

证券研究报告

农林牧渔

强烈推荐 (首次)

证券分析师

王华

S1060511010015
0755-22621039
wanghua505@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

西王食品(000639)

战略清楚，战术合理的品牌行销者

- 目前公司大打玉米胚芽油健康概念，目的是从战略上做大做强玉米胚芽油行业。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。公司对玉米胚芽油的保健功能做了大力宣传，例如，举办玉米胚芽油的健康功效国际论坛；开展“粮油营养入省行”等。公司战略目的很清晰，通过健康概念，定位高端食用油，做大做强玉米胚芽油行业。
- 除此之外，“公司高管将公司塑造为行业第一品牌的雄心和迫切渴望”令人印象深刻。公司在行业内竞争策略为专注，专业，专精，做健康食用油的引领者，到十二五末，成为玉米胚芽油子行业第一品牌，从而最大程度分享此行业增长。调研中，“公司高管将公司塑造为行业第一品牌的雄心和迫切渴望”令人印象深刻。其战术主要表现为细分策略和引领定价策略。细分策略，西王玉米胚芽油为国内唯一获得无添加成分保健食品证书的玉米油产品，西王使用“天然健字号”区别竞争对手（中国玉米油，拥有品牌“长寿花”，目前为行业第一品牌）的“添加健字号”（中国玉米油也拥有保健食品批准证书，但其有添加物质）；引领定价策略为领先竞争对手提价或者降价，目前，西王引领提价策略已获成功，迫使竞争对手提价，我们认为引领提价策略的成功，是对玉米胚芽油成为高端食用油的一种肯定。
- 设备优势转化质量优势，有利于保障企业行业第一品牌战略。公司精炼、吹瓶和灌装设备均为国际一流厂商提供。精炼设备为瑞典阿法拉伐公司生产，吹瓶为法国西得乐公司生产，灌装为意大利原装进口。先进的设备可以使西王对压榨、精炼整个过程实施质量控制，打造了全国一流的小包装生产线。这在食品安全日益为公众重视的年代，在公司定位为高端食用油生产商的情况下，对公司打造玉米胚芽油行业第一品牌战略有着重要意义，其获得无添加成分保健食品证书与此亦有很大的关系。
- 小包装销量三季度放大几乎已成定局，四季度是传统旺季，今年完成 9.5 万吨应是大概率事件。公司 7、8 月份小包装销售量粗略估计分别为 0.7 万吨和 1.3 万吨左右，9 月预计肯定也在万吨以上，这样三季度公司小包装已完成上半年的销售量。截止 9 月末，估计西王食品能完成小包装销售量在 6.2 万吨以上，加上四季度销售应大于三季度，我们认为全年完成公司小包装全年销售目标 8-10 万吨已无大的问题，具体将接近目标任务上限，今年完成 9.5 万吨应是大概率事件。
- 十月提价战略预计已如箭在弦。中秋之后，是食用油行业传统的提价窗口期，由于到国庆中间有一段销售淡期，食用油企业往往会抓住这个机会提价，我们估计，经过中秋节销售旺季后，西王食品也应有计划提高出厂价格，提价幅度预计在 10% 左右，终端销售价格预计提价幅度也应在 10% 左右。
- 新项目上马，小包装战略全面实施，销售量和公司毛利将获得齐升，未来三年公司将进入高速成长期。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（全部以小包装销售，不再销售散油）。

从历史看，公司销售不成问题，基本上实现 100%产销率。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%，在完成由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%。销售量和毛利同时上升，公司将迎来其快速成长期。

- 预计 2011–2013 年 EPS 为 0.96、1.59 和 2.44 元/股，对应 9 月 29 日收盘价 32.65 元的动态 PE 分别为 35.6 倍、21.4 倍和 13.9 倍。基于产品的消费升级概念，产品品牌策略的有效性，以及未来公司快速确定的成长能力，首次给予西王食品“强烈推荐”评级，目标价格区间 38.4–47.7 元/股，对应 2011 年 40 倍 PE 和 2012 年 30 倍 PE。

- 风险提示：食用油行业的意外事件。

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,007	1,203	1,922	2,596	3,555
YoY(%)	847.2	19.5	59.8	35.0	37.0
净利润(百万元)	70	84	120	200	306
YoY(%)	10,358.5	19.4	43.2	66.4	53.4
毛利率(%)	14.9	18.6	20.6	23.6	24.2
净利率(%)	7.0	7.0	6.2	7.7	8.6
ROE(%)	56.3	10.4	13.0	17.8	21.4
EPS(摊薄/元)	0.18	0.67	0.96	1.59	2.44
P/E(倍)	176.9	49.0	35.6	21.4	13.9
P/B(倍)	99.5	5.1	4.6	3.8	3.0

西王食品收入拆分及盈利预测表

	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
平均售价（元/吨）	11,909.6	10,307.1	10,465.6	12,550.0	13,640.0	14,650.0
平均成本（元/吨）	10,617.0	7,234.6	7,605.4	9,180.0	9,840.0	10,630.0
销售数量（万吨）	0.44	1.79	4.65	9.5	14.5	20
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%
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）	9,606.4	6,783.8	7,443.0	8,950.0	9,050.0	9,190.0
平均成本（元/吨）	8,754.8	5,985.4	6,567.7	7,998.0	8,060.0	8,260.0
销售数量（万吨）	7.85	6.46	6.74	5	3	2
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%
玉米胚芽粕						
平均售价（元/吨）	1,173.6	1,161.4	1,350.0	1,380.0	1,420.0	1,460.0
平均成本（元/吨）	1,126.6	1,117.8	1,274.0	1,324.8	1,363.2	1,401.6
销售数量（万吨）	10.96	11.24	14	18.56	22.4	28.16
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%
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）	1184.4	1006.5	1202.9	1922.4	2595.9	3555.4
增长率（YOY）		-15.02%	19.51%	59.81%	35.03%	36.96%
毛利（百万元）	118.4	150.6	223.4	395.2	611.9	858.9
增长率（YOY）		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：平安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
流动资产	111	491	566	748					
现金	26	160	165	170					
应收账款	47	69	106	145					
其他应收款	0	6	7	10					
预付账款	16	78	90	131					
存货	21	176	196	289					
其他流动资产	0	1	1	2					
非流动资产	76	409	789	871					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	72	298	420	458					
无形资产	1	107	215	332					
其他非流动资产	2	3	155	80					
资产总计	187	900	1355	1618					
流动负债	50	96	431	495					
短期借款	25	20	344	370					
应付账款	14	36	46	64					
其他流动负债	10	40	42	61					
非流动负债	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	50	96	431	495					
少数股东权益	13	0	0	0					
股本	73	380	380	380					
资本公积	11	237	237	237					
留存收益	40	187	306	506					
归属母公司股东权	125	804	924	1123					
负债和股东权益	187	900	1355	1618					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
经营活动现金流	42	45	101	121					
净利润	70	84	120	200					
折旧摊销	6	20	33	42					
财务费用	5	9	8	21					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	32	-68	-60	-141					
其他经营现金流	-72	1	-0	1					
投资活动现金流	-0	239	-412	-122					
资本支出	0	27	300	0					
长期投资	0	130	0	0					
其他投资现金流	0	397	-112	-122					
筹资活动现金流	-79	-428	316	6					
短期借款	-73	-5	324	27					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	307	0	0					
资本公积增加	0	226	0	0					
其他筹资现金流	-6	-956	-8	-21					
现金净增加额	-37	-144	5	5					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
营业收入	1007	1203	1922	2596					
营业成本	856	980	1527	1984					
营业税金及附加	3	2	4	5					
营业费用	46	92	159	223					
管理费用	13	20	86	126					
财务费用	5	9	8	21					
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	83	99	142	237					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	83	99	142	237					
所得税	12	16	22	37					
净利润	70	84	120	200					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	70	84	120	200					
EBITDA	94	129	183	299					
EPS (元)	0.96	0.67	0.96	1.59					

主要财务比率				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	847.2%	19.5%	59.8%	35.0%
营业利润	2470.7%	20.5%	42.8%	66.5%
归属于母公司净利润	10358.5%	19.4%	43.2%	66.4%
获利能力				
毛利率(%)	14.9%	18.6%	20.6%	23.6%
净利率(%)	7.0%	7.0%	6.2%	7.7%
ROE(%)	56.3%	10.4%	13.0%	17.8%
ROIC(%)	49.8%	11.1%	10.0%	14.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	26.6%	10.6%	31.8%	30.6%
净负债比率(%)	50.39%	20.88%	79.76%	74.88%
流动比率	2.24	5.12	1.31	1.51
速动比率	1.81	3.28	0.86	0.93
营运能力				
总资产周转率	4.50	2.21	1.71	1.75
应收账款周转率	16	20	22	20
应付账款周转率	59.92	39.05	37.52	36.27
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.67	0.96	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.36	0.80	0.96
每股净资产(最新摊薄)	0.33	6.40	7.36	8.95
估值比率				
P/E	176.92	48.95	35.59	21.39
P/B	99.54	5.10	4.62	3.80
EV/EBITDA	45	33	23	14

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257