

西王食品 (000639.SZ) 农业综合行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

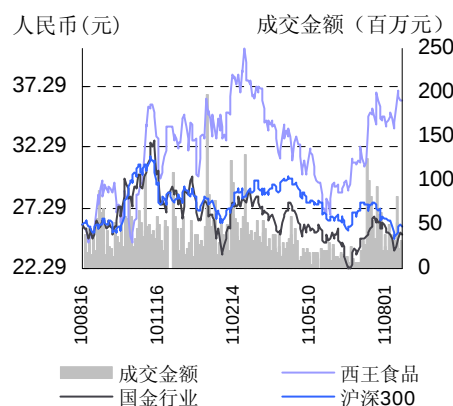
市价(人民币): 36.09 元

营销见效, 销量趋好

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	57.63
总市值(百万元)	4,531.05
年内股价最高最低(元)	40.39/24.39
沪深 300 指数	2897.58
深证成指	11665.41



相关报告

1. 《高速成长的玉米油行业领跑者》, 2011.8.4

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

虞秀兰 联系人
(8621)61038294
yuxl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	-0.049	0.667	1.129	1.509	2.120
每股净资产(元)	1.71	2.12	2.49	2.99	3.69
每股经营性现金流(元)	0.58	0.12	0.52	0.51	0.64
市盈率(倍)	-321.60	49.84	31.95	23.92	17.03
行业优化市盈率(倍)	46.54	50.37	47.85	47.85	47.85
净利润增长率(%)	N/A	N/A	69.35%	33.59%	40.50%
净资产收益率(%)	-2.86%	10.42%	15.00%	16.69%	18.99%
总股本(百万股)	72.86	125.55	125.55	125.55	125.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 西王食品上半年实现营业收入 8.65 亿元, 同比增长 77.16%; 净利润 0.53 亿元, 同比增长 31.23%, 每股收益 0.42 元, 略高于预期。
- 如果按照上半年小包装油税后均价 1.2 万元/吨计算, 我们估计公司 2011 年上半年小包装油销量约 3.4 万吨, 同比增长约 83%。

经营分析

- **单季度收入环比增长 25.6%:** 虽然二季度为食用油消费淡季, 但公司二季度营业总收入仍实现环比增长 25.6%。我们认为公司上半年营业收入和小包装油销量的高增长在一定程度上可以说明公司的品牌宣传和营销已经逐渐收效, 营销费用的高支出有望继续转化为销量的高增长。
- **费用率基本保持平稳:** 公司二季度的三费费用率约为 14.0%, 与一季度 13.5%相比有轻微提升, 主要原因是为了加大销售力度而增加广告和人员投入。
- **价——行业下半年逐步好转:** (1) 短期限价压力缓解: 自今年 6 月份“限价令”到期后, 金龙鱼对豆油、菜油、调和油均提价 5%。从替代效应来看, 玉米油赠送小瓶油的压力缓解, 未来有望提价; (2) 大豆价格今年看涨: USDA 预测全球大豆消费库存比明年将由 25.9%降为 23.6%, 大豆逐步紧平衡; (3) 玉米油行业蒸蒸日上: 随着食品安全和健康意识提升、玉米油企业品牌营销和渠道深入, 玉米油受消费者的认可度越来越高。
- **量——公司营销效果显现, 优化采购作保证:** 公司未来将继续与专业培训团队合作, 以“培训+激励”的方式提升销售人员素质, 拉动终端销量。此外, 集团和公司还通过承办全国玉米油健康论坛、各省市食用油科普教育等活动来加强线下推广。原料方面, 公司进一步通过扩展采购区域和调整采购政策等举措来降低采购风险。
- **明年产能翻番:** 公司正扩建 10 万吨毛油储存罐、10 万吨的玉米油精炼生产线和 15 万吨小包装生产线, 有望明年中期达产。

投资建议

- 由于公司的销量好于我们前期的谨慎预期, 我们略微上调公司 11 年的盈利预测, 幅度约为 5.6%, 预计 2011-13 年每股收益分别为 1.13、1.51 和 2.12 元, 三年净利复合增速达 37%, 结合公司下半年量价提升使得景气度提升, 给予 35-40 × 2011PE, 目标价 39.5-45.2 元, 维持买入评级。

图表1：主要产品盈利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
毛油产能（万吨）			15	15	15	15
精油产能（万吨）			20	20	25	30
毛油储存罐（万吨）			0	0	10	10
总销量（万吨）	8.02	8.25	11.4	13.0	17.6	20.1
小包装产量比例	5%	22%	40%	65%	68%	78%
小包装玉米油	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
不含税售价（万元/吨）	1.19	1.03	1.06	1.22	1.28	1.41
增长率（YOY）		-13%	3%	15%	5%	10%
大豆1号均价(元/吨)	4693	3721	3899			
		-20.7%	4.8%			
销售数量（万吨）	0.44	1.79	4.6	8.5	12.0	15.6
增长率（YOY）		307%	157%	85%	41%	30%
销售收入（百万元）	52	184	487	1035	1533	2192
增长率（YOY）		252%	164%	113%	48%	43%
胚芽价格（元/吨）	3454	3058	3200	4000	4280	4836
增长率（YOY）		0.15		25%	7%	13%
毛利率	10.9%	29.8%	27.3%	26.0%	25.0%	23.9%
毛利润	6	55	133	269	383	523
散装玉米油	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
不含税售价（万元/吨）	0.99	0.68	0.74	0.85	0.89	0.98
增长率（YOY）		-32%	9%	15%	5%	10%
销售数量（万吨）	7.58	6.46	6.8	7.0	5.6	4.5
增长率（YOY）		-15%	5%	3%	-20%	-20%
销售收入（百万元）	754	438	501	594	499	439
增长率（YOY）		-42%	14%	18%	-16%	-12%
毛利率	8.9%	11.8%	11.7%	13.0%	11.0%	10.5%
毛利润	67	52	59	77	55	46
胚芽粕	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价（万元/吨）	0.117	0.116	0.122	0.146	0.150	0.155
增长率（YOY）		-1%	5%	20%	3%	3%
销售数量（万吨）	11.0	11.2	15.5	17.7	24.0	27.4
增长率（YOY）		3%	38%	14%	35%	14%
销售收入（百万元）	129	131	189	259	361	424
增长率（YOY）		1%	45%	37%	39%	18%
毛利率	3.8%	3.6%	5.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利润	5	5	11	26	36	42

来源：国金证券研究所

图表2：公司三费预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用	-92	-150	-180	-216
%销售收入	7.6%	7.8%	7.4%	6.9%
管理费用	-20	-80	-104	-125
%销售收入	1.7%	4.2%	4.3%	4.0%
财务费用	-9	1	0	4
%销售收入	0.8%	-0.1%	0.0%	-0.1%
三费率之和	10.1%	11.9%	11.6%	10.8%

来源：国金证券研究所

图表3：全球大豆明年消费库存比将降低，供需趋势偏紧

单位：千吨	2012/11E	2010/11E	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
世界总产量	261,453	263,693	260,838	211,960	220,469	236,233	220,368
贸易量	96,221	91,306	86,801	77,376	78,111	69,063	64,120
消费总计	262,651	254,192	238,360	221,301	230,557	225,576	215,833
库存消费比	23.6%	25.9%	24.9%	19.3%	22.3%	27.6%	24.7%

来源：USDA、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	3	5	6	20
买入	0	1	2	2	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.25	1.25	1.26

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-04	买入	35.13	37.30 ~ 42.60

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-27527129
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室