

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

会议纪要

张裕（000869, 200869）投资者交流会纪要

2010年5月12日

文献 CFA 食品饮料高级研究员 S1060209040123 0755-2262714 Wenxian001@pingan.com.cn

丁芸洁 联系人

0755-2262569 DINGYUNJIE640@pingan.com

事项

5月12日上午，我们在烟台参加了张裕2009年度股东大会后举办的投资者交流会，与会机构投资者和分析师数十人。

主要观点

要点小结：

1. 产品战略清晰、产品档次分明、计划产量5年接近翻倍。产品战略上坚持葡萄酒为主，带动多酒种发展，葡萄酒坚持中高档为主。葡萄酒产品档次分明：从高到低依次为百年老窖、酒庄酒、解百纳、普通干红和干白。计划未来5年酒总产量从13万吨增长到25万吨，葡萄酒从7.6万吨增长到13万吨。
2. 产能建设稳步推进中。新疆、宁夏、西安新酒庄建设中；烟台西郊新建工业园区2010年将开工；北京爱菲堡、辽宁冰酒酒庄扩产进行中；已规划自有葡萄种植面积20万亩正在建设中。
3. 销售体系建设初步完成。细分市场、分类营销政策稳步推进；满足5年后销售需求预计要营销人员3000人，09年末已有约2400人；已确定全国100重点城市建设销售体系，完成后推广到全国。
4. 非酒业对外投资仅是财务投资。坚定做好酒的主业，风险可控、回报可观时也会抓住对外投资机会。
5. 2010年将重视品牌建设。将投入“张裕”品牌的广告，2010年6月后会在央视见到。
6. 4月酒驾严查进一步升级后，公司感觉对自身影响很小。
7. 2010年销售形势和费用预算。1-4月销售延续1季度良好势头，采购原酒成本下降和费用指标值同比下降且层层考核，力保全年成本费用与09年持平。
8. 平安观点：张裕治理结构完善、管理层战略清晰、经营稳打稳扎，是分享中国葡萄酒行业快速成长机会的最好标的。市场若调整，将提供中长期建仓机会。维持10-12年2.63、3.22和3.93的EPS预测值，同比分别增长22.9%、22.6%和21.9%，动态PE分别为27、22和18倍，维持“推荐”评级。

一、 董事长孙利强谈了张裕发展的五个主要方面，和当前面对的三个问题

五个方面如下：

1. 公司未来5年产品结构调整的方向

产品战略上坚持两个结构，首先是葡萄酒主打中高档产品。分几个等级，第一等级是百年酒窖，公司会限量生产，是张裕最高档的产品；第二等级是酒庄酒，未来5年计划做到1

万吨（当前约4千吨）；第三等级是解百纳，2009年产量接近3万吨，未来5年计划做到5万吨；再有就是普通干红和干白等产品；

第二是坚持多酒种结构，以葡萄酒为主，同时积极发展白兰的、香槟酒、保健酒等。未来5年公司计划各类酒总产量要增长到25万吨，其中约13万吨葡萄酒，约7万吨白兰的（当前生产4万吨），保健和香槟各约2万吨。就白兰的而言，张裕当前XO级别白兰的质量较人头马等品牌仍有较远差距。但强调中国中档白兰的存在机遇，即10-100元价格的酒。特别提到一项证据是张裕（应该是09年）在广东一年卖4个亿，约一万吨。香槟在欧洲占到葡萄酒的15%左右，国内还很小。保健酒（三鞭酒）也是张裕发展的一个优势。

2. 市场建设

市场营销是张裕至关重要的问题，对未来调整举措和发展意见总结了几条。包括，09年开始提出细分市场、分类营销。市场细分就是按照不同酒种对应的消费渠道、消费群体来建设独立市场体系，改变过去靠一套人马经营所有酒种的情况。当前，张裕已对酒的代理体系等做了严格要求。第二条意见是，张裕需加强自身销售队伍建设，各酒种自身的市场体系都需要有自己的人来做。若5年建成的话，预计需要3千营销人员，且要实现当地化。除此之外，销售终端还可能要聘请当地人做促销。当前实际营销人员已接近2400人，预计很快能达到计划量。

在建设代理队伍时，也有问题，即代理通常代理多个酒种，故他们只卖最赚钱的酒，其他的则不被重视。

3. 张裕的投资

整体来看，张裕钱用在两部分，一是生产规模扩大用了钱；二是投在了广告、终端促销等方面，其中一部分用在品牌培育上，另一部分用在终端上，如酒店、餐饮终端、商超等。如2010年，张裕在中央、地方等媒体广告投入上做了5个亿的预算，还有大量将用在终端促销上。估计6月份后大家可见到“张裕”品牌的广告。

4. 生产规模扩大

张裕计划5年后产量达到25万吨，要实现就要扩大生产规模。当前（应是09）张裕实际销量约13万吨，而产能也就在13-14万吨。为了扩产，张裕已在烟台西郊买了1650亩地，要建立张裕新的工业园，2010年会开工。此外，全国其他地方，如新疆要建2个发酵工厂、1个酒庄、1个灌装厂；宁夏要建1个发酵工厂、1个酒庄、1个灌装厂；西安建1个发酵工厂、1个酒庄、1个灌装厂；辽宁冰酒酒庄那边也要扩建。

5. 原料基地建设

对应计划的25万吨生产规模，公司规划了自有原料基地。如烟台葡萄种植园要由4万-5万亩发展到7万亩；宁夏要达到8万亩的基地；新疆要达到7万亩的基地，估计2-3年后见效。总共有20万亩的葡萄生产基地。未来希望用中国的葡萄生产中国的葡萄酒，从而不再部分依赖于采购国内其他企业或进口原酒。

面对的主要问题如下：

1. 洋酒的竞争

当前洋酒发展势头很猛，须冷静面对。张裕态度有两个，首先洋酒势头猛说明中国葡萄酒市场发展快，洋酒进来有利于促进中国葡萄酒市场的发展；洋酒进入国内市场是不可阻挡的，故张裕要研究如何面对。为此：张裕第一要创造品牌，做树立做世界上最好葡萄酒的形象；第二张裕要宣传洋酒的知识，告诉消费者进口洋酒有好的、也有不好的。如拜访拉菲时，他们就提到产量的 90%到中国来了，且部分国外质量并不突出的酒包装后到中国卖了高价；第三是张裕会做好自己的产品，各个档次的酒都会要求符合各档次特点；第四是一定要使市场、营销体系做好，张裕最有价值的就是市场网络体系。

2. 发展越快，遇到的最大问题是人才问题

张裕最近已做了一系列调整，如人才引起、薪酬调整等，要逐渐改变国有企业的老体系，如人员合同到期的续约问题等。孙总认为，二级企业领导人直接决定该二级企业整体经营水平。

3. 投资者未来预期的问题

公司的理想是做好一切基础工作，保持公司稳定增长。增长绝对数上应该有个比较，2010年不会太差，但市场变化太大，包票不好打，今年经营压力是大一点。从第一季度来看，不错。强调，未来 5 年的发展仍取决于基础工作

二、 交流环节

Q1：公司高档酒的发展规划？公司现在销售渠道的分布？洋酒进来后，公司渠道是否有变化？

A：公司当前有 7 个酒庄，国内 3 个，国外 4 个：烟台张裕卡斯特、北京爱菲堡、辽宁冰酒酒庄；另外，新西兰 1 个、法国 2 个、意大利 1 个。下一步，公司会在西部建一些酒庄，如宁夏、新疆、西安都在建。要符合公司产品发展战略，葡萄酒带动其他酒种发展，葡萄酒又要以中高档为主。未来 2 - 3 年，估计张裕会有十个酒庄，但更长远的还要酝酿。

销售渠道方面：公司收入中 80%来自葡萄酒，葡萄酒在沿海地区，餐饮占比高于商超（含团购、专卖店、名烟名酒店），在中西部，则商超高于餐饮（含夜场）。总体来说，餐饮和商超各占 50%。白兰的则以商超为主，酒店少。

洋酒进来后带来大的变化。洋酒近两年进口增长速度很快，公司正在研究。认为洋酒快速发展推动了中国葡萄酒行业的发展。但负面的东西是，部分洋酒价高质差，导致如江浙有部分消费者不喝洋酒，改喝国产酒。张裕相信最终要靠质量、服务、品牌来吸引消费者。

Q2：4 月 1 日酒驾禁驾令更严格对公司的影响？

A：公司没看到太大的影响。

Q3：过去张裕品类广告投入较多，对手长城则更多地是打“长城”的品牌广告。今天孙

总提到增加张裕品牌的广告，提高品牌纯度。那张裕如何提高品牌纯度？会否象长城一样去参加一些评奖之类的？

A：品牌塑造上，此前张裕做的不太多，张裕企业整体形象广告做得少。今后，公司品牌宣传上会加强“品牌”塑造，思路会上会强调张裕的历史、股东国际化等特点。

Q4:四大酒庄销量和均价？解百纳销量增速和均价增速？新疆新增 2 万亩种植面积与孙总说的 7 万亩如何理解？公司年报新增 60 公顷土地用途。

A1：新疆葡萄园基地此前已有 5 万亩，2010 年计划新增 2 万亩，合计 7 万亩。在那边买了 60（1000 亩）公顷地，因为要建发酵厂、酒庄和灌装厂。

A2:09 年，卡斯特销量约 3300 吨，同比增 40%，销售额增长约 40%；北京爱菲堡约 400 吨，量和额同比增速均超过 150%（前年下半年才生产）。冰酒约 240 吨，量、额增长均超过 40%。综合来看，酒庄酒销量和额均超过 40%。解百纳销量约 23000 吨，额和量增幅约 18%。普通干红干白酒，量、额增长约 13%。2009 年，葡萄酒共销售 76000 吨左右。

Q5：关于商标，集团与股份之间有无解决方案和时间安排。

A：这是历史遗留问题，但张裕商标使用费比例自上市以来没有变化，后续如何注入上市公司也是个问题。因为商标使用费分十年摊销，故注入可能导致商标摊销费用超过当前的使用费，这可能是投资者不乐意见到的。当前公司正在研究探讨这个问题。

Q6：公司 09 年收购了新疆天珠酒业 60% 的股权，剩余股权有无安排？

A：另外 40% 股权，一部分是当地农场的，一部分是此前大股东持有，当前他们没有考虑退出。

Q7：恒丰银行入股的价格？如何退出？2010 年气候不好，对葡萄酒生产有无影响？为何部分消费者不喝洋酒？如何保证采购葡萄的质量，公司如何争抢优质葡萄资源？

A1：认购恒丰银行股权的定价已公告了，是以 2008 年利润为定价基础。公司每股 3 元入股，当前法律程序还在进行。恒丰银行上市仍是未知数，但知道恒丰银行正在做这方面准备工作，且已有券商和他们保持了 2 - 3 年的联系。下一步对恒丰银行投资的退出安排仍不清楚，但不排除以后协议转让等其他方式。

A2:公司也在关注葡萄的问题，但当前全国性的影响仍没有一致看法。好葡萄的确是资源，且好葡萄产能扩张需要时间。当前，国内大品牌真正抓自己基地建设的还是张裕。

A3：洋酒并不是假酒，只是在国外价格很便宜，但质量较差，低档葡萄和杂葡萄酿的，但在国内能卖较好的价格。

Q8：估计公司未来 5 年毛利率会有什么变化？如何理解葡萄酒 09 年 8 万吨，未来 5 年 13 万吨？

A：未来 5 年公司产品战略上仍是中高档为主，中低档只是抢部分市场份额，毛利率应不会降低。未来 5 年葡萄酒 13 万吨产量是个比较保守的数字。

Q9：酒庄酒的利润贡献是多少？1 - 4 月份整体销售情况怎么样？年报中费用成本控制要与 09 年持平，但 2010 年要加大销售力度，怎么理解？

A：酒庄酒整体利润约占公司总利润的四分之一，卡斯特酒庄生产厂 09 年利润约 8500 万。

1-3月销售情况已公告，挺不错的，4月份趋势上没有发生坏的变化，酒庄酒销量在09年基础上有所增加。2010年成本费用方面，09年收购了新疆天珠酒业，且宁夏基地已建好使用，原酒自给率提高了，故可减少从国内采购部分原酒，成本可下降；另外，生产、销售等系统均有考核指标以降低成本，且确定了较大的降低目标，2010年的确会加大市场投入。

Q10：食品安全问题。部分原酒是采购的、部分又是自产自用。故公司在控制发生食品安全问题上有何措施？

A：世界范围内葡萄种植与酿造过程都是一样的，且自种葡萄用农药并非通常说的农药。公司非常重视这一块，会尽量避免发生事故。

Q11：公司在恒丰银行上的投资与公司未来发展战略是否相符？今后公司仍会有大量现金流，会否继续对外投资？担心成为投资控股公司。

A：此前临时股东大会审议投资恒丰银行时，B股投资者有一些投了反对票。但公司完全是出于财务投资的角度，投资前提是不影响分红，也不影响生产经营与资本性开支。公司有大量现金，需要利用起来，也希望能带来较好回报。今后投资的原则是，第一坚定不移地做主业；若有合适机会，风险可控且回报可观，还是可能会投，但会谨慎。

Q12：如何看待葡萄酒在中西地区的发展？当前销售队伍建设是什么样的情况？

A：葡萄酒市场当前总的来看仍在沿海，但中西部是潜力市场，09年中西部增长速度远高于沿海。销售体系建设上，张裕在全国都是一样的，已选定了100个大城市先建起来，然后复制到全国。现在的标准是城市若有30万的营业额，就建销售体系。

Q13：酒庄酒有无提价空间？与长城等比，张裕酒庄酒有何差异？09年4季度销售费用率为20%多一点，此前2季度是30%多，为何这么低？

A：公司费用上严格执行权责发生制，如若签广告合同，则会做到全年均摊。由于4季度销售规模大，故费用率低，销售规模变化往往是费用率变化的原因。

价格方面，张裕同质量酒的价格低于洋酒，但与国内同行比不好说。

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257