

西王食品(000639)调研报告

——未来两年仍将保持 40%的增长

食品/日常消费品

推荐

维持评级

发布时间：2012 年 9 月 28 日

投资要点：

- **围剿地沟油，促进行业健康发展。**近期公安部破获的格林生物地沟油案件，再次拨动了社会对食品安全关注的神经，同样也将加速高档健康油脂消费潮流的到来。在 7 月的《西王食品深度报告》中，我们分析了玉米油将在这一潮流变化中扛起大旗。而本次的油脂年会上，业内人士所讨论的数据也印证了这一判断，2011 年油脂整体增速大约 3%-4%，而玉米油消费增速可达 30%-40%。
- **国内玉米油溢价正得到显现。**之前由于国内玉米油市场尚未完全培育，相对于大豆油溢价并不明显。今年随着各大玉米油厂商大力宣传，使得大中城市已经有了一定数量的玉米油消费者。9 月末，西王食品和三星油脂一级精炼玉米油报价 11200 元/吨，而一级大豆油均价约为 9900 元，溢价 13%，而去年同期溢价仅 3.2%。
- **品牌建设初显成效，小包装有望冲击 10 万吨。**目前来看，玉米油小包装市场尚未形成核心品牌，但公司在细分市场投入大量人力物力取得了良好效果。公司小包装玉米油上半年销售 3.2 万吨，预计全年小包装销量有望冲击 10 万吨。除品牌宣传之外，公司采用六道保鲜工艺，生产出了具有保健功能的玉米胚芽油，并成为国内唯一一家不含任何添加剂的“健”字号认证食用油企业。
- **公司 2012 年销售策略是继续强化“6+6”市场，从片面追求终端数量扩张，转移到注重单店销量提升。**公司明年计划终端数量同比增长 20%-30%，重点终端销售增长 50%，小包装销售数量有望突破 14 万吨。未来 2-3 年仍将专注玉米油销售，2015 年有望将产能扩充至 50 万吨。
- **盈利预测与投资建议：**我们预估 2011-2013 年公司 EPS 为 1.11 元、1.72 元和 2.24 元，2012 年动态 PE 不足 20X，考虑到公司未来仍将保持高速增长，**维持推荐评级。**

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)
2010	1203	20	84	19	0.67	10.4	50
2011E	2076	73	139	66	1.11	14.8	30
2012E	3142	51	216	55	1.72	18.6	20
2013E	3746	19	282	31	2.24	19.6	15

走势图



市场数据

2011/9/27

收盘价：	33.73 元
52 周最高：	41.00 元
52 周最低价：	23.30 元
平均持仓成本：	34.85 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	12,555
流通 A 股（万股）：	12,555
每股收益（元）：	0.42
每股净资产（元）：	6.61
每股经营现金流（元）：	-0.64
市净率：	5.10

分析师：周思立 联系人：郭伟明

执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000-252

FAX: (8621)6337 3209

Email: guoweiming@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

1、围剿地沟油 促进行业健康发展

近期公安部指挥浙江、山东、河南公安机关破获了一起生产销售食用地沟油案件，使得这黑色产业链再次处于舆论的风口浪尖。此次案件中，济南格林生物能源有限公司从浙江、四川和贵州等地收购粗加工的地沟油，然后经过精加工炼制成食用油，再以每吨 8000 多元的价格销售。据相关报道，格林生物地沟油产量达到每天 50 吨，预计全年产量 1.5 万吨。我们对于全国地沟油实际产量不得而知，但是有理由相信浮出水面的格林生物只是冰山一角。

对地沟油的围剿势必会拨动社会对食用油卫生安全关注的神经，同样也将加速玉米油、橄榄油和山茶油等高档油脂消费潮流的到来。在 7 月的《西王食品深度报告》中，我们分析了玉米油将在这一潮流变化中扛起大旗。而本次的油脂年会上，业内人士所讨论的数据也印证了这一判断，2011 年油脂整体增速大约 3%-4%，而玉米油消费增速可达 30%-40%。

2、国内玉米油溢价正得到显现

欧美国家因玉米油的健康保健作用而视之为“黄金液体”。根据 USDA 数据，过去 30 年美国玉米油平均价格相对于豆油溢价 11%。在《西王食品深度报告》，我们曾做出过判断，由于国内玉米胚芽供给有限和玉米油进口不足，国内玉米油应该享有更大的溢价空间。

之前由于国内玉米油市场尚未完全培育，价格溢价并不明显。随着各大玉米油厂商大力宣传，使得大中城市已经有了一定数量的玉米油消费者，溢价空间正得到显现。9 月末，山东西王食品和三星油脂一级精炼玉米油报价 11200 元/吨，而同期一级大豆油均价约为 9900 元，溢价 13%，而去年同期溢价仅 3.2%。

图 1：美国玉米油较豆油溢价 11%(美分/磅)

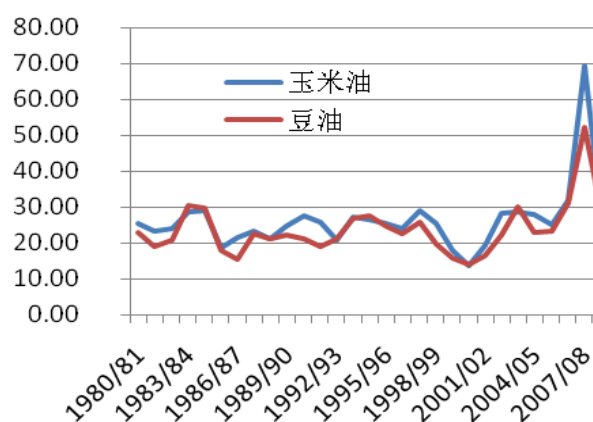
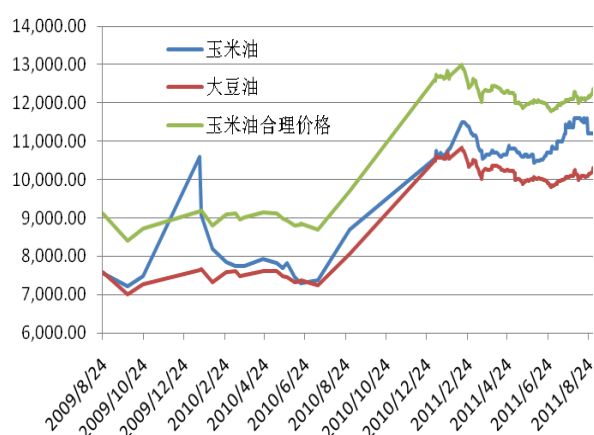


图 2：中国玉米油价格被低估（元/吨）



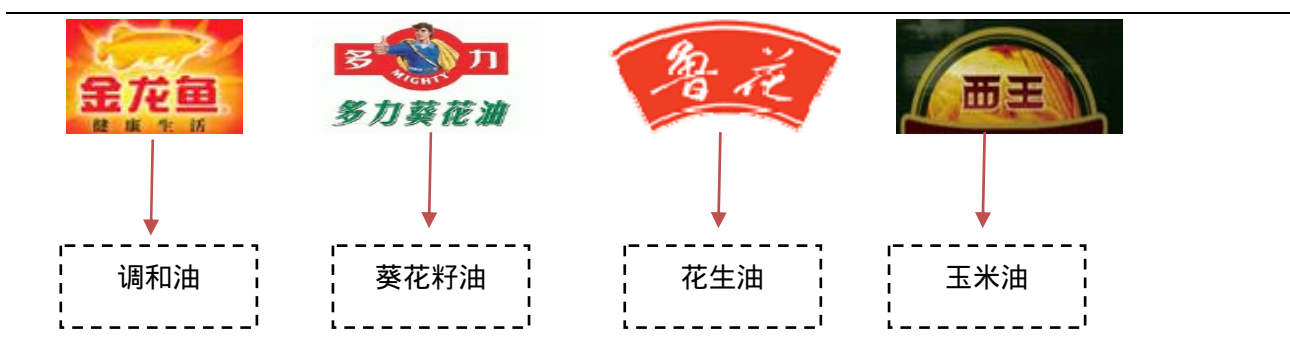
资料来源：USDA 中国农业部 粮油商务网

注：玉米油价格为西王、三星报价的均值

3、品牌建设初显成效 小包装有望冲击 10 万吨

随着食用油市场发展，品牌“金龙鱼”、“多力”和“鲁花”分别成了调和油、葵花籽油和花生油的代名词，而公司谋求的是让“西王”成为玉米油最亮丽的名片，让消费者对公司品牌的第一反应就是——玉米胚芽油。目前来看，玉米油小包装市场尚未形成核心品牌，而公司采取聚焦策略取得了良好效果。公司在细分市场投入大量人力物力，包括签约代言张国立夫妇，并斥巨资在中央电视台等主流媒体投入广告以及在终端开展各式促销活动等等。

图 3：西王将成为玉米油的代名词



资料来源：东北证券

除品牌宣传之外，公司与竞争对手一味追求甾醇含量数值不同，通过自主研发，采用六道保鲜工艺，生产出了具有保健功能的西王玉米胚芽油，并成为国内唯一一家不含任何添加剂的“健”字号认证食用油企业，使得公司品牌形象进一步提升。

表 1：玉米油健字号获得企业名单

产品名称	申请人	主要原料	国食健字号
长寿花牌植物甾醇玉米油	山东三星玉米产业科技有限公司	植物甾醇酯、玉米油	G20100707
西王牌玉米胚芽油	山东西王食品有限公司	玉米胚芽	G20110289
康即福尔牌番茄红素玉米胚芽油	南京康吉福食用油有限公司	番茄红素、玉米胚芽油	G20060773

数据来源 食品药品监督管理局

公司小包装玉米油上半年销售 3.2 万吨，第三季度约 3.1 万吨，按照公司往年小包装玉米油销售情况来看（一般上半年占 30-40%，下半年 60-70%，12 月达到峰值），预计今年小包装玉米油销量有望冲击 10 万吨。考虑到股东背景和公司营销策略，我们上调 2011-2013 年小包装销售数量至 9.5 万吨、14 万吨和 18 万吨。

图 4：预计 11 年小包装销售 9.5 万吨

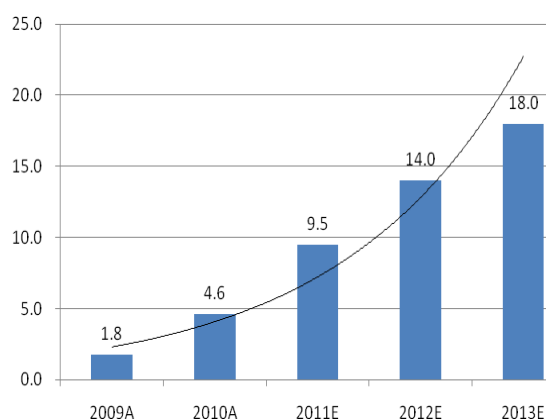
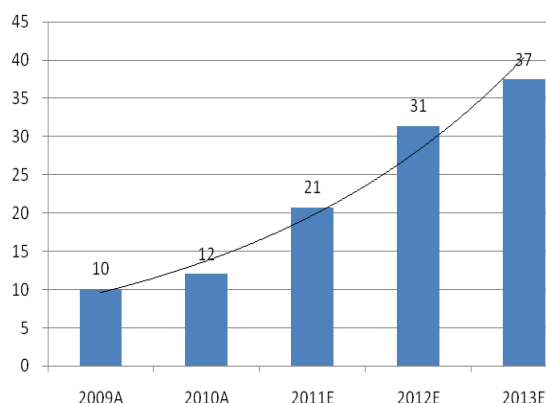


图 5：预计 11 年收入达到 21 亿元



资料来源：公司公告

4、明年销售将追求质变

公司制定的“6+6”区域规划方案，巩固已相对成熟的 5 省 1 市（山东、江苏、浙江、湖南、湖北及重庆），选定京津、安徽、河北、河南、江西和四川市场作为重点待开发市场，目前来看，湖南、江西、福建、湖北等省市销售完成率在 120%左右，而山东、重庆等地西王玉米油市场占有率已排至第一。

从 2011 年上半年公司销售情况来看，华东和华中地区分别增长 151%和 84%，华北和华南却低于预期，不过这也与走访终端所得情况一致。今年下半年以及明年公司保持优势地区以及在华北、华南突围，我们将持续走访终端。

公司 2012 年销售策略是继续强化“6+6”市场，从片面追求终端数量扩张，转移到注重单店销量提升。公司明年计划终端数量同比增长 20%-30%，优势终端销售增长 50%，小包装销售数量有望突破 14 万吨。

图 6：华东、华北销售占比 70%

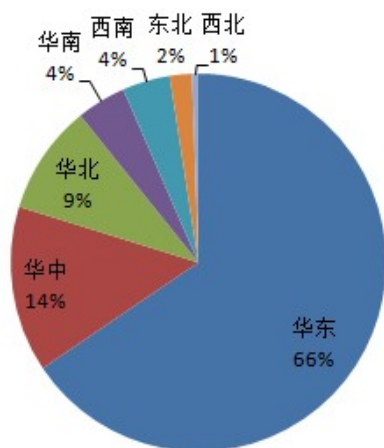
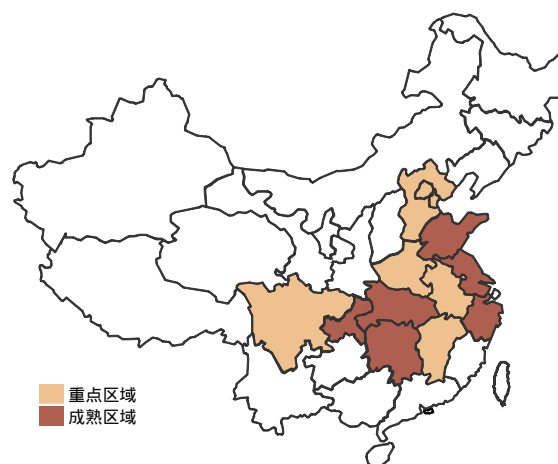


图 7：公司“6+6”销售规划



资料来源：东北证券 公司公告

5、盈利预测与投资建议

关键假设：2011-2013 年销售小包装玉米油 9.5 万吨、14 万吨和 18 万吨，销售均价分别为 13.0 万元/吨、13.7 万元/吨和 14.3 万元/吨；散装玉米油销售 5.5 万吨、8.0 万吨和 7.0 万吨；销售均价分别为 10.5 万元/吨、11.0 万元/吨和 11.6 元/吨。

我们预估 2011-2013 年公司 EPS 为 1.11 元和 1.72 元和 2.24 元，相对于目前股价，2012 年 PE 不足 20X，考虑到公司未来仍将保持高速增长，**维持推荐评级。**

表 2：主营业务构成

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
小包装玉米油					
收入（百万）	184.5	486.6	1235.0	1911.0	2579.9
增长率（%）	252.1	163.8	153.8	54.7	35.0
成本（百万）	129.5	353.6	944.8	1452.4	1960.7
销售量（万吨）	1.8	4.6	9.5	14.0	18.0
单价（元/公斤）	10.3	10.5	13.0	13.7	14.3
单位成本（元/公斤）	7.2	7.7	9.9	10.4	10.9
毛利(百万)	55.0	133.0	290.2	458.6	619.2
毛利率（%）	29.8	27.3	23.5	24.0	24.0
散装玉米油					
收入（百万）	438.2	501.4	577.5	882.0	810.3
增长率（%）	(0.4)	14.4	15.2	52.7	(8.1)
成本（百万）	386.7	442.7	508.2	776.2	713.1
销售量（万吨）	6.5	6.7	5.5	8.0	7.0
单价（元/公斤）	6.8	7.4	10.5	11.0	11.6
单位成本（元/公斤）	6.0	6.6	9.2	9.7	10.2
毛利(百万)	51.6	58.7	69.3	105.8	97.2
毛利率（%）	11.8	11.7	12.0	12.0	12.0
胚芽粕					
收入（百万）	130.5	188.9	243.4	328.9	335.6
增长率		44.7	28.8	35.1	2.0
成本（百万）	125.8	178.4	223.9	302.6	308.7
销售量（万吨）	11.2	15.4	20.5	27.5	27.8
单价（万元/吨）	1161.4	1173.0	1184.7	1196.5	1208.5
单位成本（元/公斤）	1119.3	1159.7	1089.9	1100.8	1111.8
毛利(百万)	4.7	10.6	19.5	26.3	26.8
毛利率（%）	3.6	5.6	8.0	8.0	8.0
其他					
收入（百万）	253.2	25.9	20.0	20.0	20.0
成本（百万）	214.1	4.8	10.0	10.0	10.0

毛利(百万)	39.1	21.0	10.0	10.0	10.0
毛利率(%)	15.5	81.3	50.0	50.0	50.0
西王食品主营收入					
收入(百万)	1006.5	1202.9	2075.9	3141.9	3745.8
成本(百万)	642.0	974.7	1676.9	2531.1	2982.5
毛利(百万)	364.5	228.2	399.0	610.8	763.3
毛利率(%)	36.2	19.0	19.2	19.4	20.4

资料来源：东北证券

表 3：利润表预测

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1203	2076	3142	3746
营业成本	980	1677	2531	2983
营业税金及附加	2	3	5	6
营业费用	92	160	236	292
管理费用	20	71	110	131
财务费用	9	0	4	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	99	165	256	333
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	99	165	256	333
所得税	16	25	40	52
净利润	84	139	216	282
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	84	139	216	282
EBITDA	129	183	278	352
EPS(元)	0.67	1.11	1.72	2.24

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。