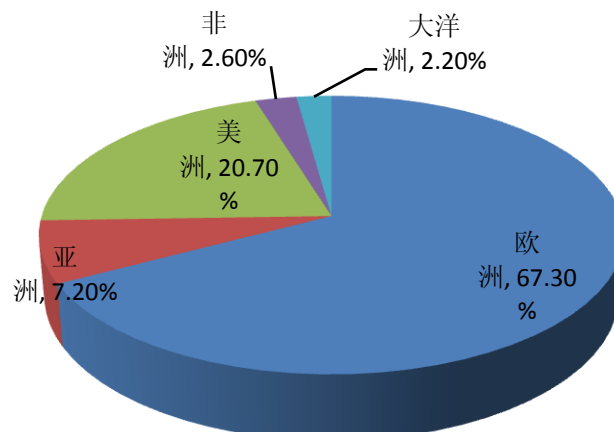
全球葡萄酒消费供过于求的现象已持续多年。据全球最大的市场公司之一 Global Industry Analysts (GIA) 最新研究报告，2001-2010 年间，全球葡萄酒消费量平均增长率仅有 1.26%，预计到 2010 年总消费量为 262 亿升。人均消费量从前几年 6L/人下降到 2007 年的 4.5L/人和 2008 年的 3.5L/人。但从具体消费国别差异分析不难看出：下降的主要是以法国和意大利等欧洲国家为代表的“旧世界”，崛起的主要是以美国、新西兰、澳大利亚等美洲和大洋洲国家为主的“新世界”（其中法国占比由 90 年代末 49% 下降为 20%，美国、澳大利亚为代表的新世界占比扩大到 25%）。由于法、意 旧世界国家所占比例仍然超过 50%，导致全球消费总量下降。

图 3：1986-1990 各大洲消费比例



资料来源：宏源证券

图 4：2007 年各大洲消费比例



资料来源：宏源证券

传统葡萄酒是与以法国为代表的欧洲文化相伴而生，传播到世界各地。传统生产国按照作坊生产方式酿造葡萄酒，使用传统工艺，沿袭产地命名。对原材料选择、生产环境（包括土壤、气候）和酿造工艺等都有严格要求。政府对酒标标注和不同等级的酒类也有规定和控制。此种生产方式成本较高，生产出的是高品位，代表欧洲贵族文化的葡萄酒，为产业金字塔尖。从全球范围看产量和消费量的增长必然受限，近年全球行业的表现反映出其增长的瓶颈。新世界国家改变传统观念，把葡萄酒视为一种工业，工业化大规模生产降低了成本，按照市场需求生产葡萄酒，其产品酒精含量低、果味浓郁、适合普通消费者且价位低。此种生产工艺导致行业产量和需求的新一轮爆发，产业金字塔塔身增大，这是近年来“新世界”国家葡萄酒产

销量大增的根源。

2.1.2：中国红酒市场依然新兴，资源禀赋决定竞争主要集中在中低端

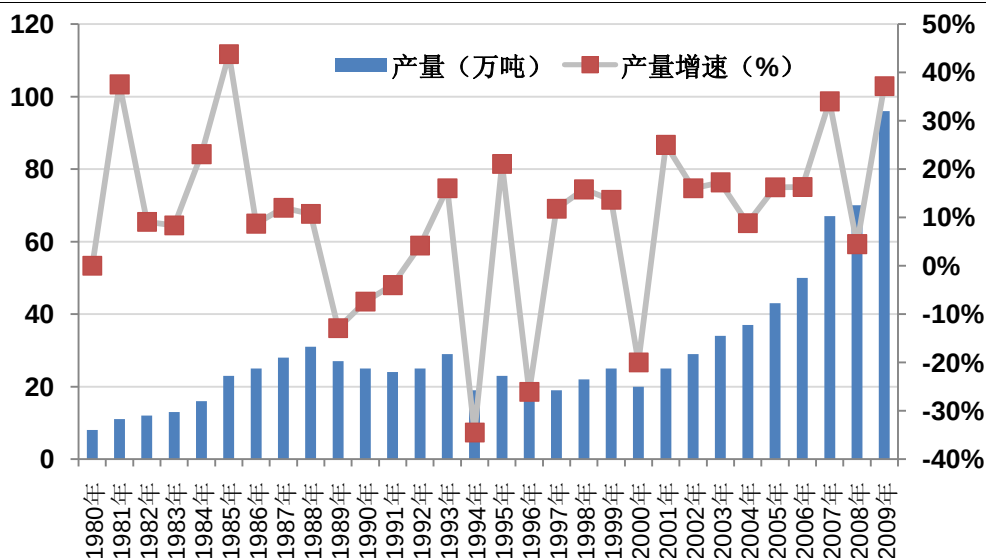
尽管产业结构在全球范围出现由奢侈品向大众消费品的纠偏，但具体到任何一个国家，产品结构发展依然是以该国生产消费水平和文化等因素综合而成。中国市场依然新兴，仍然较低的人均收入水平决定了国内产业结构的发展必然是塔基先壮大，然后是塔尖。这可以解释：

（1）产品结构上无论是进口还是国产酒主要仍然集中在中低档酒。进口高价葡萄酒在 90 年代热销短短几年后销量逐渐减少。但高档酒发展将会加快。据预测未来中国高、中、低档葡萄酒占比将分别为 50%、40%和 10%。

（2）市场集中度上：规模分散与龙头企业份额增大并存。全国葡萄酒企业平均生产能力不足 2000 吨。1000 吨以下的占 70%，1000-5000 吨的占 20%，超过 5000 吨的仅占 10%。产量过万吨的仅有张裕、长城、王朝、维隆、华夏、丰收、通化等少数企业。但行业前三张裕、长城和王朝市场占有率超过 52%。

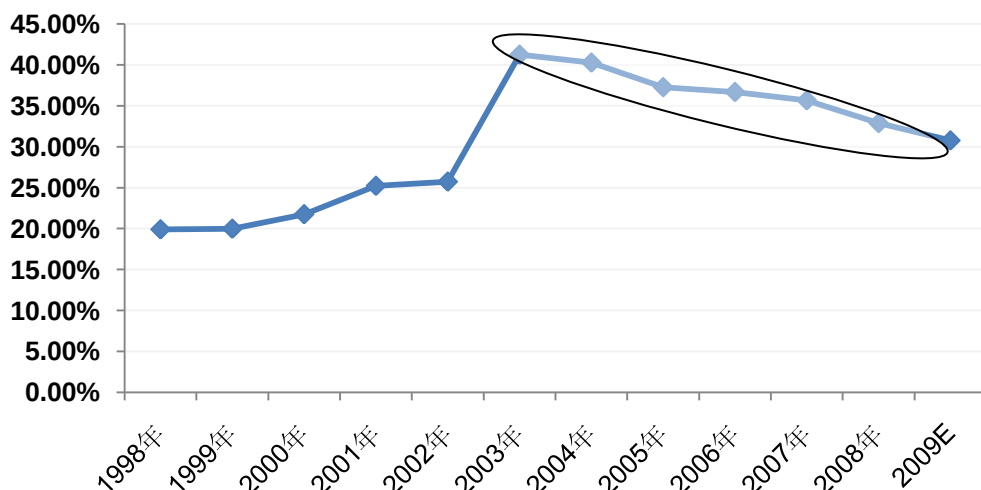
以上两点可以解释中国市场产销量激增与行业毛利率逐步下降的趋势。

图 5：1980-2009 中国红酒产量及增速走势图



资料来源：宏源证券

图 6：1998-2009 中国葡萄酒行业毛利率走势



资料来源：宏源证券

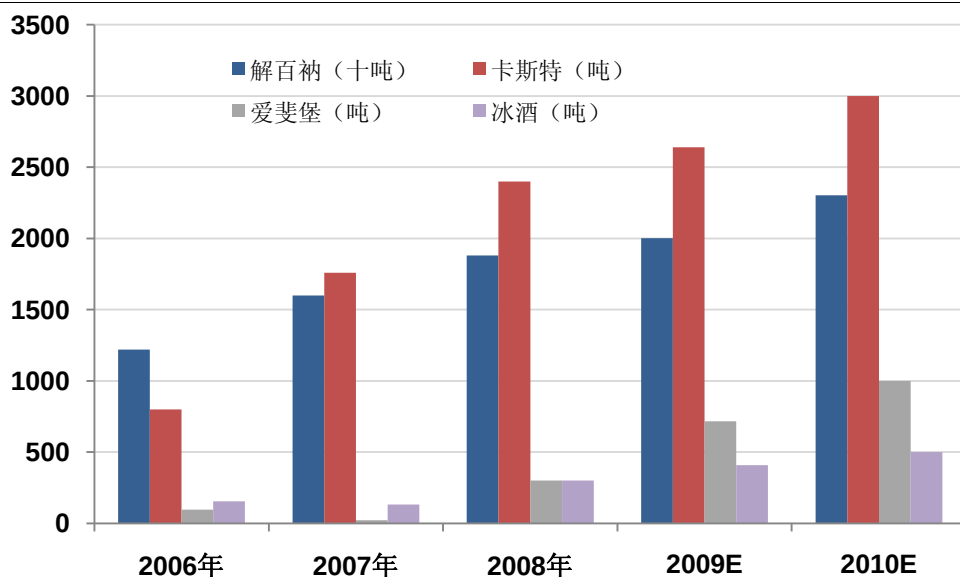
结论：（1）全球市场转移，证明新兴市场，包括中国仍然有巨大的发展潜力。
（2）中国仍然处于全球产业结构的中低端，产品结构以中低档为主。在中国市场龙头企业制胜之道必然是脱离低端竞争的蓝海，定位中高端。以金字塔塔身为主，辅以少量金字塔尖的高端产品。

2.2 公司因素：战略和产品定位、原料和渠道建设构成核心竞争力

2.2.1 战略定位中高端：利润率水平长期高于行业

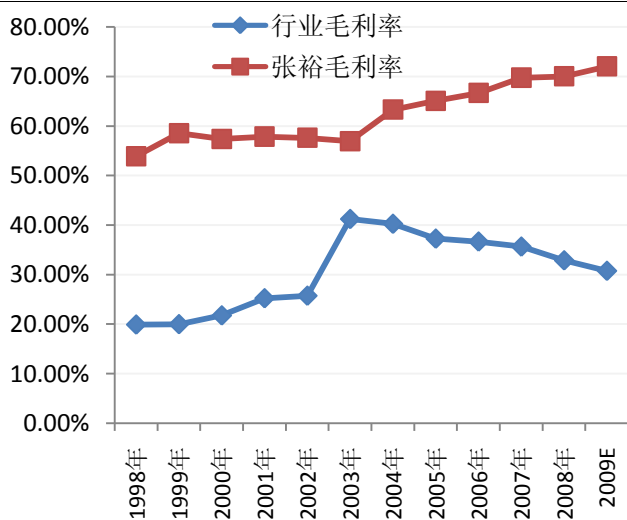
翻阅张裕公司成立以来的历史。战略的定位无疑是其发展壮大的最重要因素。从 1997 年公司 B 股上市以来始终定位于中国中高档葡萄酒生产商的位置，产品结构四大酒庄酒、解百纳干红、普通红酒、白兰地和保健酒。2006 年至今，酒庄酒整体增速保持 40% 以上，成熟产品解百纳增速超过 15%。产品结构改进带来吨酒价格不断提升（2008 年公司吨酒价格约为 3.3 万元/吨，比 2004 年 2 万元/吨提高 65%），也使张裕公司的毛利率和净利率水平持续高于行业平均。

图 7：2006-2010 张裕各酒种销量及预测



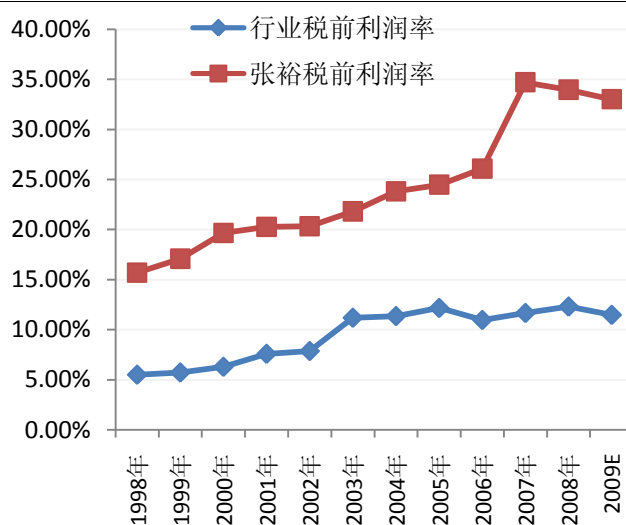
资料来源：宏源证券

图 8：1998-2009 行业与张裕毛利率比较



资料来源：宏源证券

图 9：1998-2009 行业与张裕净利率比较



资料来源：宏源证券

2.2.2 酒庄酒时代：先行一步占先机

从 2002 年张裕卡斯特酒庄成立，中国葡萄酒正式进入酒庄酒时代。截至 2008 年末，据不完全统计，酒庄数量达到 18 家。2009 年张裕再次以“七大酒庄联盟”再次引领行业发展新轨道。我们认为尽管长城等竞争对手纷纷进入酒庄市场，但经营和运作方面仍然需要时间积累，短期内难以撼动张裕在高档酒庄酒领域的龙头地位。

2009 年前三季度，公司“1+4”高端品牌战略仍然保持较快增长速度：张裕爱斐堡、烟台卡斯特和辽宁冰酒酒庄销量分别达到 280 吨、2400 吨和 165 吨，分别同比增长 200%、25%和 40%。成熟品牌解百纳销量也达到 1.8-1.9 万吨，增速超过 10%。2009 年酒庄酒占到整个销售收入的 25%，预计这一比例 2010 年将提高到 30%以上。

表 3 2008 我国知名葡萄酒庄种植面积和产量

企业	酒庄名称	建立时间和地点	种植面积	设计产能
张裕集团	烟台卡斯特酒庄	2002 山东烟台	2000 余亩	1200 吨
	廊坊卡斯特酒庄			
	黄金冰谷酒庄	2006 辽宁桓龙湖	5000 亩	1000 吨
	爱斐堡国际酒庄	2007 北京密云	1400 亩	1000 吨
中粮集团	长城南王山谷君顶酒庄	2007 山东蓬莱	6000 亩	500 吨
	长城桑干酒庄			
王朝	御马酒庄	甘肃 天水	20000 亩	10000 吨
莫高	兰州酒庄	甘肃 兰州	90 余亩	20000 千升
华东葡萄酿酒公司	华东百利葡萄酒庄	山东 蓬莱	10000 亩	10000 吨
容辰	容辰酒庄	2001 河北沙城	200 公顷	300 吨
烟台瑞事临	烟台瑞事临酒庄	2008 山东蓬莱	1000 亩	5000 吨
伊尔顿酒庄	伊尔顿酒庄	2008 山东牟平		1000 千升
内蒙古汉森	汉森葡萄酒庄园	内蒙 海勃湾	3682 亩	5000 千升
宁夏西夏王	西夏王酒庄	在建		3000 千升
南山庄园	南山庄园	2001 年 烟台南山	20000 亩	5000 吨
北京波龙堡	波龙堡酒庄	1999 年 北京房山	70 公顷	250 吨
中法政府农业合作项目	中法庄园	1999 年 河北怀来	330 亩	
新疆西域酒业	西域酒庄	新疆天山北麓	40000 余亩	

资料来源：宏源证券

2.2.3 上下游建设一体化：上下通吃

原料基地：2009 年 12 月，公司斥资 1 亿元控股新疆天珠酒业。公司在西部原料供给加大的同时斩断了长城、威龙等企业在新疆采购原酒的部分渠道。预计 2010 年底公司可控原料基地面积将超过 25 万亩，主要分布在胶东半岛、新疆、宁夏、河西走廊，占全国适宜酿酒葡萄种植面积的 25%，原料基地优势非常明显。

表 4 2010 年张裕葡萄酒基地分布情况

单位：亩	烟台	宁夏	新疆	陕西	北京	辽宁	共计
2009 年 7 月	80000	50000	50000	15000	1500	5000	201500
计划新增		30000	20000				
2010 年末	80000	80000	70000	15000	1500	5000	251500

资料来源：宏源证券

2.2.4 渠道建设

公司每年营销费用支出约占销售收入的 10-15%。2008 年公司营业费用 8.69 亿元，占全行业规模以上企业营业费用 20%-30%。渠道沿革证明“深度分销体制”的适用性：张裕在营销渠道上坚持“高度扁平化”的深度分销体制。通过销售公司到 37 个省级销售分公司再到 350 多家经销处，分管 3000 多个直接面向终端的经销商。2009 年公司营销体制改革，将整个销售网络星罗棋布，同时牢牢掌控终端，使张裕在与经销商的谈判中始终处于优势地位。

同时张裕优势市场主要分布在沿海发达地区，其经济发展程度和收入水平决定在红酒行业发展过程中其必将成为增长最为迅速的区域。

表 5 2009 重点市场占有率及销售收入预测

地名	占有率（2008）	2008 年收入	预计 2009 年收入
福建	70-80%	6	6
山东	80-90%	6	5.5
青岛	30-40%		
广东	90%（白兰地	4	4.5

	为主)		
江苏	30-40%	3.5	4
浙江	30-40%	3.5	4
上海	30-40%	2.5	3

3 结论与估值建议：

张裕公司发展史也是中国葡萄酒行业发展历史的缩影。公司在行业发展过程中找到正确的战略定位、并抓住了上下游（原料和渠道）两个关键因素，从而在激烈的竞争中存活下来，并超越长城和王朝成为行业龙头。在对张裕管理层战略眼光的评价上我们认为其 EMB0 的股权结构发挥了最为重要的作用。

中国葡萄酒行业正走向成熟，中高低端并存的结构逐步形成。未来 5-10 年中国仍将是全球葡萄酒消费量增长最快的地区：中国已成为全世界红酒消费量增长最快的地区：由 Vinexpo 委托国际葡萄酒及烈酒研究机构 IWSR 进行的最新调查显示，从 2009 年到 2013 年间，全球葡萄酒消费将增长 10 亿瓶。其中中国和美国将占到全球葡萄酒消费增幅的一半（包括静酒和起泡酒），约增长 5324 万箱。我们认为在此过程中张裕必将迎来新一轮发展的高峰。

盈利预测与估值：预计 2009 年-2012 年间仍将保持销售收入 20%以上增速。预计 2009、2010 年每股收益 2.28 元和 2.86 元，给予 30-35 倍市盈率，合理价格定位在 84-100 元，给予“买入”评级。

表 6 利润表预测

单位：亿元	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E
一、营业总收入	27.30	34.53	41.68	53.62
营业收入增速	26.0%	26.5%	20.7%	28.6%
二、营业总成本(元)	17.83	22.81	26.47	33.46
营业成本(元)	8.27	10.36	11.46	14.16
毛利润	19.03	24.17	30.22	39.46
毛利率	69.7%	70.0%	72.5%	73.6%
营业税金及附加(元)	1.86	2.15	2.50	3.22
销售费用(元)	6.25	8.70	10.42	13.41
管理费用(元)	1.78	1.94	2.08	2.68
财务费用(元)	-0.23	-0.35	0.00	0.00
资产减值损失(元)	-0.10	0.02	0.00	0.00
主营业务利润	9.47	11.72	15.21	20.16
主营业务利润率	34.7%	34.0%	36.5%	37.6%
三、其他经营收益(元)				
投资净收益(元)	0.01	0.04	0.00	0.00
四、营业利润(元)	9.48	11.76	15.21	20.16
加：营业外收入(元)	0.06	0.10	0.00	0.00
减：营业外支出(元)	0.04	0.04	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失(元)	0.02	0.00	0.00	0.00
五、利润总额(元)	9.49	11.83	15.21	20.16
减：所得税(元)	3.11	2.89	3.80	5.04
六、净利润(元)	6.39	8.95	11.41	15.12
减：少数股东损益(元)	0.03	0.00		
归属于母公司所有者的净利润(元)	6.36	8.95		
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	1.21	1.7	2.18	2.87

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责声明：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%-+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%-+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上