

西王食品（000639）

公司研究/调研简报

发力小包装，品牌建设处投入期

民生精品---调研简报/农林牧渔行业

2011 年 4 月 21 日

一、事件概述

近日我对西王食品（000639）展开了实地调研，就公司产能、发展规划、品牌建设等问题与公司领导进行了交流。

二、分析与判断

➤ 公司发展最终目标：用小包装完全替代散油

公司现拥有年加工玉米胚芽 36 万吨、年产玉米精炼油 20 万吨和玉米小包装油 15 万吨的生产能力。今年公司将扩建 15 万吨小包装玉米油，预计扩产部分今年年底将基本建成，明年正式投产。公司计划未来 3-5 年实现 25 万吨小包装销售量，用小包装玉米油完全替代散油。2010 年公司共销售玉米油 11.42 万吨，其中散装 6.8 万吨，小包装 4.62 万吨；今年保底销售小包装 7 万吨，力争 10 万吨，散油计划销售 5 万吨，销量增长超过 30%。

➤ 胚芽限制决定公司中长期发展方向——打造品牌，突破玉米油

玉米胚芽是玉米油生产的主要原料。玉米的用途有两类：一类是用于生产饲料，无胚芽；另一类用于生产淀粉，有胚芽，可用于生产玉米油。我国用于做淀粉的玉米每年在 5000 万吨左右，1 吨玉米可生产 7% 的胚芽，年可产玉米胚芽 350 万吨。由于国家限制玉米深加工发展，350 万吨胚芽的量是确定的，将来增加的可能性很小，胚芽产油率约 42%，国产玉米油极限不到 150 万吨。目前，公司不到 35% 的胚芽采购来自西王糖业，剩余部分主要从山东、河北地区采购，外购部分以竞价为主，竞争比较激烈。玉米胚芽量的限制决定公司需要全力打造玉米油品牌，当条件成熟时，完成玉米油品牌向菜籽油等小油种的突破。

➤ 公司仍处于品牌建设的投入期

公司采用经销商模式销售小包装玉米油，现已在山东、江苏、浙江、湖南、湖北、重庆、北京、深圳等多个省市建立销售渠道，通常在重点城市选定几个经销商合作，现已形成 200 多家经销商，覆盖 20 多个省。公司选定的小包装经销商仅销售公司的玉米油，此外，也不销售其他油种。

公司目前仍处于品牌建设的投入期。2010 年销售费用 9189 万元，同比增长 99%，其中广告及业务宣传费 4230 万元，同比增长 264%，我们预计 2011 年广告费用和销售费用将分别提升至 7000 万元和 1.3 亿元。

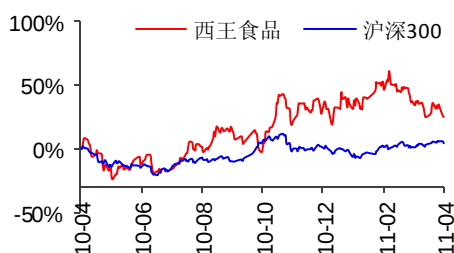
谨慎推荐 首次评级

合理估值： 29.0-34.0 元

交易数据（2011-4-21）

收盘价（元）	33.15
近 12 个月最高/最低	41.00/18.05
总股本（百万股）	125.55
流通股本（百万股）	57.63
流通股比例%	45.9%
总市值（亿元）	41.62
流通市值（亿元）	19.10

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王莺

执业证书编号：S0100510120001

电话：021-68885571

手机：13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

相关研究

➤ 高端品牌“西王鲜胚”处于培育期

2010 年下半年公司推出了高端品牌“西王鲜胚”，终端价达到 138 元/5L，毛利率 40-50%，而普通小包装玉米油的毛利率仅在 25% 左右。西王鲜胚去年销售量仅为 400-500 吨，仍处于培育期。

➤ 原料价格上升或拉低毛利率

大豆油占国内消费比重超过 50%，其价格波动直接影响其他油种的价格，玉米油通常跟随其提价。毛油、精炼油和小包装玉米油价格波动幅度基本一致，只是存在时滞。其中，毛油价格波动最快，精炼油通常比毛油滞后 1-2 周，小包装玉米油因其价格调整需与商超沟，时滞最长，调价周期超过 1 个月。

目前，公司小包装玉米油终端价为 89.9 元/5L，出厂价在 70 元/5L；散装玉米油的出厂价在 10600 元/吨；主要原料玉米胚芽含税价约 3900 元/吨左右，较去年同期涨幅超过 30%，胚芽价格上涨或拉低毛利率。

三、盈利预测与投资建议

公司中期发展思路清晰，即发力小包装玉米油，小包装销量由 2009 年 1.86 万吨迅速提升至 2010 年 4.62 万吨，今年计划保 7 争 10。需要注意的是，原料玉米胚芽的价格同比涨幅超过 30%，此外，公司品牌建设仍处于投入期，2010 年销售费用攀升至 9189 万元，今年 1 季度已达到 3400 万元，预计全年将达到 1.3 亿元。现假设公司 2011-2013 年小包装销售量分别为 9 万吨、13 万吨和 16 万吨，大包装销售量分别为 5 万吨、4 万吨和 4 万吨，预计 2011-2013 年公司分别实现营业收入 18.82 亿元、26.1 亿元和 32.0 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 1.21 亿元、2.0 亿元和 2.77 亿元；实现每股收益分别为 0.97 元、1.60 元和 2.21 元。现给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，对应目标价 29.0-34.0 元。

四、风险提示

政府限价；胚芽价格大幅上升

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,203	1,882	2,612	3,201
增长率 (%)	1609.6%	56.4%	38.8%	22.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	84	121	200	277
增长率 (%)	-2451.97	45.03	65.00	38.37
每股收益 (元)	1.59	0.97	1.60	2.21
毛利率 (%)	18.6%	16.4%	17.5%	18.5%
净资产收益率 ROE (%)	40.8%	36.3%	40.5%	37.8%
每股净资产 (元)	2.18	3.15	4.74	6.95
PE	14.53	23.88	14.47	10.46
PB	10.60	7.34	4.87	3.32
EV/EBITDA	21.38	16.05	10.44	7.53

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,203	1,882	2,612	3,201	货币资金	0	0	0	104
减：营业成本	980	1,573	2,156	2,609	应收票据	1	2	3	4
营业税金及附加	2	3	4	5	应收账款	69	108	150	184
销售费用	92	130	180	221	预付账款	78	122	169	208
管理费用	20	26	29	32	其他应收款	6	9	13	15
财务费用	9	5	5	5	存货	176	283	388	470
资产减值损失	0	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	331	525	724	985
二、营业利润	99	144	238	329	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	(0)	0	0	0	固定资产	284	328	309	291
三、利润总额	99	144	238	329	在建工程	0	0	0	0
减：所得税费用	16	23	38	52	无形资产	1	1	1	1
四、净利润	84	121	200	277	其他非流动资产	0	0	0	0
归属于母公司的利润	84	121	200	277	非流动资产合计	284	328	310	292
五、基本每股收益 (元)	1.59	0.97	1.60	2.21	资产总计	615	853	1,034	1,277
主要财务指标					短期借款	65	65	65	65
项目	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	21.38	16.05	10.44	7.53	应付账款	36	57	79	95
成长能力：					预收账款	31	49	67	81
营业收入同比	1610%	56.4%	38.8%	22.5%	其他应付款	3	3	3	3
营业利润同比	-5391%	45.0%	65.0%	38.4%	应交税费	0	0	0	0
净利润同比	-2767%	45.0%	65.0%	38.4%	其他流动负债	0	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	134	175	214	245
应收账款周转率	20.62	21.21	20.21	19.14	长期借款	0	0	0	0
存货周转率	12.16	8.18	7.78	7.46	其他非流动负债	0	0	0	0
总资产周转率	3.00	2.56	2.77	2.77	非流动负债合计	0	0	0	0
盈利能力与收益质量：					负债合计	134	175	214	245
毛利率	18.6%	16.4%	17.5%	18.5%	股本	126	126	126	126
净利率	7.0%	6.5%	7.7%	8.7%	资本公积	11	11	11	11
总资产净利率 ROA	20.9%	16.5%	21.2%	24.0%	留存收益	124	246	446	723
净资产收益率 ROE	40.8%	36.3%	40.5%	37.8%	少数股东权益	13	13	13	13
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	274	395	595	873
流动比率	2.46	3.01	3.38	4.02	负债和股东权益合计	408	570	809	1,117
资产负债率	21.8%	20.5%	20.7%	19.2%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	(90)	(9)	64	174
每股收益	1.59	0.97	1.60	2.21	投资活动现金流量	(225)	(62)	0	0
每股经营现金流量	(0.71)	(0.07)	0.51	1.39	筹资活动现金流量	31	(5)	(5)	(5)
每股净资产	2.18	3.15	4.74	6.95	现金及等价物净增加	(284)	(76)	59	169

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。