

# 张裕 A (000869) 白酒与葡萄酒

## —行业发展的领跑者

2010 年 8 月 14 日

**投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 92.01 元****事件：公司公布了 2010 年半年报**

- **业绩增长29%。**2010 年1-6 月份，公司营业收入为248189万元，同比增长26.02%；实现营业利润774,79，同比增长30%；实现归属于公司股东的净利润为58567万元，同比增长28.65%。实现EPS1.10元（上年同期为0.86元），同比增长29%。
- **收入、利润增长主要源自高档产品销售稳步增长。**2010年上半年，公司营业收入实现26%的增长、净利润实现28%的增长。原因有：一、中高档葡萄酒增长尤为显著，张裕爱斐堡酒庄酒和解百纳葡萄酒销售收入分别较上年同期增长200%和30%，导致公司综合毛利率同比提高1.81 个百分点至71.88%；二、报告期内，公司加强管理，管理费用率仅为4.44%，较上年同期下降1个百分点。
- **中高端市场为公司未来战略重点。**对于葡萄酒行业来说，随着健康饮酒消费理念的不断深入，葡萄酒未来市场空间巨大。然而，由于葡萄酒过去的产品局限于中低端，盈利能力较差，企业主要通过低端产品实现区域布局，增强品牌的宣传度和覆盖度。然而，随着消费升级格局的不断深入，中高端葡萄酒的需求随着增加。由于中高端葡萄酒对葡萄种植区域、葡萄的品质、葡萄酒的酿造工艺都有严格的要求，这就给具有资源和技术优势的企业提供了机会。同时，葡萄酒的品牌打造和宣传、营销网络的建设等都需要大量的资金做后盾。因此，我们认为，葡萄酒中高端市场的竞争激烈程度远低于低端产品。而高端产品的盈利能力远高于低端产品。因此，对于葡萄酒企业来说，谁主导中高端市场，谁就是最后的赢家。对于张裕A来说，公司在种植基地储备、酿造工艺、品牌打造和培养以及营销渠道开拓和掌控等方面都具有优势，因此，我们比较看好公司长期发展。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2010-2011 年 EPS 分别为 2.74 元和 3.29 元对应当期股价（92.01 元）的估值水平分别为 34x、28x。鉴于公司未来的成长性，我们认为 2011 年公司合理估值区间为 30-35 倍，对应目标价区间为 99 元-115 元，取中间价 107 元为未来 12 个月目标价。因此，给予公司“推荐”投资评级。

**联系方式**

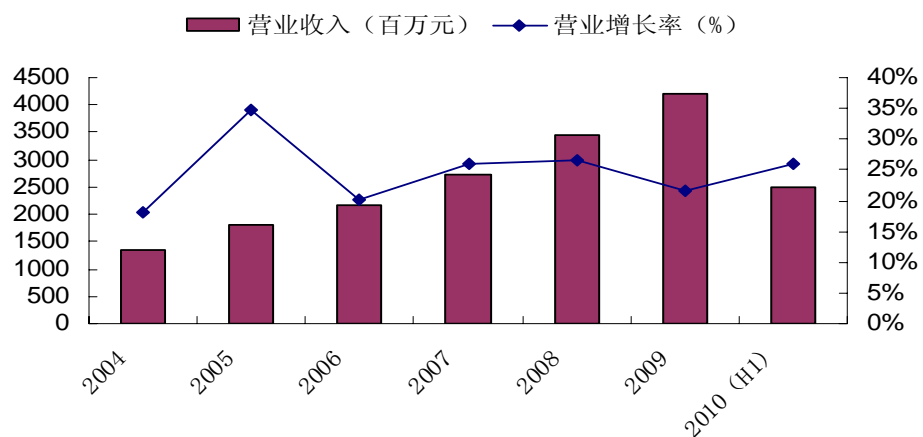
研究员：	周家杏
执业证书编号：	S0020108071135
电 话：	021-51097188-1920
电 邮：	zhoujiaxing@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

## 第 1 部分 上半年业绩增长 31%

2010 年1-6 月份，公司营业收入为248189万元，同比增长26.02%；实现营业利润774,79，同比增长30%；实现归属于公司股东的净利润为58567万元，同比增长28.65%。实现EPS1.10元（上年同期为0.86元），同比增长29%。

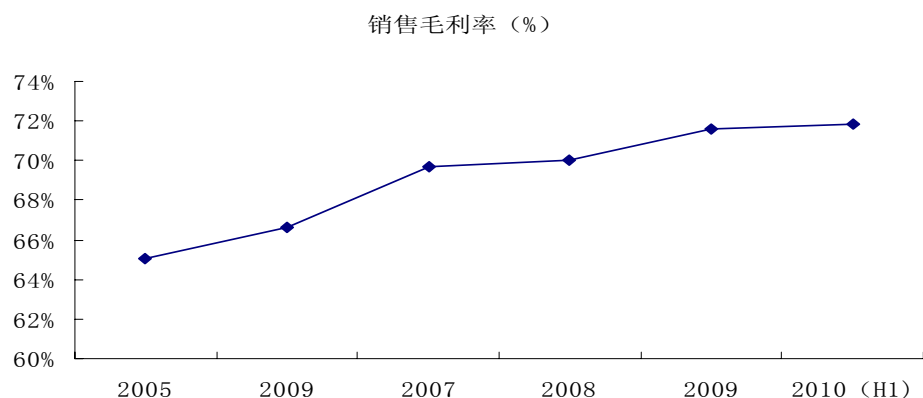
分业务类型来看，报告期内，公司葡萄酒业务实现营业收入204276万元，同比增长29%，但成本的增长的幅度（20%）小于收入的增长幅度，导致葡萄酒业务毛利率达73.98%，较去年同期增加1.8个百分点。而葡萄酒毛利率的提高主要源自于高端葡萄酒销量的增加，使吨酒价格上涨，提升了葡萄酒业务的盈利能力。另一方面，报告期内，公司加强管理，营业收入虽实现了26%的增幅，但管理费用率仅为4.44%，较上年同期下降1个百分点。对于白兰地业务来说，成本增长速度大于收入增长速度，导致该业务毛利率仅为61.75%，较去年同期减少1.9个百分点。

图 1：公司主营业务经营情况



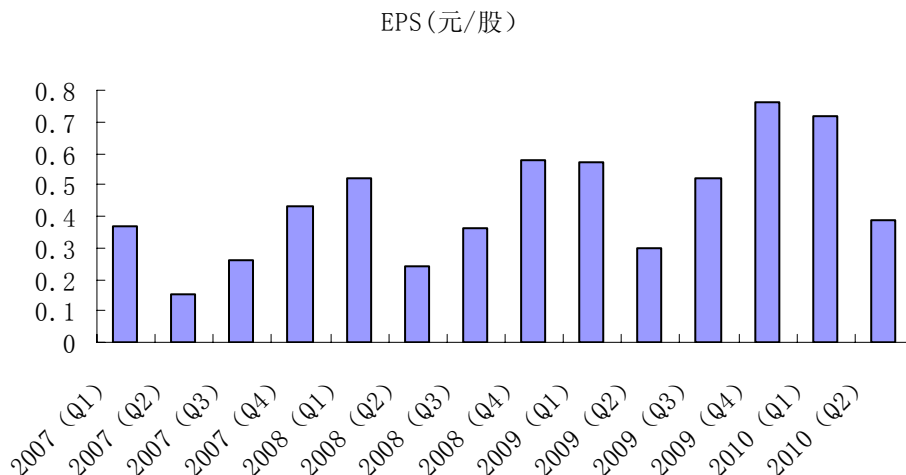
资料来源：国元证券研究中心，wind

图 2：公司主营业务毛利率



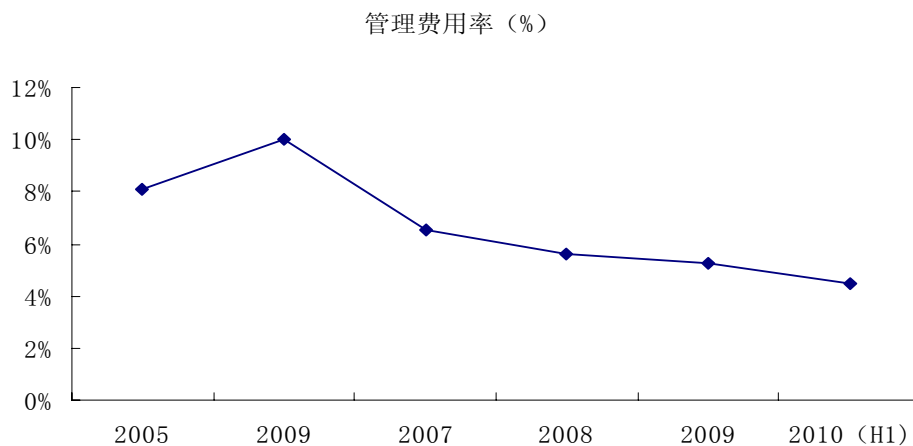
资料来源：国元证券研究中心，wind

图 3: 公司单季度 EPS 变化情况



资料来源: 国元证券研究中心、wind

图 4: 公司管理费用率变化情况



资料来源: 国元证券研究中心、wind

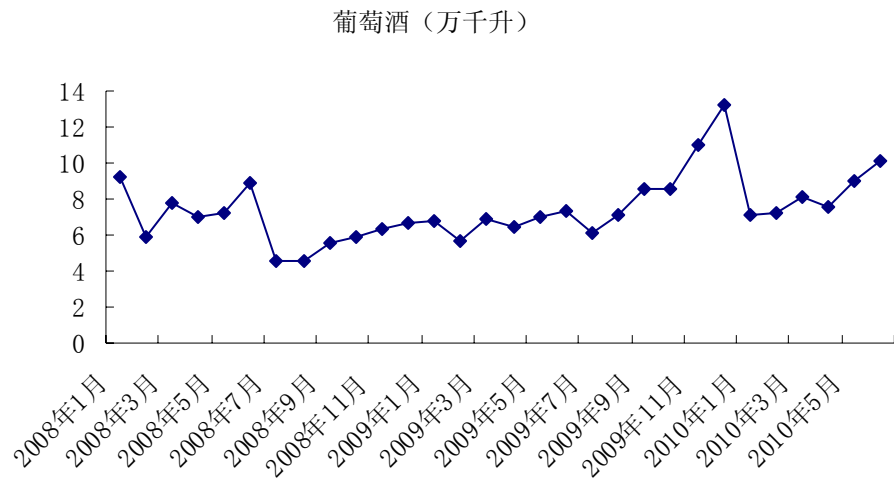
## 第 2 部分 葡萄酒行业市场空间巨大

葡萄酒上半年产量为49.1万千升，较去年同期增加22%（2009年上半年同期同比下降13%）。我们认为，国内葡萄酒行业刚刚起步，正处于市场培育期。随着健康饮酒理念的不断深入，葡萄酒的健康饮酒卖点正迎合了消费理念的转变。因此，我们认为，随着葡萄酒宣传的不断深入，中国葡萄酒未来的市场空间巨大。

另一方面，今年上半年我国白酒、啤酒和黄酒的产量均保持一定的增速。其中白酒上半年产量为410万千升，较去年同期增加27%（2009年上半年同期同比增加20%）；黄酒上半年产量为67.9万千升，较去年同期增加25%（2009年上半年同期同比增加20%）；啤酒

产量达2123万千升，同比增长0.95%，增速远低于去年同期的7.34%。

图 5：我国葡萄酒月度产量数据统计



资料来源：国元证券研究中心、wind

表 1：近 3 年我国白酒、黄酒、葡萄酒月度产量统计

月份	白酒（万千升）	黄酒（千升）	葡萄酒（万千升）
2008-01	51.49	76,500.00	9.27
2008-02	43.50	76,000.00	5.93
2008-03	45.86	103,500.00	7.73
2008-04	41.28	86,800.00	6.96
2008-05	40.25	64,700.00	7.25
2008-06	47.54	44,600.00	8.90
2008-07	38.84	31,000.00	4.58
2008-08	40.00	30,500.00	4.55
2008-09	50.10	58,500.00	5.61
2008-10	51.29	61,700.00	5.85
2008-11	56.17	85,900.00	6.34
2008-12	68.75	89,000.00	6.66
2009-01	55.71	75,387.80	6.83
2009-02	48.07	109,198.40	5.68
2009-03	53.58	125,043.23	6.90
2009-04	53.32	96,158.35	6.39
2009-05	51.23	72,869.56	7.02
2009-06	60.97	65,059.48	7.31
2009-07	56.50	42,003.29	6.11
2009-08	51.38	46,509.18	7.15
2009-09	64.92	100,692.44	8.59
2009-10	64.96	83,414.33	8.55
2009-11	72.23	108,285.76	11.01

---

2009-12	84.43	117,057.33	13.24
2010-01	74.57	93,711.21	7.15
2010-02	64.78	108,638.64	7.18
2010-03	68.83	147,710.32	8.08
2010-04	61.90	139,388.28	7.51
2010-05	67.14	91,381.65	9.03
2010-06	73.70	98,545.13	10.12

---

资料来源：国元证券研究中心，wind

### 第 3 部分 投资建议

预计 2010-2011 年 EPS 分别为 2.74 元和 3.29 元对应当期股价（92.01 元）的估值水平分别为 34x、28x。鉴于公司未来的成长性，我们认为 2011 年公司合理估值区间为 30-35 倍，对应目标价区间为 99 元-115 元，取中间价 107 元为未来 12 个月目标价。因此，给予公司“推荐”投资评级。。

## 国元证券投资评级体系：

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn