

农林牧渔行业

西王食品 (000639)

公司调研简报

评级: 买入 首次

收盘价(元) 36.60

目标价(元) 45.60

市场数据

总股本(百万) 711.11

流通 A 股(百万) 640.30

流通 B 股/H 股(百万) -/-



相关研究

农林牧渔行业研究小组

证书编号: S0120511030002

联系: 徐伟民

8621-68761616-8686

xuw@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

价格上涨预期+消费升级概念=买入

——西王食品 (000639) 调研简报

事项: 19日公司调研。

点评及投资要点:

□ 相较于其他食用油,玉米油具有诸多有益健康优势。玉米胚芽油,被称为“黄金液体”。玉米胚芽油中含有86%的不饱和脂肪酸,富含亚油酸、植物甾醇、维生素E,是营养价值很高的健康食用油。不饱和脂肪酸,具有保持细胞膜的相对流动性,以保证细胞的正常生理功能,使胆固醇酯化,降低血中胆固醇和甘油三酯,是合成人体内前列腺素和凝血恶烷的前驱物质,能够降低血液粘稠度,改善血液微循环,提高脑细胞的活性,增强记忆力和思维能力;植物甾醇,通过抑制肠道对胆固醇的吸收,显著降低胆固醇。具有抗癌、免疫调节和抗病毒等功能;亚油酸,具有抗癌、降低人体胆固醇、降血压、软化血管、预防和改善动脉粥样硬化等作用;维生素E,具有“柔肤美容”和“延缓衰老”的作用。

□ 西王食品的玉米油则更进一步,加冕天然“健”字号。5月中旬,国家食品药品监督管理局向西王食品有限公司颁发国产保健食品批准证书。至此,西王玉米胚芽油成为国内首个获得保健食品证书的玉米油产品,也是国内唯一无添加成分的保健食用油。这将使得西王食品在玉米油产品质量上取得很大竞争优势,进而确立公司在玉米油行业的地位。目前,公司玉米油品牌排名为行业第二,第一品牌为邹平三星油脂工业股份公司的“长寿花”。

□ 油脂行业价格上涨态势确定,预计西王食品中秋节后会再次提价。油脂行业在“限价令”之前压大概为70%，“限价令”之后,由于“成本与销售价格倒挂,榨得多亏得多”,七月份榨行业开工率数据为不到40%。随着油脂消费旺季到来,这样的开工率对食用油后续供应能力形成严重考验。目前,国内一线品牌如金龙鱼、福临门、鲁花已经开始全面提价,幅度在5%-10%,二线品牌也开始纷纷跟随上涨,但开工率依然不足,我们判断9月中旬食用油价格控制有可能全面放开,成本高企,食用油再次上调价格基本确定。这也为西王玉米油再次上调价格打开了空间。截止目前,西王玉米油已经两次上调价格,预计去年平均上调幅度在20%左右。

□ 量利齐升,开启公司高速成长时代。10万吨玉米油精炼项目和15万吨灌装项目有望明年6月份投产,西王的年精炼能力将达到30万吨,灌装能力也将达到30万吨,与精炼能力匹配,进而实现公司全面小包装战略。从历史看,公司销售不成问题,基本上实现100%产销率。就今年上半年情况来看,情况依然乐观,实现小包装玉米油销售约为3万吨左右,全年有望达到9-10万吨,未来3年销量年均复合增长率有望达到60%以上。另一方面,小包装玉米油的毛利率要高出散装玉米油近15%,在完成有散装向小包装转变过程中,公司毛利率将实现整体提

高，预计2011年为20.56%，2012年为23.57%，2013年为24.16%。

□ 预计2011-2013年EPS 估计为0.99/1.72/2.58元/股，对应动态PE分别为37倍，21倍，14倍。基于公司在行业中地位，产品的消费升级概念，未来提价预期，以及未来公司快速确定的成长能力，给予西王食品“买入”评级，目标价格区间39.6-51.6元/股，对应2011年40倍PE和2012年30倍PE。

□ 风险提示：食品行业意外事件，小包装策略遇到销售瓶颈。

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	106	70	1203	1922	2596	3555
yoy	-18.12%	-33.78%	1609.6%	59.81%	35.03%	36.96%
净利润	0.67	-3.57	83.73	124.79	216.48	324.15
yoy	-79.62%	-632.15%	2446.66%	49.02%	73.49%	49.73%
每股收益	0.01	-0.03	0.67	0.99	1.72	2.58
yoy				49.02%	73.49%	49.73%
毛利率	30.18%	28.01%	34.29%	35.75%	36.50%	38.00%

图表 1 收入拆分表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
精炼能力（万吨）	20.16	20.16	20.16	20.16	25	30
灌装能力（万吨）	15	15	15	15	22.5	30
实际精炼量（万吨）	7.99	8.48	11.39	14.5	17.5	22
增长率（YOY）		6.13%	34.32%	27.30%	20.69%	25.71%
精炼油-小包装						
灌装量（万吨）	0.42	1.86	4.5	9.5	14.5	20
增长率（YOY）		342.86%	141.94%	111.11%	52.63%	37.93%
平均售价（元/吨）	11,909.61	10,307.12	10,465.55	12,550.00	13,640.00	14,650.00
增长率（YOY）		-13.46%	1.54%	19.92%	8.69%	7.40%
平均成本（元/吨）	10617.05	7234.64	7605.38	9180	9840	10630
增长率（YOY）		-31.86%	5.12%	20.70%	7.19%	8.03%
销售数量（万吨）	0.44	1.79	4.65	9.5	14.5	20
增长率（YOY）		306.82%	159.78%	104.30%	52.63%	37.93%
产销比	104.76%	96.24%	103.33%	100.00%	100.00%	100.00%
销售收入（百万元）	52.4	184.5	486.65	1192.25	1977.80	2930.00
增长率（YOY）		252.10%	163.77%	144.99%	65.89%	48.14%
毛利率	10.85%	29.81%	27.33%	26.85%	27.86%	27.44%
毛利（百万元）	5.69	55	133	320	551	804
增长率（YOY）		866.61%	141.82%	140.71%	72.11%	45.92%
占总销售额比重	4.42%	18.33%	40.46%	62.02%	76.19%	82.41%
占主营业务利润比重	4.80%	36.51%	59.54%	81.01%	90.04%	93.61%
精炼油-散装						
散装量（万吨）	7.57	6.62	6.89	5	3	2
平均售价（元/吨）	9,606.44	6,783.83	7,443.00	8,950.00	9,050.00	9,190.00
增长率（YOY）		-29.38%	9.72%	20.25%	1.12%	1.55%
平均成本（元/吨）	8754.78	5985.45	6567.66	7998	8060	8260
增长率（YOY）		-31.63%	9.73%	21.78%	0.78%	2.48%
销售数量（万吨）	7.85	6.46	6.74	5	3	2
增长率（YOY）		-17.71%	4.33%	-25.82%	-40.00%	-33.33%
产销比	103.70%	97.58%	97.82%	100.00%	100.00%	100.00%
销售收入（百万元）	754.11	438.24	501.43	447.50	271.50	183.80
增长率（YOY）		-41.89%	14.42%	-10.76%	-39.33%	-32.30%
毛利率	8.87%	11.77%	11.72%	10.64%	10.94%	10.12%
毛利（百万元）	67	52	59	48	30	19
增长率（YOY）		-22.84%	13.94%	-19.01%	-37.61%	-37.37%
占总销售额比重	63.67%	43.54%	41.69%	23.28%	10.46%	5.17%
占主营业务利润比重	56.48%	34.24%	26.31%	12.04%	4.85%	2.17%
玉米胚芽粕						
平均售价（元/吨）	1,173.56	1,161.36	1,350.00	1,380.00	1,420.00	1,460.00

增长率 (YOY)		-1.04%	16.24%	2.22%	2.90%	2.82%
平均成本 (元/吨)	1126.64	1117.79	1274.00	1324.80	1363.20	1401.60
增长率 (YOY)		-0.79%	13.97%	3.99%	2.90%	2.82%
销售数量 (万吨)	10.96	11.24	14	18.56	22.4	28.16
增长率 (YOY)		2.55%	24.56%	32.57%	20.69%	25.71%
销售收入 (百万元)	128.62	130.54	188.94	256.13	318.08	411.14
增长率 (YOY)		1.49%	44.74%	35.56%	24.19%	29.26%
毛利率	4.00%	3.75%	5.60%	4.00%	4.00%	4.00%
毛利 (百万元)	5	5	11	10	13	16
增长率 (YOY)		-4.67%	115.92%	-3.17%	24.19%	29.26%
占总销售额比重	10.86%	12.97%	15.71%	13.32%	12.25%	11.56%
占主营业务利润比重	4.35%	3.25%	4.74%	2.59%	2.08%	1.91%
其他						
销售收入 (百万元)	14.52	18.5	25.87	26.5	28.5	30.5
增长率 (YOY)		27.41%	39.84%	2.44%	7.55%	7.02%
毛利率	91.90%	63.81%	81.28%	65.00%	65.00%	65.00%
合计						
销售收入 (百万元)	1184.38	1006.5	1202.9	1922.38	2595.88	3555.44
增长率 (YOY)		-15.02%	19.51%	59.81%	35.03%	36.96%
销售成本 (百万元)	1066.02	855.88	979.52	1527.16	1983.93	2696.57
毛利 (百万元)	118.37	150.62	223.38	395.22	611.95	858.87
		27.25%	48.31%	76.93%	54.84%	40.35%
平均毛利率	9.99%	14.97%	18.57%	20.56%	23.57%	24.16%

资料来源：Wind，德邦证券

图表 2 利润表

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	106	70	1203	1922	2596	3555
增长率 (%)	-18.12%	-33.78%	1609.59%	59.81%	35.03%	36.96%
减: 营业成本	76	52	980	1527	1984	2697
营业税金及附加	2	2	2	3	4	6
占营业收入百分比	2.03%	2.36%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
销售费用	3	3	92	156	226	306
占营业收入百分比	3.16%	3.78%	7.64%	8.10%	8.70%	8.60%
管理费用	11	9	20	81	119	160
占营业收入百分比	9.98%	12.32%	1.70%	4.20%	4.60%	4.50%
利息费用	8	0	9	8	7	5
其他财务费用	0	7	1	1	1	1
占营业收入百分比	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	2	1	0	0	0	0
加: 投资收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
营业利润	3	-2	99	147	255	381
加: 其他非经营损益	1	0	0	0	0	0
利润总额	4	-2	99	147	255	381
减: 所得税	3	1	16	22	38	57
净利润	1	-3	84	125	216	324
减: 少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	1	-4	84	125	216	324
EPS	0.01	-0.03	0.67	0.99	1.72	2.58

资料来源：德邦证券

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。