



张裕 A：公司长期价值增长无虞

买入(维持)

主要观点：

- 6月24日，张裕 A 股价上涨至 82.5 元，接近我们前期推荐目标价位 84-100 元。综观公司基本面，维持 2010 年每股收益 2.86 元预测，维持“买入”评级不变，但警惕大盘调整风险。

投资要点：

- 从长期价值分析，张裕公司未来 5 年保持 30% 以上业绩增长是大概率事件。葡萄酒行业目前在我国仍然属于朝阳行业，2006-2009 年间产量复合增长率 19%。行业内相对稳定的竞争结构极其有利于龙头公司分得更大的蛋糕。公司未来五年发展计划非常明确且实现概率较大。
- 渠道和原料优势进一步深化，最近公司在产业上下游间的努力拓展有可能带给投资者预期之外的收益。公司 2010 年固定资产支出 50733 万元，主要用于在原料基础较好的新疆、咸阳、烟台和北京等地进行高档酒庄新建与扩建、进口生产材料橡木桶及在全国 54 个重点城市购买营销公司办公用地等。各种征兆显示公司正处于发展上升期，长期价值值得看好。
- 解百衲官司不管结局如何，丝毫不碍公司品牌和市场地位。公司核心竞争力——股权结构、营销渠道、产品战略及原料基地均构成其宽大的护城河。
- 估值与投资建议：预计公司 2010 年每股收益 2.86 元，我们认为张裕作为红酒行业龙头公司，估值 30-35 倍市盈率属于合理区域，对应股价在 85-100 之间。维持“买入”评级。
- 风险提示：流动性紧缩引致大盘调整风险

分析师

苏静然

电话：010-88085978

Email: sujingran@hysec.com

相关研究

- 会议纪要：张裕 A：2010 年投资者交流会信息纪要 2010.03.18
- 公司研究：张裕 A：引领红酒业涅槃的龙头 2010.04.05
- 行业研究：2009 年红酒行业简评 2010.04.16
- 公司点评：张裕 A 2009 年业绩点评 2010.04.16

一、新五年战略目标明确，继续拓展中高端

5月12日公司股东大会上，管理层明确提出今后五年发展规划：以百年酒窖和酒庄酒发展高端，解百纳占领中高端，各酒种、各档次全面发展战略。计划总产量达到25万吨（其中葡萄酒从现在8万吨达到13万吨、白兰地达到7万吨、保健酒达到2万吨，香槟达到2万吨）。高档产品上，以百年酒窖打造超高档，实施限量生产；酒庄酒打造高档，产能达到1万吨左右；解百纳继续作为中高档代表产品，扩大市场占有率。同时白兰地、起泡酒、保健酒各酒种迅速跟上的策略。

为此，公司今年分别计划投资7500万元、9250万元和2.5亿元，分别用于在新疆、北京和咸阳的高档酒庄建设项目。营销体制上，公司也作进一步变革，提出细分市场、分类营销。实行“各酒种、各渠道”责任到人，同一酒种在同一渠道不重复的营销和考核机制。对酒庄酒、解百纳、普通干红和其他酒种经销商提出不同要求。我们认为这一营销措施更为细化，符合张裕一向精耕细作的风格，从长远来看，有利于销量和业绩提高。

二、拓展上下游努力继续

➢ **原料基地 25 万亩，达到全国优质葡萄种植面积 25%**

表 1 张裕葡萄基地种植面积示意图

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

➢ **酒庄建设紧锣密鼓进行，高端潮流引领者。**酒庄酒利润高、品牌提升效应明显，一直是公司重点发展的品类。目前公司有7个酒庄，国内3个（卡斯特，爱斐堡、冰酒），国外4个（新西兰凯利酒庄、法国波尔多拉颂酒庄、法国勃艮第桑德内酒庄及意大利西西里张裕先锋酒庄）。未来公司计划在陕西、宁夏和新疆等葡萄基地较好地区继续兴建酒庄，届时酒庄数量将达到10个。

表 2 张裕酒庄酒建设示意图

地区	投资额	占地面积	用途
新疆石河子	7500万	60公顷	发展高档原酒5000吨，生产高档成品酒500吨
北京爱斐堡	9250万	600亩(租赁)	酿酒葡萄的种植和景观绿化工作；收购宇航肉联厂成为年产3000吨酒庄酒的配套生产基地
陕西咸阳	2.5亿元		在咸阳市兴建一集葡萄种植、葡萄酒生产、研发、生态旅游、文化展示为一体的高级葡萄酒生产场所

资料来源：宏源证券

三、解百纳官司不管结局如何，丝毫无碍公司品牌和市场地位

6月24日张裕A收到控股股东-烟台张裕集团有限公司转交的《北京市高级人民法院行政判决书》，公告如下：

1、北京市第一中级人民法院曾于2009年12月30日作出一审判决：第一项是撤销国家工商行政管理总局商标

评审委员会做出的商评字[2008]第05115号《关于第1748888号"解百纳"商标争议裁定书》；第二项是被告国家工商行政管理总局商标评审委员会就"解百纳"商标争议重新做出裁定。在商评字[2008]第05115号《关于第1748888号"解百纳"商标争议裁定书》中，国家工商行政管理总局商标评审委员作出了对烟台张裕集团有限公司注册的1748888号"解百纳"商标予以维持的裁决。

2、中粮酒业有限公司、中粮长城葡萄酒(烟台)有限公司和中法合营王朝葡萄酒有限公司作为原告，于2010年1月中旬，以国家工商行政管理总局商标评审委员作为被告，以烟台张裕集团有限公司作为第三人，向北京市高级人民法院提起上诉，请求二审法院依法认定第1748888号"解百纳"商标属不正注册，同时请求二审法院撤销北京市第一中级人民法院(2008)一中行初字第916号《行政判决书》的第二项判决，并改判为：被告国家工商行政管理总局商标评审委员会在60日内就第1748888号"解百纳"商标争议请求重新做出裁定。烟台张裕集团有限公司作为第三人参加了本案诉讼。

3、北京市高级人民法院于2010年6月17日作出二审判决：驳回上诉，维持原判。本判决为终审判决。

小结：无论解百纳官司最终如何收场，我们认为不会影响到张裕公司在中国红酒行业中龙头公司的品牌和地位。从长期价值来看，我们认为未来5年公司保持高速增长应是大概率事件。

四、估值及建议

预计公司2010年每股收益2.86元，我们认为张裕作为红酒行业龙头公司，估值30-35倍市盈率属于合理区域，对应股价在85-100之间。维持“买入”评级。

附：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
加：利润总额差额(特殊报表科目)(元)				
利润总额差额(合计平衡项目)(元)				
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

分析师简介:

苏静然: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，2008年12月加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 五粮液、泸州老窖、山西汾酒、燕京啤酒、青岛啤酒、张裕 A、古越龙山、安琪酵母等

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

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个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

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。