

公司报告

品牌建设不放松，小包装销量将大增

粮油加工

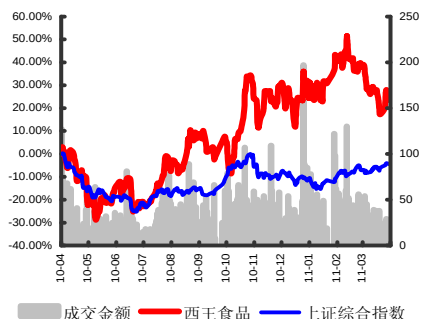
2011年4月13日

——西王食品（000639）调研简报

评级：推荐（首次）

合理价格：40.4-46.4元

52周走势：



报告作者：

国联证券研究所食品饮料小组

组长：周纪庚

执业证书编号：S0590210100011

联系人：

杨天明

电话：0510-82832380

Email: yangtm@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：近期前往西王食品（000639）与公司高层进行了交流和沟通，对11年公司运行和发展战略有了进一步认识。

点评：

● **原料：胚芽为主，毛油为辅的格局将有所松动。**现今，由于我国实施限制玉米深加工发展的政策以及玉米油需求的不断增加，导致玉米胚芽行业处于供不应求的状态。公司虽和西王糖业等上游公司签订协议，一定程度上稳定了玉米胚芽的供应。但随着公司产成品产量的不断提升及增发的考虑，未来公司将把原料采购重点放在毛油上，以应对原料购入瓶颈。

● **产成品：小包装玉米油业务如火如荼。**公司产成品销售重点在于小包装玉米油，近三年公司小包装玉米油销量增长很快，分别为0.44、1.79、4.62万吨，11年公司计划完成10万吨的销售任务。另外，虽然小包装业务大幅增长会挤占一定数量的散装玉米油销售，但在现今状况下，公司不会放松散装油的销售，11年销量预计在6万吨左右。

● **终端建设：品牌建设力度不放松。**10年，在“6+6”模式以及广告费用（4000万元）大幅增长的推动下，公司渠道建设成绩斐然。迄今为止，公司经销商已达400余家。11年，公司仍将加大品牌建设力度，广告费用计划投入7000万元，并且随着公司品牌健字号通过审核，公司品牌建设将有所突破。

● **其他信息。**公司未来可能通过高送配等手段扩大公司股权，另外，公司正在物色其他油种投资项目，具有增发的冲动。

给予“推荐”评级，合理价格40.6-46.4元。根据预测，2011-2013年，公司EPS分别为1.16、1.80、2.64元。对应目前股价，PE分别为29倍、18.7倍、12.7倍。考虑到玉米油行业2011年仍有较大发展空间，给予公司35-40倍市盈率，合理股价为40.6-46.4元，给予“推荐”评级。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11-04-13						
利润表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入		1,006.50	1,202.90	2,025.23	2,572.54	3,118.07	现金		303.63	159.91	289.34	363.68	524.60
YOY(%)		6.0%	19.5%	68.4%	27.0%	21.2%	交易性金融资产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本		856.06	979.54	1,639.93	2,044.38	2,442.62	应收款项净额		261.39	76.35	128.54	163.28	197.91
营业税金及附加		3.04	1.90	4.05	5.15	6.24	存货		84.70	176.44	294.68	368.48	441.14
销售费用		46.12	91.89	172.14	205.80	218.26	其他流动资产		141.47	78.01	131.34	166.83	202.21
占营业收入比(%)		4.6%	7.6%	8.5%	8.0%	7.0%	流动资产总额		791.19	490.71	843.90	1,062.28	1,365.86
管理费用		10.90	18.13	32.40	41.16	49.89	固定资产净值		267.60	298.89	295.97	290.81	286.10
占营业收入比(%)		1.1%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	减: 资产减值准备		(0.35)	(0.43)	(0.43)	(0.42)	(0.41)
EBIT		88.10	109.16	172.40	271.75	396.75	固定资产净额		267.25	298.46	295.55	290.39	285.69
财务费用		5.21	9.26	5.82	10.99	10.40	工程物资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)		0.5%	0.8%	0.3%	0.4%	0.3%	在建工程		32.35	0.00	2.26	5.24	6.21
资产减值损失		(0.35)	(0.43)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额		299.60	298.46	297.80	295.63	291.90
营业利润		82.54	99.47	166.58	260.76	386.36	无形资产		109.77	107.48	103.18	98.88	94.58
营业外净收入		0.05	(0.03)	6.00	6.00	6.00	长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额		82.60	99.44	172.58	266.76	392.36	其他长期资产		0.07	3.02	3.02	3.02	3.02
所得税		12.47	15.70	26.75	41.35	60.82	资产总额		1,200.63	899.67	1,247.91	1,459.81	1,755.36
所得税率(%)		15.1%	15.8%	15.5%	15.5%	15.5%	循环贷款		320.00	20.00	200.00	200.00	200.00
净利润		70.13	83.74	145.83	225.42	331.54	应付款项		135.37	35.70	59.62	74.56	89.26
占营业收入比(%)		7.0%	7.0%	7.2%	8.8%	10.6%	预提费用		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债		65.90	40.10	67.75	84.39	100.00
归属母公司净利润		70.13	83.73	145.83	225.42	331.54	流动负债		521.27	95.80	327.37	358.94	389.26
YOY(%)		84.3%	19.4%	74.2%	54.6%	47.1%	长期借款		75.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)		0.56	0.67	1.16	1.80	2.64	应付债券		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							其他长期负债		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额		596.27	95.80	327.37	358.94	389.26
成长能力							少数股东权益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入		6.0%	19.5%	68.4%	27.0%	21.2%	股东权益		604.36	803.87	920.54	1,100.87	1,366.10
营业利润		67.8%	20.5%	67.5%	56.5%	48.2%	负债和股东权益		1,200.63	899.67	1,247.91	1,459.81	1,755.36
净利润		84.3%	19.4%	74.2%	54.6%	47.1%							
获利能力							现金流量表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)		14.9%	18.6%	19.0%	20.5%	21.7%	税后利润		70.13	83.73	145.83	225.42	331.54
净利率(%)		7.0%	7.0%	7.2%	8.8%	10.6%	加: 少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)		11.6%	10.4%	15.8%	20.5%	24.3%	公允价值变动		0.35	0.43	0.00	0.00	0.00
ROA(%)		5.8%	9.3%	11.7%	15.4%	18.9%	折旧和摊销		16.13	17.75	34.96	36.48	38.04
偿债能力							营运资金的变动		-245.52	28.42	-172.20	-112.47	-112.35
流动比率		1.52	5.12	2.58	2.96	3.51	经营活动现金流		-158.92	130.33	8.59	149.43	257.23
速动比率		1.36	3.28	1.68	1.93	2.38	短期投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%		49.7%	10.6%	26.2%	24.6%	22.2%	长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力							固定资产投资		0.00	-13.98	-30.00	-30.00	-30.00
总资产周转率		83.8%	133.7%	162.3%	176.2%	177.6%	投资活动现金流		0.00	-13.98	-30.00	-30.00	-30.00
应收账款周转天数		94.79	23.17	23.17	23.17	23.17	股权融资		0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数		36.57	66.67	66.67	66.67	66.67	长期贷款的增加/		75.00	-75.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)							公司债券发行/ (		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益		0.56	0.67	1.16	1.80	2.64	股利分配		-17.79	-12.21	-29.17	-45.08	-66.31
每股净资产		4.81	6.40	7.33	8.77	10.88	计入循环贷款前融		57.25	-87.21	-29.17	-45.08	-66.31
估值比率							循环贷款的增加/		291.38	-85.65	180.00	0.00	0.00
P/E		60.2	50.4	29.0	18.7	12.7	融资活动现金流		405.84	-260.07	150.83	-45.08	-66.31
P/B		7.0	5.3	4.6	3.8	3.1	现金净变动额		246.93	-143.72	129.43	74.35	160.92

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。