

西王食品(000639.SZ)

中期业绩快报点评——季度环比提升态势

确立，期待下半年放量提价

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **46.8-49.5**

分析师

联系人

谢刚

胡彦超

S0740510120005

农林牧渔小组

021-20315178

021-20315176

xiegang@qlzq.com.cn

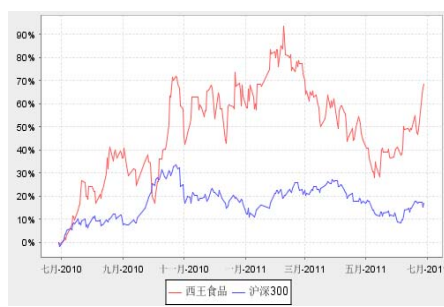
huyc@qlzq.com.cn

2011年7月14日

基本状况

总股本(百万股)	125.55
流通股本(百万股)	57.63
市价(元)	35.14
市值(百万元)	4411.78
流通市值(百万元)	2025.10

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,006.5	1,202.9	1,860.4	2,313.1	2,834.9
营业收入增速	5.99%	19.51%	54.66%	24.34%	22.56%
净利润增长率	84.27%	19.40%	74.91%	41.03%	54.55%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.67	1.17	1.65	2.54
前次预测每股收益(元)	0.56	0.67	1.17	1.65	2.54
市场预测每股收(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	28.20	49.84	24.40	17.30	11.19
PEG	0.33	2.57	0.33	0.42	0.21
每股净资产(元)	2.79	4.38	5.54	7.19	9.73
每股现金流量	0.13	0.00	1.32	1.38	2.33
净资产收益率	20.04%	15.24%	21.05%	22.89%	26.13%
市净率	5.65	7.60	5.13	3.96	2.92
总股本(百万股)	125.55	125.55	125.55	125.55	125.55

备注: 市场预测取 聚源一致预期

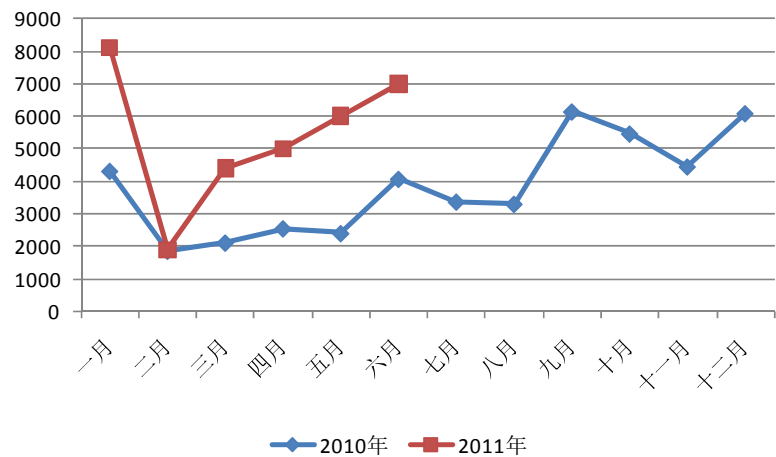
投资要点

事件: 西王食品发布中期业绩快报, 2011年上半年实现收入 841 百万元, 净利润 52.61 百万元, 对应 EPS0.42 元。据此测算, 二季度净利润 33 百万元, 环比增长 69%, 验证了我们前期季度业绩环比提升的判断。

核心观点

- 上半年西王食品销售额达到去年全年的 70%, 净利润达到去年全年的 57%。客观来讲, 上半年为食用油销售淡季, 加之整个油脂行业受制终端限价令的影响利润普遍下滑, 西王食品仍获得这样的经营业绩殊为不易, 是公司运营能力特别是营销体系建设成果的具体体现。
- 公司全年小包装油销量保八争十(万吨)的目标完成已经越来越接近, 下半年放量可期。公司小包装玉米油今年计划实现经销商数、终端数、销售量三个翻番。我们从经销商出了解到, 在渠道快速增长的推动下, 1-6 月西王小包装玉米油销售量或达 3.2 万吨, 同比增长 80%-90%。下半年随着中秋、国庆、元旦、春节的临近, 小包装食用油的销售情况有望进一步趋好, 全年将形成淡季不淡、旺季更旺的态势。考虑到食用油行业 9-12 月占全年销量一半左右的行业规律, 公司下半年将继续加大产品推广力度, 下半年进一步放量可期, 销量保八争十目标实现几无悬念。
- 鲁花花生油已率先提价, 西王在下半年提价是大概率事件。我们预计鲁花花生油提价只是国内食用油价格补涨的第一步, 后期若相关部委放松价格管制, 预计包括大豆油、玉米油等在内的食用油联袂涨价将会轮次展开。(详细分析请参见《鲁花花生油提价点评——这只是个开始(2011.7.10)》)。我们推测国内油脂提价潮一旦开始, 西王玉米油有望顺势提价提升利润空间, 旺季毛利率有望回复至 30% 左右。退一步来说, 即使终端限购令没有放开, 西王也有能力通过降低赠品率实现隐形提价, 保证合理的利润水平。2010 年公司促销基本为买 5L 送 1L, 限价令后削减为送买 5L 送 588ml。

- 对投资者关心的费用问题，我们认为在渠道网络快速完善的过程中，费用高速增长再正常不过。我们盈利预测 2011 年全年销售费用 1.4 亿、管理费用 7 千万的假设已经蕴含了较高的安全边际，费用超预期的概率不大。未来随着小包装玉米油销量的快速增加，广告促销等费用摊至每吨油的费用将快速下降，拉动利润激增。
- 维持 2011-2013 年 EPS 为 1.17、1.65、2.54 元之盈利预测，重申买入评级，目标价 46.80 - 49.50 元，对应 $40 \times 11PE$ 和 $30 \times 12PE$ 。中期来看，玉米油是国内增长最快的食用油细分品类，西王食品作为这一细分品类的龙头企业，有望收获 2-3 年的高速增长。短期来看，随着下半年销售旺季到来，小包装玉米油放量提价的确定性较强，西王 1-4 季度单季利润逐季环比正增长态势已然确立。继续建议投资者买入，获得玉米油行业高速发展、公司营销大幅改善带来的超额收益。

图表 1：西王食品小包装玉米油月度销量（吨）


来源：经销商、齐鲁证券研究所

图表 2：西王产品销量结构

产品销量结构	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
精炼油销量(万吨)	8.29	8.25	11.39	14.11	16.50	18.00
其中：散装油	7.85	6.46	9.00	4.61	4.50	2.00
小包装油	0.44	1.79	5.00	9.50	12.00	16.00
其中：鲜胚玉米油				0.40	0.80	1.20
副产品：胚芽粕（万吨）	10.96	11.24	14.00	16.56	16.56	16.56

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：西王食品小包装玉米油销售预测

小包装玉米油	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	15.00
产能（万吨）	15.00	15.00	15.00	15.00	30.00	30.00
产量（万吨）	0.42	1.86	4.50	9.50	12.00	16.00
产能利用率	2.80%	12.40%	30.00%	63.33%	40.00%	53.33%
销量（万吨）	0.44	1.79	4.65	9.50	12.00	16.00
产销率	105%	96%	103%	100%	100%	100%
不含税销售单价（元/吨）	11909.61	10307.12	10465.55	12549.38	13594.40	14664.12
销售收入（百万元）	52.40	184.50	486.65	1192.19	1631.33	2346.26
单位成本（元/吨）	10617.30	7234.51	7605.31	9165.70	10040.47	10799.91
销售成本	46.72	129.50	353.65	870.74	1204.86	1727.98
毛利额	5.69	55.00	133.00	321.45	426.47	618.27
毛利率	10.9%	29.8%	27.3%	27.0%	26.1%	26.4%
含税出厂价（5L）	71.32	61.72	62.67	65.35	70.79	76.36
不含税出厂价（5L）	63.12	54.62	55.46	57.83	62.65	67.58

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：西王散装油销售预测

精炼油-散装	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产能（万吨）	20.16	20.16	20.16	20.16	30.00	30.00
精炼油产量	7.99	8.48	11.39	14.11	16.50	18.00
产能利用率	40%	42%	56%	70%	55%	60%
产量（万吨）	7.57	6.62	6.74	4.61	4.50	2.00
销量（万吨）	7.85	6.46	6.74	4.61	4.50	2.00
产销率	104%	98%	100%	100%	100%	100%
不含税销售单价（元/吨）	9606.44	6783.83	7443.00	8955.75	8955.75	9193.52
销售收入（百万元）	754.11	438.24	501.43	413.04	403.01	183.87
单位成本（元/吨）	8754.83	5985.39	6570.68	7995.70	8040.47	8299.91
YOY	NA	-31.63%	9.78%	21.69%	0.56%	3.23%
销售成本	687.25	386.66	442.66	368.76	361.82	166.00
毛利额	66.85	51.58	58.77	44.28	41.19	17.87
毛利率	8.9%	11.8%	11.7%	10.7%	10.2%	9.7%

来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 西王食品销售详细预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
精炼油-小包装						
平均售价 (元/吨)	11,909.61	10,307.12	10,465.55	12,549.38	13,594.40	14,664.12
增长率 (YOY)	—	-13.46%	1.54%	19.91%	8.33%	7.87%
销售数量 (万吨)	0.44	1.79	4.65	9.50	12.00	16.00
增长率 (YOY)	—	306.82%	159.78%	104.30%	26.32%	33.33%
销售收入 (百万元)	52.40	184.50	486.65	1,192.19	1,631.33	2,346.26
增长率 (YOY)	—	252.08%	163.77%	144.98%	36.83%	43.83%
毛利率	10.85%	29.81%	27.33%	26.96%	26.14%	26.35%
销售成本 (百万元)	46.72	129.50	353.65	870.74	1,204.86	1,727.98
增长率 (YOY)	—	177.20%	173.09%	146.22%	38.37%	43.42%
毛利 (百万元)	5.69	55.00	133.00	321.45	426.47	618.27
增长率 (YOY)	—	867.25%	141.82%	141.69%	32.67%	44.97%
占总销售额比重	4.42%	18.33%	40.46%	64.08%	70.52%	82.76%
占主营业务利润比重	4.80%	36.51%	59.54%	82.24%	86.30%	93.09%
精炼油-散装						
平均售价 (元/吨)	9,606.44	6,783.83	7,443.00	8,955.75	8,955.75	9,193.52
增长率 (YOY)	—	-29.38%	9.72%	20.32%	0.00%	2.65%
销售数量 (万吨)	7.85	6.46	6.74	4.61	4.50	2.00
增长率 (YOY)	—	-17.71%	4.29%	-31.54%	-2.43%	-55.56%
销售收入 (百万元)	754.11	438.24	501.43	413.04	403.01	183.87
增长率 (YOY)	—	-41.89%	14.42%	-17.63%	-2.43%	-54.38%
毛利率	8.87%	11.77%	11.72%	10.72%	10.22%	9.72%
销售成本 (百万元)	687.25	386.66	442.66	368.76	361.82	166.00
增长率 (YOY)	—	-43.74%	14.49%	-16.70%	-1.88%	-54.12%
毛利 (百万元)	66.85	51.58	58.77	44.28	41.19	17.87
增长率 (YOY)	—	-22.85%	13.94%	-24.66%	-6.98%	-56.61%
占总销售额比重	63.67%	43.54%	41.69%	22.20%	17.42%	6.49%
占主营业务利润比重	56.48%	34.24%	26.31%	11.33%	8.33%	2.69%
玉米胚芽粕						
平均售价 (元/吨)	1,173.56	1,161.36	1,350.00	1,380.00	1,518.00	1,669.80
增长率 (YOY)	—	-1.04%	16.24%	2.22%	10.00%	10.00%
销售数量 (万吨)	10.96	11.24	14.00	16.56	16.56	16.56
增长率 (YOY)	—	2.55%	24.52%	18.32%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	128.62	130.54	188.94	228.53	251.38	276.52
增长率 (YOY)	—	1.49%	44.74%	20.95%	10.00%	10.00%
毛利率	4.00%	3.75%	5.60%	4.00%	4.00%	4.00%
销售成本 (百万元)	123.48	125.64	178.36	219.39	241.33	265.46
增长率 (YOY)	—	1.75%	41.96%	23.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	5.14	4.90	10.58	9.14	10.06	11.06
增长率 (YOY)	—	-4.76%	115.96%	-13.61%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	10.86%	12.97%	15.71%	12.28%	10.87%	9.75%
占主营业务利润比重	4.35%	3.25%	4.74%	2.34%	2.03%	1.67%
其他						
销售收入 (百万元)	14.52	18.50	25.87	26.65	27.45	28.27
毛利率	91.90%	63.81%	81.28%	60.00%	60.00%	60.00%
销售收入小计 (百万元)	1184.38	1006.50	1202.90	1860.41	2313.17	2834.92
销售成本小计 (百万元)	1066.02	855.88	979.52	1469.55	1818.98	2170.75
毛利 (百万元)	118.37	150.62	223.38	390.86	494.18	664.17
平均毛利率	9.99%	14.97%	18.57%	21.01%	21.36%	23.43%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308