

公司报告

营销之“犁”造就未来发展大道

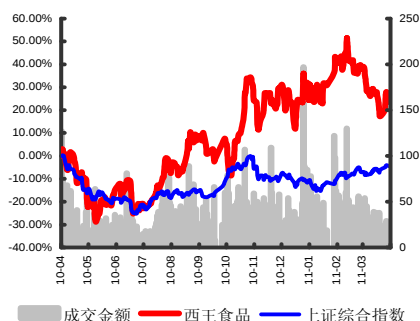
粮油加工

2011年4月18日

评级：推荐（维持）

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。

——西王食品（000639）2011年一季报点评

事件：西王食品（000639）发布一季报，一季度营业收入3.83亿元，同比增长72.04%；净利润为1959.6万元，同比仅上涨1.29%；实现基本每股收益0.16元。

点评：

● **一季度增收不增利。**一季度公司玉米油销量有所增加，其中小包装玉米油销售1.4万吨，导致公司营业收入上涨72.04%。而净利润同比增长仅1.29%，公司业绩出现了增收不增利的态势。主要原因在于公司加大了市场开拓力度及研发投入，导致销售费用、管理费用大幅增加222.55%、244.18%。

● **自有品牌营销仍是重点。**11年公司小包装玉米油目标销量是10万吨，以现有的渠道和品牌影响力想完成此目标几无可能性。未来一年公司将通过大规模广告投入（预计11年广告投入为7000万）等策略，加大渠道铺设及品牌建设力度，营销重点仍是以“6+6”的12个重点市场，同时加强对非重点市场的争夺。随着营销力度的加大，公司业务增收不增利的状态或将延续较长时间。

● **公司走在光明大道上。**从公司玉米油产业链布局看，原料端：公司未来可用毛油代替玉米胚芽以避免原料瓶颈；产中：2012年公司小包装玉米油产能扩15万吨，精炼能力扩10万吨；难点就在于终端销售能否实现。而随着品牌影响力提升，终端一旦击碎禁锢，业绩将会大幅提升。另外公司积极需找新的投资点，预计未来仍将围绕“关注心脑血管健康”理念，做大做强其他小品种健康油种。

维持“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。考虑到玉米油行业未来成长仍比较可观及公司玉米油行业龙头地位，给予11年35-40倍市盈率，合理股价40.6-46.4元，维持“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

免责声明:

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。