



高端产品销量可能超预期

公司评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)
行业 农业
目标价 42.90 元
报告发布日期 2011 年 4 月 25 日 星期一

施剑刚 食品饮料、农业资深分析师
执业证书编号: S0860210020003
联系人 周学帆
8621-63325888 x 6077
zhouxuefan@orientsec.com.cn

事件: 我们于近期对公司进行了调研

研究结论:

高端产品鲜胚玉米油销量可能超出市场预期

从公司今年的销售计划来看,预计公司今年将对其最高端产品鲜胚玉米油的销售和推广力度将大幅增加,结合公司自身销售目标和一季度销售状况来看,全年小包装鲜胚玉米油的销售量有望大幅超越市场此前的预期。我们认同公司加大高端产品的推广力度的做法,认为高端产品的推广首先将有利于进一步提升公司其他产品的整体价格,为未来全系列产品的再次提价打下市场基础;其次将进一步提升玉米油产品在消费者心目中的健康高品质形象;同时,根据我们的测算,高端产品的毛利率超过 40%,高端产品销售比重的提高将进一步增强公司的盈利能力。根据我们的测算,假如公司顺利实现 7500 吨鲜胚玉米油的销售量,则将超越市场此前预期约 4500 吨,潜在的对每股收益的新贡献为 0.16 元,因此我们将密切跟踪公司鲜胚玉米油的销售情况。

产品价格涨幅不低于原料价格,原料成本上升可顺利向下游转嫁

玉米胚芽采购价格与玉米毛油价格上涨幅度接近。今年一季度玉米胚芽采购含税价为 3900 元/吨,相对于去年同期 3100-3200 元/吨的含税收购价涨幅约为 26%。而今年一季度精炼玉米油价格约为 10600 元/吨,相对于去年同期产品价格涨幅接近 30%。据此,我们认为从目前的市场状况来看,尽管采购商对玉米胚芽原料的收购存在一定的竞争,但是玉米油产品价格的上涨足以抵消玉米胚芽原料价格的上涨的影响,即公司原料成本的上升可以顺利向下游转嫁,不会对公司盈利能力造成影响。

营销团队建设,激励机制改善,有利于确保公司销售计划的实现

为更好的促进公司产品的营销推广,公司对营销团队进行了改革。据媒体报道,公司目前正在进行营销团队的梯队化建设。我们认为营销团队建设的内容很可能包括对营销团队进行层级的划分以及对营销人员的工资调整。相对于工资调整,我们更看重营销团队的梯队化建设。认为营销团队通过这一改革有望明确营销人员的晋升路径,将进一步激发相关层级营销人员的工作积极性,通过出色的销售业绩来提升自己层级和工资待遇,有利于确保公司销售计划的实现。

营销费用一季度季节性偏高属正常,全年不会超预期

销售费用在一季度较高,因春节等节假日期间营销活动集中进行和广告集中投放。但是销售费用的变化跟随产品销售的淡旺季季节性明显,我们预计全年销售费用有望控制在 1.2 亿以内。该销售费用规模已在市场普遍预期之内,不会再出现超出市场预期的情况。

营销费用支出结构改善,有助于更有效提升产品知名度

从销售费用的结构上来看,我们预计公司今年电视广告投放量将相比去年出现显著上升。公司在 2011 年一季报中披露销售费用的增长主要来源于广告投入的增加,我们认为其中电视广告占比较高。因此预计今年公司在电视广告上的费用支出将在去年的 4000 多万基础上有较大幅度的增加,占销售费用的比重加大。我们分析认为,电视广告比重的增加将增加公司营销活动的受众面,对公司产品知名度的提升的带动作用增强。

维持对公司的盈利预测,2011-2013 年 EPS 分别为 1.43 元、2.10 元和 3.14 元,基于 2011EPS 和 39 倍 PE 维持“买入”评级,目标价 42.9 元。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					单位：百万元	利润表					单位：百万元
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E		会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
流动资产	491	751	852	1054		营业收入	1203	2290	2725	3399	
货币资金	160	121	103	119		营业成本	(980)	(1853)	(2140)	(2601)	
交易性金融资产	0	0	0	0		营业利润	223	437	584	798	
应收预付款项	85	162	193	241		营业税金及附加	(2)	(4)	(4)	(5)	
存货	176	336	400	499		销售费用	(92)	(175)	(208)	(260)	
其他流动资产	0	0	0	0		管理费用	(20)	(39)	(46)	(58)	
非流动资产	409	593	750	717		息税前利润	109	220	326	475	
固定资产及在建工程	298	483	640	606		财务费用	(9)	(6)	(13)	(7)	
无形资产及商誉	107	107	107	107		其他损益	(0)	0	0	0	
其他	3	3	3	3		税前利润	99	214	313	468	
资产合计	900	1344	1602	1770		所得税	(16)	(34)	(49)	(74)	
流动负债	96	379	399	212		净利润	84	180	264	394	
短期借款	20	240	240	20		少数股东损益	0	0	0	0	
应付款项	70	133	154	187		归属上市公司股东	84	180	264	394	
应交税金	0	0	0	0		EPS（元）	0.67	1.43	2.10	3.14	
其他流动负债	0	0	0	0							
非流动负债	0	0	0	0		主要财务比率					单位：百万元
长期借款	0	0	0	0		会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
其他非流动负债	0	0	0	0		成长能力					
负债合计	96	379	399	212		营业收入	19.5%	90.4%	19.0%	24.7%	
少数股东权益	0	0	0	0		营业利润	48.5%	95.7%	33.7%	36.5%	
归属于母公司所有者	804	966	1203	1558		净利润	19.4%	114.8%	46.6%	49.6%	
所有者权益合计	804	966	1203	1558		获利能力					
权益与负债合计	900	1344	1602	1770		毛利率	18.6%	19.1%	21.5%	23.5%	
						净利率	7.0%	7.9%	9.7%	11.6%	
						ROE	11.9%	20.3%	24.3%	28.6%	
						ROIC	11.2%	15.3%	19.0%	25.3%	
						偿债能力					
						资产负债率	10.7%	28.2%	24.9%	12.0%	
						流动比率	5.1	2.0	2.1	5.0	
						速动比率	3.3	1.1	1.1	2.6	
						营运能力					
						总资产周转率	1.15	2.04	1.85	2.02	
						应收账款周转率	17.38	17.38	17.38	17.38	
						应付账款周转率	14.78	14.78	14.78	14.78	
						每股指标（元）					
						每股收益	0.67	1.43	2.10		3.14
						每股经营现金流	0.36	-0.41	1.48	1.94	
						每股净资产	6.40	7.69	9.58	12.41	
						估值比率					
						P/E	50	23	16	11	
						P/B	16	13	10	8	
						EV/EBITDA	32	18	12	8	
现金流量表					单位：百万元						
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E							
资本支出	27	(200)	(190)	0							
投资收益	0	0	0	0							
其他	212	0	0	0							
投资活动现金流量	239	(200)	(190)	0							
贷款变动	(415)	220	0	(220)							
少数股东权益变动	0	0	0	0							
募集资金	0	0	0	0							
其他	(13)	(7)	(13)	(7)							
筹资活动现金流量	(428)	213	(13)	(227)							
净利润	84	180	264	394							
折旧摊销	18	18	36	36							
财务费用	(9)	(6)	(13)	(7)							
营运资金变动	31	(236)	(99)	(152)							
其他	(79)	(7)	(3)	(28)							
经营活动现金流量	45	(52)	185	244							
现金净增加额	(144)	(39)	(18)	16							

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn