安信证券
ESSENCE SECURITIES

公司快报 张裕 A(000869)

维持评级

白酒与葡萄酒/食品饮料

张裕 A：未来五年大发展

张裕 A 更新报告

报告关键点：

- 张裕处于黄金成长期；
- 酒庄酒发力，爱斐堡进入收获期；
- 渠道掌控是制胜的关键

报告摘要：

- **张裕处于黄金成长期：**张裕由于具备品牌、渠道和制度的优势对比行业龙头和主要的竞争对手-长城和王朝在近几年发展迅猛，优势地位凸现。无论从销售规模还是盈利水平看，张裕都将主要竞争对手远远甩在后面。当前张裕抓住对手发展缓慢的机会，大力扩充产能，5年内将目前13万吨产能扩大到25万吨。新建3个酒庄，将酒庄酒产能从4千吨扩大到1万吨。解百衲产能从3万吨提升至5万吨。未来在葡萄优秀产区使葡萄基地达到30万亩。未来5年将是张裕的黄金成长期。
- **酒庄酒发力，爱斐堡进入收获期：**公司4个系列的酒庄酒产品在公司产品结构中占据中高端位置，占全部收入的25%以上。酒庄酒在2009年的增幅较大，使公司的葡萄酒产品综合毛利率达到74%。卡斯特是酒庄中产能最大的，达到3000吨，但由于品牌归属的问题，我们认为其不是公司未来发展的重点，尽管其去年销售增长了40%。爱斐堡酒庄酒经过2年的品牌培育开始进入收获期，2009年销量为236吨，销售额1.15亿元，酒庄目前产能设计为1400吨。公司在爱斐堡酒庄周边租了600亩地，为日后进一步提高爱斐堡酒庄酒的生产加工能力提前布局。
- **渠道掌控是制胜的关键：**我们认为张裕在竞争中大幅超越竞争对手的直接原因是渠道模式。长城是总代理制度，王朝是区域大代理，两者比较相近。这种渠道模式的优点是在开拓市场的初期，能够迅速打开局面，起到事半功倍的效果。随着市场的成熟，总代理商的话语权越来越大，成为了长城整合三大品牌的主要障碍，这也是公司近年发展缓慢的主要原因。张裕由于采用了深度分销和扁平化管理的三级营销网络，投入大量的人力和公司资源，但随着市场的成熟，公司对渠道终端的掌控力越来越强，这也是张裕在激烈的市场竞争中保持大幅增长的直接原因。
- **盈利预测和投资评级：**目前我国葡萄酒行业仍处于导入和培育期，市场的发展空间巨大。张裕作为行业的龙头企业，正处于发展的黄金阶段。公司抓住当前发展的有利时机积极发展以酒庄酒为代表的高端产品，抢占我国优秀的葡萄生产资源，利用竞争对手当前因生产经营的种种问题发展缓慢的机会迅速扩大产能，同时在其深度分销的基础上进一步细分市场、分类营销，以保障消化扩大的产能。我们预计公司2010、2011和2012年的EPS分别为2.56元、3.08元和3.71元。给予公司2010年33XPE，6个月的目标价为84元，维持增持-A的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,453.4	4,199.4	5,152.3	6,165.7	7,378.4
Growth(%)	*26.5%*	*21.6%*	*22.7%*	*19.7%*	*19.7%*
净利润	894.5	1,136.0	1,400.6	1,684.1	2,033.4
Growth(%)	*40.7%*	*26.0%*	*19.7%*	*20.2%*	*20.7%*
毛利率(%)	70.0%	71.6%	71.8%	71.9%	72.0%
净利润率(%)	25.9%	26.8%	26.2%	26.3%	26.5%
每股收益(元)	1.70	2.14	2.56	3.08	3.71
每股净资产(元)	4.99	6.02	7.24	8.72	10.49
市盈率	43.8	34.8	29.0	24.2	20.0
市净率	14.9	12.3	10.3	8.5	7.1
净资产收益率(%)	34.0%	35.8%	36.7%	36.6%	36.8%
ROIC(%)	75.2%	103.8%	120.8%	109.3%	144.2%
EV/EBITDA	31.6	24.9	20.1	16.4	13.4
股息收益率	1.5%	1.6%	1.9%	2.3%	2.8%

评级： 增持-A
上次评级： 增持-A

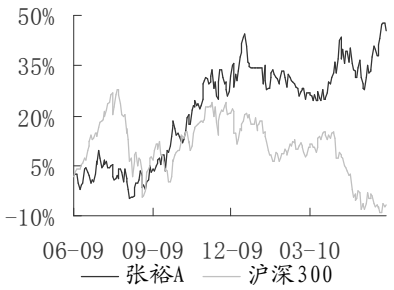
目标价格： 84.00 元
期限： 6 个月 上次预测： 76.00 元
现价： 78.47 元

报告日期： 2010-06-16

市场数据

总市值(百万元)	41,375.66
流通市值(百万元)	10,654.23
总股本(百万股)	527.28
流通股本(百万股)	135.77
12 个月最高/最低	51.01/80.65 元
十大流通股东(%)	38.49%
股东户数	14,688

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.14	28.73	52.15
绝对收益	6.33	14.84	45.32

研究员

李铁 行业分析师
010-66581633 litie2@essence.com.cn

前期研究成果

张裕 A：三季度业绩继续大幅增长 2009-10-26
张裕 A：二季度大幅增长，业绩符合预期 2009-08-10
张裕 A：控费用，修内功 2009-04-24

敬请参阅报告结尾处免责声明

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-28

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**3,453.4**	**4,199.4**	**5,152.3**	**6,165.7**	**7,378.4**
减: 营业成本	1,036.0	1,191.7	1,452.9	1,732.6	2,065.9
营业税费	214.6	253.3	314.3	376.1	450.1
销售费用	869.8	1,093.7	1,339.6	1,603.1	1,918.4
管理费用	194.2	220.1	267.9	320.6	383.7
财务费用	-35.4	-30.2	-69.6	-89.8	-122.6
资产减值损失	1.6	1.5	2.3	2.1	2.8
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	4.0	2.6	2.6	2.6	2.6
营业利润	**1,176.5**	**1,472.1**	**1,847.5**	**2,223.6**	**2,682.7**
加: 营业外净收支	6.8	27.2	1.0	-1.0	1.0
利润总额	**1,183.2**	**1,499.3**	**1,848.5**	**2,222.6**	**2,683.7**
减: 所得税	288.7	363.3	447.9	538.5	650.3
净利润	**894.5**	**1,136.0**	**1,400.6**	**1,684.1**	**2,033.4**
资产负债表	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
货币资金	1,748.6	2,545.2	3,021.2	4,013.8	5,209.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	106.1	120.4	148.9	178.2	213.3
应收票据	13.4	38.1	46.7	55.9	66.9
预付帐款	5.3	31.9	64.3	102.9	149.0
存货	997.9	1,131.2	1,380.7	1,646.7	1,963.6
其他流动资产	34.4	10.1	-14.0	-28.7	-46.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	728.2	996.8	1,014.3	1,016.1	1,004.7
在建工程	154.5	109.4	66.2	40.3	24.8
无形资产	101.4	147.5	147.6	147.7	147.8
其他非流动资产	161.1	223.5	188.1	186.2	183.8
资产总额	**4,060.9**	**5,364.2**	**6,074.0**	**7,369.2**	**8,927.0**
短期债务	-	224.5	300.0	300.0	300.0
应付帐款	633.6	820.1	425.7	507.7	605.4
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	798.3	1,105.8	1,489.3	1,926.7	2,450.1
长期借款	-	10.5	10.5	10.5	10.5
其他非流动负债	-	28.6	28.6	28.6	28.6
负债总额	**1,431.9**	**2,189.5**	**2,254.1**	**2,773.5**	**3,394.6**
少数股东权益	**85.4**	**136.5**	**188.1**	**250.3**	**325.3**
股本	527.3	527.3	527.3	527.3	527.3
留存收益	2,016.4	2,510.9	3,104.5	3,818.1	4,679.8
股东权益	**2,629.0**	**3,174.7**	**3,819.9**	**4,595.7**	**5,532.4**
现金流量表	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
净利润	894.5	1,136.0	1,400.6	1,684.1	2,033.4
加: 折旧和摊销	59.1	59.5	61.9	65.6	68.6
资产减值准备	1.6	1.5	2.3	2.1	2.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-23.2	-40.0	-33.3	-69.6	-89.8
投资收益	-4.0	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6
少数股东损益	-0.1	8.7	51.7	62.1	75.0
营运资金的变动	481.5	362.1	-316.9	191.0	229.6
经营活动产生现金流量	**1,251.0**	**1,359.6**	**1,127.3**	**1,912.5**	**2,284.2**
投资活动产生现金流量	**-735.0**	**249.5**	**-29.5**	**-29.5**	**-29.5**
融资活动产生现金流量	**-579.9**	**-403.1**	**-610.3**	**-818.5**	**-974.1**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	26.5%	21.6%	22.7%	19.7%	19.7%
营业利润增长率	24.1%	25.1%	25.5%	20.4%	20.6%
净利润增长率	40.7%	26.0%	19.7%	20.2%	20.7%
EBITDA 增长率	22.9%	25.2%	22.9%	19.5%	19.5%
EBIT 增长率	23.4%	26.4%	23.3%	20.0%	20.0%
NOPLAT 增长率	39.3%	28.3%	21.1%	19.9%	20.1%
投资资本增长率	-7.1%	4.1%	32.5%	-9.0%	-11.8%
净资产增长率	13.6%	20.8%	20.3%	20.3%	20.4%
利润率					
毛利率	70.0%	71.6%	71.8%	71.9%	72.0%
营业利润率	34.1%	35.1%	35.9%	36.1%	36.4%
净利润率	25.9%	26.8%	26.2%	26.3%	26.5%
EBITDA/营业收入	34.6%	35.6%	35.7%	35.7%	35.6%
EBIT/营业收入	33.0%	34.3%	34.5%	34.6%	34.7%
运营效率					
固定资产周转天数	71	74	70	59	49
流动营业资本周转天数	14	-12	-5	4	-3
流动资产周转天数	273	291	298	310	330
应收帐款周转天数	9	8	8	8	8
存货周转天数	96	92	89	89	89
总资产周转天数	381	404	400	392	398
投资资本周转天数	116	94	91	82	62
投资回报率					
ROE	34.0%	35.8%	36.7%	36.6%	36.8%
ROA	22.0%	21.2%	23.1%	22.9%	22.8%
ROIC	75.2%	103.8%	120.8%	109.3%	144.2%
费用率					
销售费用率	25.2%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
管理费用率	5.6%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
财务费用率	-1.0%	-0.7%	-1.4%	-1.5%	-1.7%
三费/营业收入	29.8%	30.6%	29.8%	29.7%	29.5%
偿债能力					
资产负债率	35.3%	40.8%	37.1%	37.6%	38.0%
负债权益比	54.5%	69.0%	59.0%	60.3%	61.4%
流动比率	2.03	1.80	2.10	2.18	2.25
速动比率	1.33	1.27	1.47	1.58	1.66
利息保障倍数	-32.27	-47.69	-25.53	-23.76	-20.88
分红指标					
DPS(元)	1.10	1.20	1.43	1.72	2.08
分红比率	64.8%	56.1%	56.0%	56.0%	56.0%
股息收益率	1.5%	1.6%	1.9%	2.3%	2.8%
业绩和估值指标	**2008**	**2009**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
EPS(元)	1.70	2.14	2.56	3.08	3.71
BVPS(元)	4.99	6.02	7.24	8.72	10.49
PE(X)	43.8	34.8	29.0	24.2	20.0
PB(X)	14.9	12.3	10.3	8.5	7.1
P/FCF	-	29.7	36.9	22.3	18.5
P/S	11.3	9.3	7.6	6.4	5.3
EV/EBITDA	31.6	24.9	20.1	16.4	13.4
CAGR(%)	23.5%	21.4%	19.9%	-100.0%	-100.0%
PEG	1.9	1.6	1.5	-0.2	-0.2
ROIC/WACC	7.7	10.6	12.4	11.2	14.8
REP	4.6	3.1	2.0	2.4	2.0

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University)会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**南方**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**马正南**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122