

西王食品(000639)

研究员: 裴雷 执业证书编号: S0570200010031

☎ 025-51863275 ✉ peilei_work@126.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/2603

玉米油龙头 产能渠道配合增长

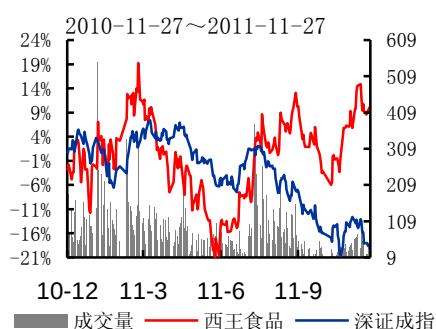
投资评级: 推荐(首次评级)

农产品加工 II

当前价格(元): 37.08

目标价格(元): 43.50

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 西王食品(000639)是产业链一体化的玉米油龙头。公司“西王”牌小包装玉米油经过 09、10 两年的快速发展,积累了一定的品牌价值和影响力,销量从 2008 年的 0.44 万吨提高到 2010 年的 4.57 万吨,市场份额跃居行业第二。预计 2011 年小包装玉米油销量达到 9 万吨,较 2010 年增长 94.81%。

◆ 公司新项目进展顺利,明年上半年将投入生产。届时公司小包装产能翻番至 30 万吨,同时也是竞争对手的 2 倍,精炼能力也将赶超竞争对手。

◆ 2010 年公司成立北京营销中心,在山东等 5 省 1 市铺建成熟销售网络的基础上,选定天津、安徽、河北、河南、江西和四川作为重点开发。目前来看新进入市场增速均在 100%-150%之间。公司今年实现了网点的全国覆盖。我们认为通过精耕,2012 年重点市场的增长潜力依然巨大,同时通过复制成功的模式,新市场表现也值得期待。

◆ 2005-2010 年间,我国食用油消费结构中玉米油占比从 0.2%增长到 2.1%,小品种食用油中玉米油迅速崛起。根据我们估算小包装玉米油未来的增长空间有 3-4 倍,预计到 2015 年玉米油在食用植物油消费中的占比将提高到 3.4%。

◆ 预测 2011-2012 年的每股收益分别为 0.97、1.45、1.95 元/股。参考申万二级农产品加工子行业的平均估值水平并考虑公司的成长性,给予公司 2012 年 30 倍的市盈率,对应股价为 43.5 元。暂给予“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	12554.86
流通 A 股(万)	5762.95
52 周内股价区间(元)	26.0-41.0
总市值(亿)	46.55
总资产(亿)	12.20
每股净资产(元)	7.14

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	12.03	19.55	27.44	34.63
+/-%	20.5	62.5	40.4	26.2
净利润(百万)	83.73	122	183	245
+/-%	19.4	45.1	50.2	33.9
EPS(元)	0.67	0.97	1.45	1.95
P/E	55.34	38.22	25.57	19

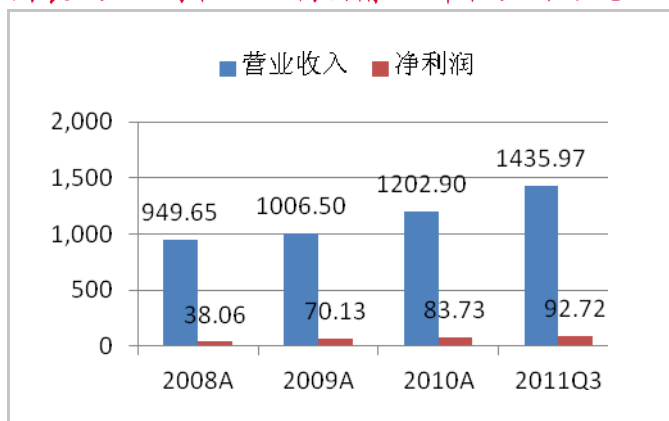
一、公司基本情况

1.1 公司简介

西王食品（000639）系西王集团通过对原上市公司金德发展进行重大资产重组，购买原上市公司资产负债并由原上市公司向西王集团发行股票购买旗下玉米油相关资产形成的上市公司。2011 年 1 月 31 日正式更名为“西王食品股份有限公司”。公司主营业务变更为食品加工制造，主要生产销售食用植物油（玉米油）及衍生产品。主导产品为小包装玉米油、散装玉米油。截止 2011 年三季度，公司总资产 12.20 亿元，2010 年销售收入 12.03 亿元。

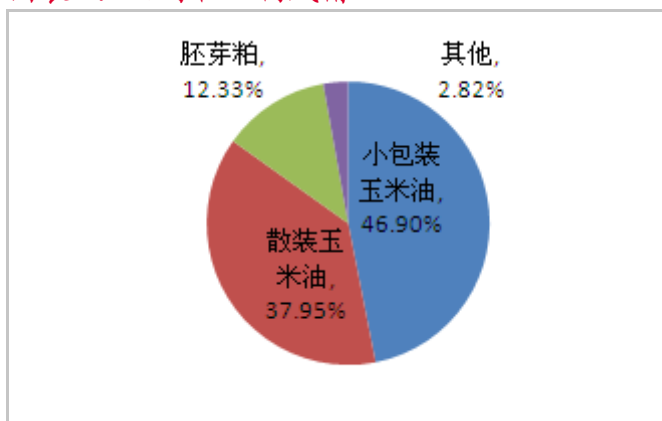
公司成立于 2007 年。2009 年以来，因国家产业政策导向以及出口退税政策发生变化，公司的散装玉米油和小包装玉米油转为主要面向国内市场。其中，公司“西王”牌小包装玉米油经过 09、10 两年的快速发展，积累了一定的品牌价值和影响力，销量从 2008 年的 0.44 万吨提高到 2010 年的 4.57 万吨。根据 AC 尼尔森的调查，公司小包装玉米油已经占据细分市场 20% 的份额，我们根据 2010 年销售数据测算结果相符。

图表 1：公司收入及利润情况 单位：百万元



资料来源：公司公告

图表 2：公司收入构成情况



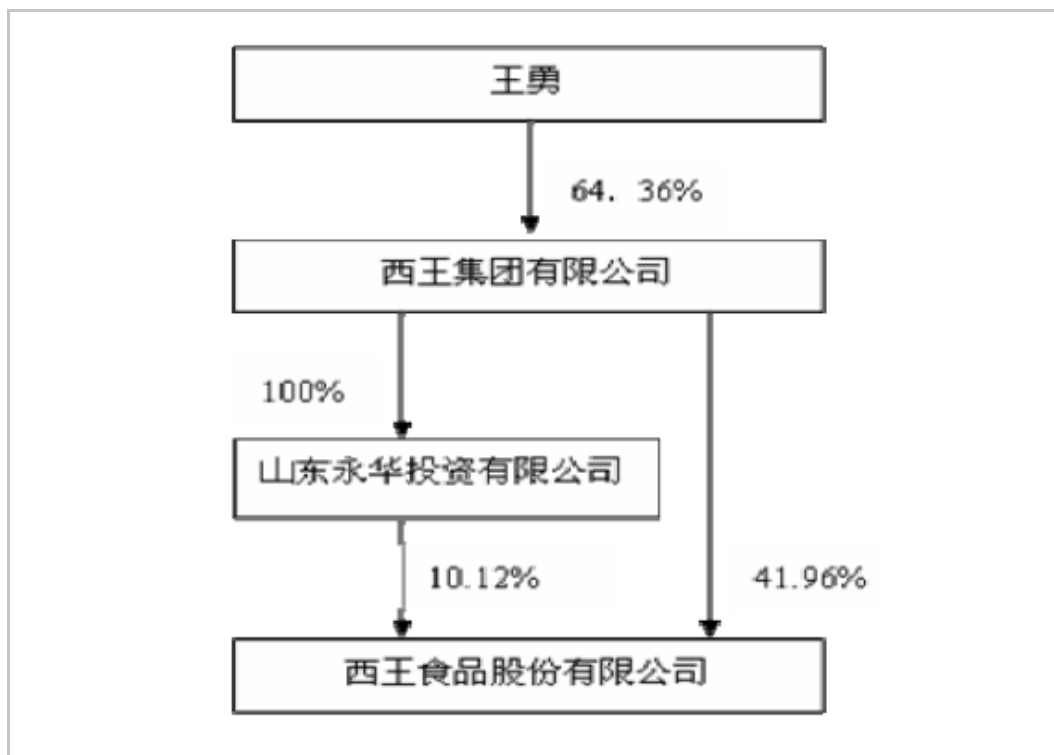
资料来源：公司公告

公司近两年销售收入持续增长。从收入构成来看，2011 年中报显示公司小包装玉米油及散装玉米油为主要产品，分占上半年销售收入的 46.9%、37.95%，其次为副产品胚芽粕，占 12.33%。

1.2 公司控股股东为西王集团

公司股权集中度高，控股股东为西王集团，合计持有公司 52.08% 的股权。西王集团是以玉米深加工、油脂加工和钢铁为主业，投资涉及置业、酒水、物流、热电等多个行业领域的全国大型工业企业集团，总资产及销售收入均过百亿，2011 年中国企业 500 强 384 位、中国制造业 500 强 207 位，控股西王糖业和西王食品两家上市公司。公司实际控制人王勇，现任西王集团董事长。

图表 3: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系

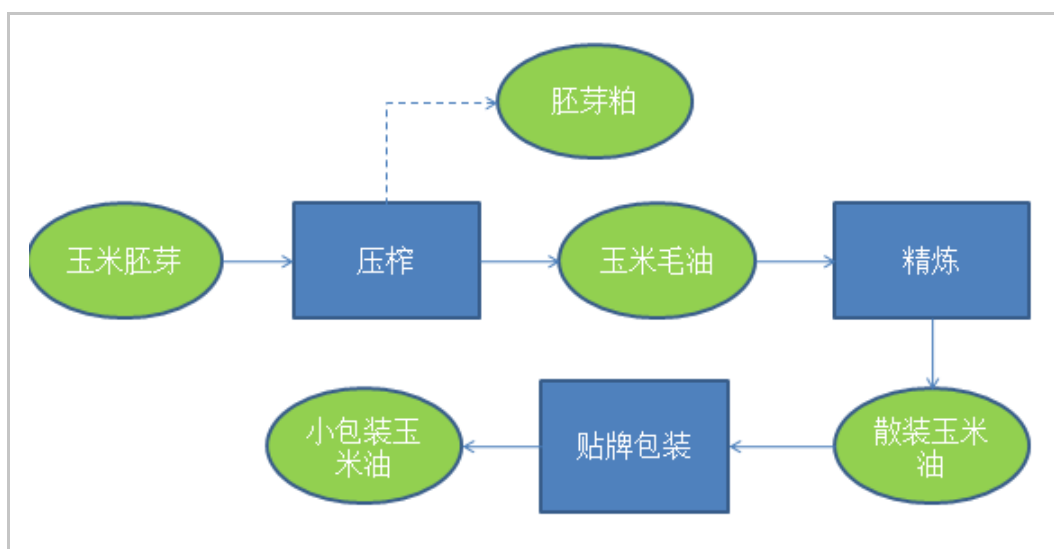


资料来源: 公司公告

1.3 公司是产业链一体化的玉米油龙头

玉米油又称玉米胚芽油，是以玉米胚芽为原料经过压榨等一系列工艺制成的食用植物油，其生产过程如下图：

图表 4: 玉米油生产流程



资料来源: 公司公告 华泰证券

玉米胚芽是玉米深加工的副产品，主要来自与淀粉、淀粉糖生产相关的玉米深加工企业。玉米胚芽的用途有限，除生产饲料外一般仅用于生产玉米油，其中加工成玉米油最为经济。玉米胚芽经过压榨得到玉米毛油及副产品胚芽粕，胚芽粕可用作饲料。玉米毛油经过脱杂、脱胶、脱酸、脱蜡、脱色等工艺得到品质更好的精炼油，其中散装玉米油主要供应贴牌商，小包装玉米油为品牌玉米油，进入消费领域。

公司是国内少有的从玉米胚芽压榨到小包装玉米油生产一条龙的玉米油企业，具有年压榨 36 万吨玉米胚芽的产能，在国内居首。按照 42% 的出油率能够自产 15 万吨玉米毛油。玉米油加工一条龙既有利于公司毛油供应稳定和成本控制，也有利于各个环节保持一致的质量控制标准，显著优化最终产品的品质，从而有机会获得高于同类产品的品质溢价，成为高端产品。

1.4 原料优势明显

首先，从地理位置来看，公司位于山东省，是玉米主产省，也是玉米淀粉及淀粉糖深加工产能集中布局的区域。根据 2007 年发改委《关于促进玉米深加工健康发展的指导意见》的规划，十一五期间，淀粉加工的区域布局以山东、吉林、河北、辽宁四省为主，淀粉糖以山东、河北、吉林为主。玉米深加工区域布局的历史条件使得地处山东的公司具有玉米胚芽原料供应的优势。

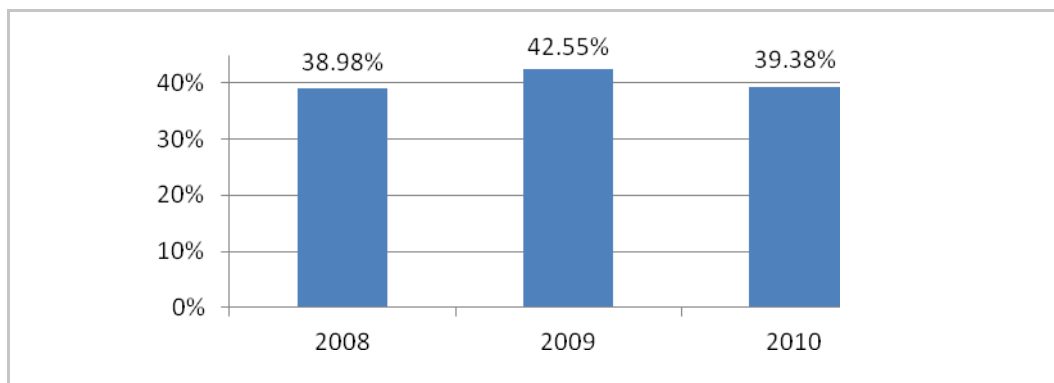
图表 5：玉米深加工工业区域布局结构调整方向

行业	区域布局
淀粉	以山东、吉林、河北、辽宁等 4 省为主，重点是用于造纸、纺织、建筑和化工等行业需要的高附加值的特种变性淀粉，稳定以玉米为原料的普通淀粉生产。
淀粉糖	以山东、河北、吉林为主，重点是作为食糖补充的固体淀粉糖，以及用作食品配料的多元醇（糖醇）。
发酵制品	以山东、安徽、江苏、浙江等省为主，重点是进口替代的食品和医药行业需要的小品种氨基酸和其他新的发酵制品，不再新建或扩建柠檬酸、味精、赖氨酸、酒精等项目。
多元醇	以吉林、安徽现有企业和规模进行试点，不再新建或改扩建其它化工醇项目，并结合国内玉米供需状况稳定发展。
燃料乙醇	以黑龙江、吉林、安徽、河南等省现有企业和规模为主，按照国家车用燃料乙醇“十一五”发展规划的要求，不再建设新的以玉米为主要原料的燃料乙醇项目。

资料来源：华泰证券

其次，背靠西王集团，其本身经营玉米深加工业务直接为公司提供玉米胚芽原料。西王集团目前共拥有 240 万吨玉米深加工能力，按照 7% 的玉米出胚率，则理论上可以为公司提供约 16.8 万吨胚芽，占公司目前胚芽加工量 36 万吨的 47%，实际供应量在公司压榨量的 30%-40%。

图表 6: 关联方采购占比情况



资料来源: 公司公告

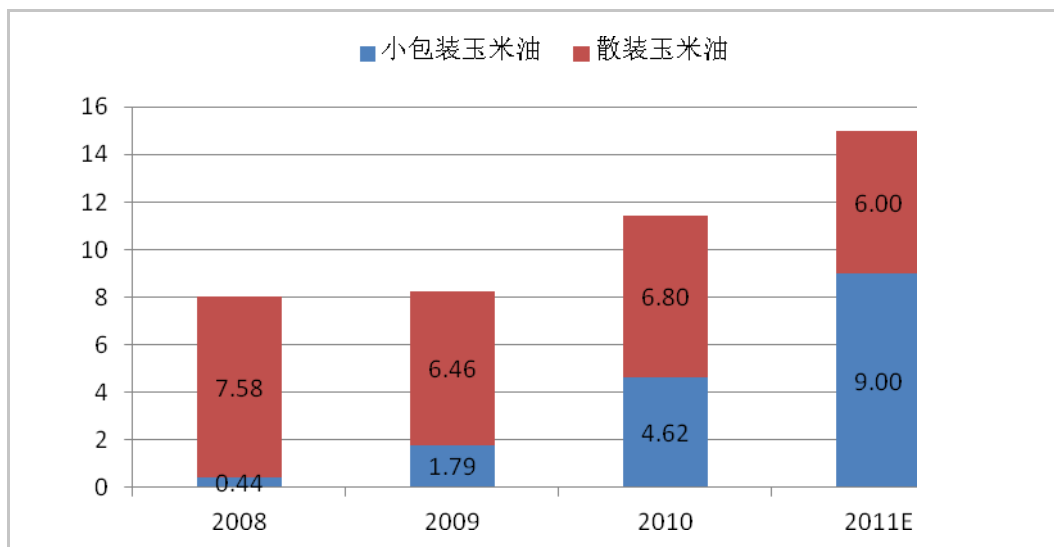
1.5 “十二五”打造小包装玉米油第一品牌

公司专注玉米油领域, 力争打造出金龙鱼、中粮多元化发展和鲁花、西王专一品类发展的中国食用油行业“两大模式、四大品牌”的格局。近两年公司小包装玉米油增长迅速, 公司规划“十二五”期间打造小包装玉米油第一品牌, 成为玉米油领域的“鲁花”。

◆ 产品结构调整, 向下游小包装转移

公司 2008 年以前主要生产销售散装玉米油, 客户包括中粮、金龙鱼等贴牌商。2009 年以来公司调整产品结构, 小包装玉米油销量快速增长, 特别是 2010 年公司小包装产品邀请张国立、邓婕夫妇代言, 在央视等媒体高调亮相, 并通过各种活动强调产品的健康诉求, 得到了消费者的认可。同期公司小包装产品销量同比增长 158%, 小包装产品销量跃居行业第二, 仅次于金龙鱼。预计 2011 年小包装玉米油销量达到 9 万吨, 较 2010 年增长 94.81%。

图表 7: 公司玉米油产品销量结构 单位: 万吨



资料来源: 公司公告

◆ 2012 年新生产线投产，小包装产能翻倍

公司目前下设油脂厂三家，均座落于西王集团第一工业园。油脂厂生产线的主要生产原料为玉米胚芽，产品为玉米毛油，副产品为玉米粕。三家油脂厂的年加工玉米胚芽能力分别为 10.8 万吨、12.6 万吨和 12.6 万吨。其中油脂三厂于 2010 年 1 月建成，2010 年 3 月正式投产。合计年玉米胚芽加工量 36 万吨，约产毛油 15 万吨，胚芽粕 18 万吨。

下设精炼一厂和精炼二厂，均座落于西王集团第二工业园。精炼厂生产线的主要原材料为玉米毛油，产品为玉米精炼油。精炼一厂和精炼二厂的产能均为年产玉米精炼油 10.08 万吨，合计产能为年产玉米油 20.16 万吨。工艺和主要设备自瑞典引进。

下设小包装厂，座落于西王集团第二工业园。目前小包装能力为年产 15 万吨。小包装厂生产线技术水平先进，其吹瓶生产线自法国西得乐公司引进，灌装生产线自意大利 TECH—ITAL 公司引进。

公司目前在建新项目为 10 万吨毛油储存罐，10 万吨精炼油，15 万吨小包装生产线。目前项目进展顺利，10 万吨毛油储存罐已有 6 万吨可以使用，明年一季度生产线将进行设备调试，上半年将投入生产。

图表 8：公司及主要竞争对手产能变动情况

	2010	2011	2012
压榨能力（万吨/年）			
西王食品	36	36	36
中国玉米油	10	30	30
精炼能力（万吨/年）			
西王食品	20.16	20.16	30
中国玉米油	28.2	28.2	28.2
小包装（万吨/年）			
西王食品	15	15	30
中国玉米油	5	15	15

资料来源：华泰证券

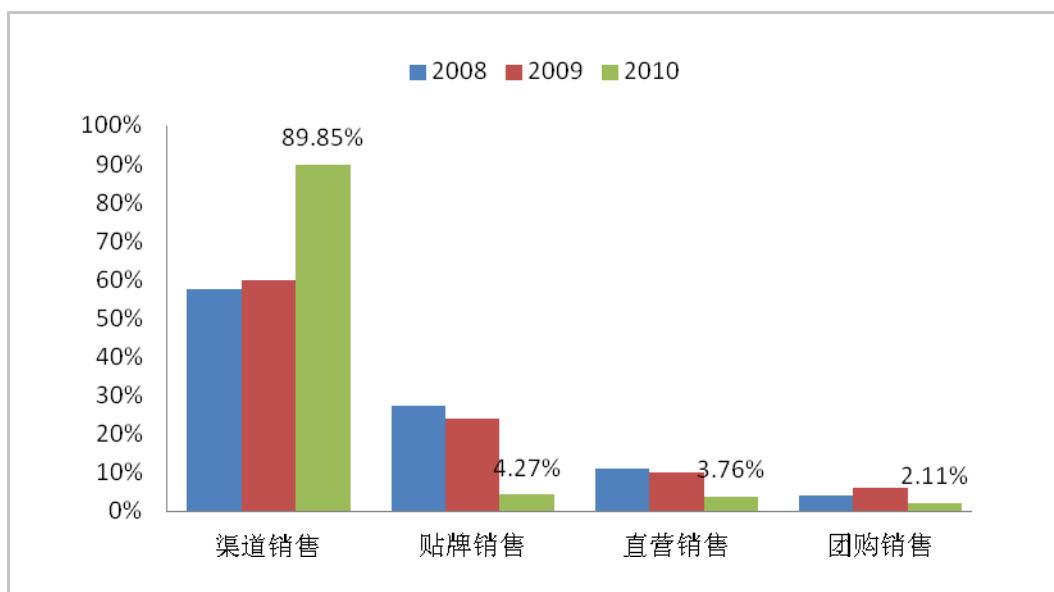
与竞争对手中国玉米油（小包装产品为“长寿花”系列）相比，可以看出中国玉米油 11、12 年产能扩张的重心在前端即玉米胚芽压榨能力，主要是在辽宁、内蒙古分别新增年加工 10 万吨胚芽的压榨产能，同时 11 年小包装产能提高 10 万吨至 15 万吨。而公司的重心在后端即精炼及小包装能力的提高。以目前公布的产能扩张计划来看，到 2012 年公司小包装产能翻番至 30 万吨，同时也是竞争对手的 2 倍，精炼能力也将赶超竞争对手。

我们认为十二五期间特别是 2012-2014 年是小包装玉米油市场高速成长的黄金时期，而西王与竞争对手相比在 2012 年发力的基础更坚实。这也是公司目前最大的竞争优势。

◆ 渠道建设效果显著，明年继续发力

公司小包装产品销售主要采取经销商模式，公司选择经销商时注意控制级别，一般是市及一下级别的经销商，使得公司具有较高的谈判能力和控制力。截至 2010 年底公司玉米油销售中渠道（经销商）销售占比约 90%。经销商销售占比的提高也反映了公司产品结构中小包装产品占比的提高。

图表 9：公司玉米油销售方式



资料来源：公司公告

为配合公司小包装产品的全国布局，2010 年公司成立北京营销中心，同时提出“6+6”的重点区域市场。在山东、江苏、浙江、湖南、湖北及重庆 5 省 1 市铺建成熟销售网络的基础上，选定天津、安徽、河北、河南、江西和四川作为重点开发。从今年前三个季度来看，山东市场小包装销量占比 30%，同比增速在 110%-120%。其他重点市场中江苏、浙江市场增速在 150%左右，天津市场增速达 200%。而包括 2010 年下半年新进入的湖南、河南、河北和江西（含福建）四个市场在内的其他市场增速也在 100%-150%之间。

网点方面，山东市场年初终端网点只有 1 万个，三季度增加到 2 万个；全国的销售点从年初的 2 万个，增加到 4 万个，预期全年将增加到 5 万个。今年网点初步实现全国覆盖。

公司计划 2012 年在继续巩固加强原有重点市场的同时，继续开拓广东等潜力市场。销售网点方面明年将增长的重心从量的增长转向质的增长，即单店销量的提升转变。公司计划终端网点的增长在 20%左右，但单店销量增加 50%。从公司进入最早，销售占比最高的山东来看，今年仍然实现了 110%-120%的增长，我们认为通过精耕，2012 年重点市场的增长潜力依然巨大，同时通过复制成功的模式，新市场表现也可以期待。但同时随着竞争对手小包装产能的释放，2012 年小包装玉米油市场竞争将更加激烈，对公司提出了新的挑战。

◆ 两大研究院及两大基地落户，未来或加快新产品推出

今年 7 月“玉米胚芽油的健康功效国际论坛”在西王集团举办，这也是业内唯一最高端最专业最大规模的行业峰会。会上，中国营养学会西王玉米（胚芽）油研究院、中国营养学会西王玉米营养科学研究院、

国家公众营养改善项目玉米（胚芽）研发生产基地、中国粮油学会粮油营养分会玉米（胚芽）油研究基地先后宣告落户西王集团。两大研究院与两大基地的成立，无疑将提高公司的研发实力，预计未来将加快新产品的推出。

新产品方面，公司已经在 2010 年下半年推出了高端产品西王鲜胚玉米油。所谓鲜胚玉米油，与一般精炼玉米油的区别主要在原料玉米胚芽的新鲜程度。一般玉米胚芽的保存时间在 1 年左右，而随着保存时间的延长，会造成营养物质的分解损失。公司鲜胚玉米油的原料新鲜胚芽主要来自西王集团玉米深加工企业，在对玉米颗脱胚以后通过专用管道直接输送到公司，全程通过氮气防止氧化，生产出的鲜胚玉米油营养更丰富，保质期更长。鲜胚油毛利率 34%，高于小包装玉米油的 25%。

2010 年鲜胚油销售 400-500 吨，终端零售价在 130-140 元/5L，由于量比较少，主要走团购渠道。今年前三季度销量已经超过 2000 吨，公司估计全年销售 3000 吨。而根据目前西王集团玉米深加工产能估算鲜胚油的理论产量在 5 万吨左右，相当于压榨及精炼产能的 1/6。公司将在合适的时机推向经销商渠道，或成为未来业绩增长的一个亮点。

◆ 产品诉求明确，做大玉米健康油的蛋糕

公司品牌诉求清晰，结合玉米油营养特点及消费者越来越重视健康饮食的趋势，打出“专注心脑血管健康”的广告语，并将改善血脂等功效在广告中清晰展示，以具体的功能诉求满足目标消费群体。

2010 年公司邀请张国立、邓婕夫妇代言，之后又联合中国红十字基金会开展“关注心脑血管健康”的活动。今年 5 月，西王又开启“健康用油年”活动，以转变消费者对健康油的观念，了解更多的食用油健康常识，做到科学用油、健康用油。活动覆盖北京、山东、浙江、江苏、湖北、重庆等六省一百多个城市。在上述营销活动的基础上，公司今年 7 月在“玉米胚芽油的健康功效国际论坛”上正式启动“玉米胚芽油入省行”活动，在让利消费者的同时，继续加强消费者对玉米油健康功效的关注和认知。

近两年玉米油市场的快速成长离不开公司的营销努力。除了通过营销活动提升消费者对玉米油是健康油的认识、做大小包装玉米油市场这块蛋糕外，公司亦致力于提高产品的健康属性，并与同类产品区分开来。西王玉米油已经获得了由国家食品药品监督管理局颁发的国产保健食品批准证书，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玉米油。西王玉米油还得到国家发改委公众营养与发展中心的认可，成为国内首家荣获“营养健康倡导产品”标识的玉米油品牌。这都为公司下一步的品牌升级提供了硬件条件。

二、行业发展机遇分析

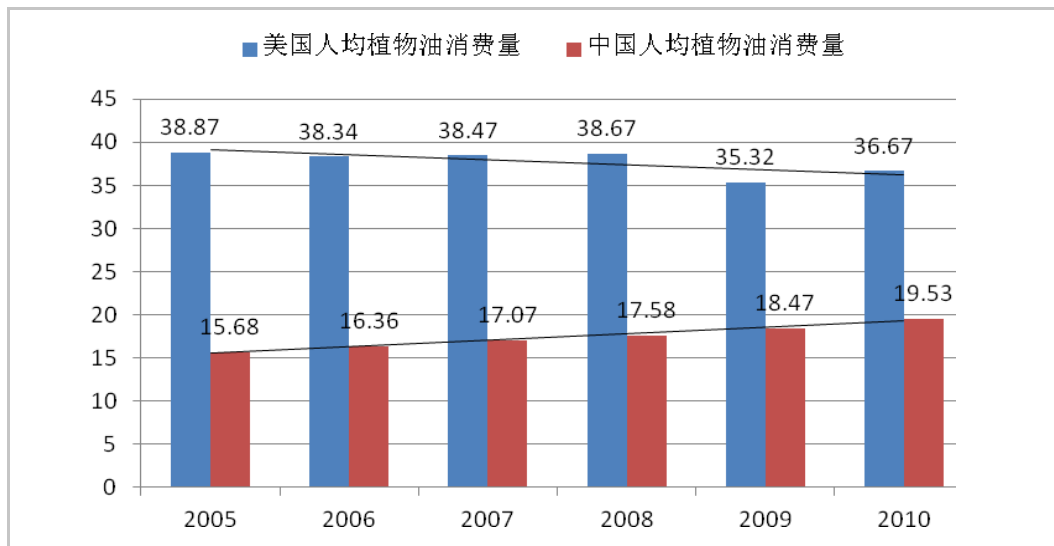
2.1 未来十年食用油消费需求保持刚性增长

专家预测，未来十年食用油消费需求将保持刚性增长。2010 年度，我国食用油人均消费 19.53 千克。到 2020 年，人均消费为 25 千克，按人口 14.1 亿测算，中国食用油消费将达 3525 万吨。

2005-2010 年间，美国人均植物油消费呈稳中下降的趋势，而我国人均植物油消费保持稳定增长，从 2005 年的 15.68 千克/人，提高到 2010 年的 19.53 千克/人。尽管如此，我国人均植物油消费量与美国仍有很大差

距。未来随着人均收入水平的提高、以及城市化效应带来的城市人口增长，预计我国人均植物油消费水平将保持增长。

图表 10: 中美人均植物油消费量对比 单位: 千克/人

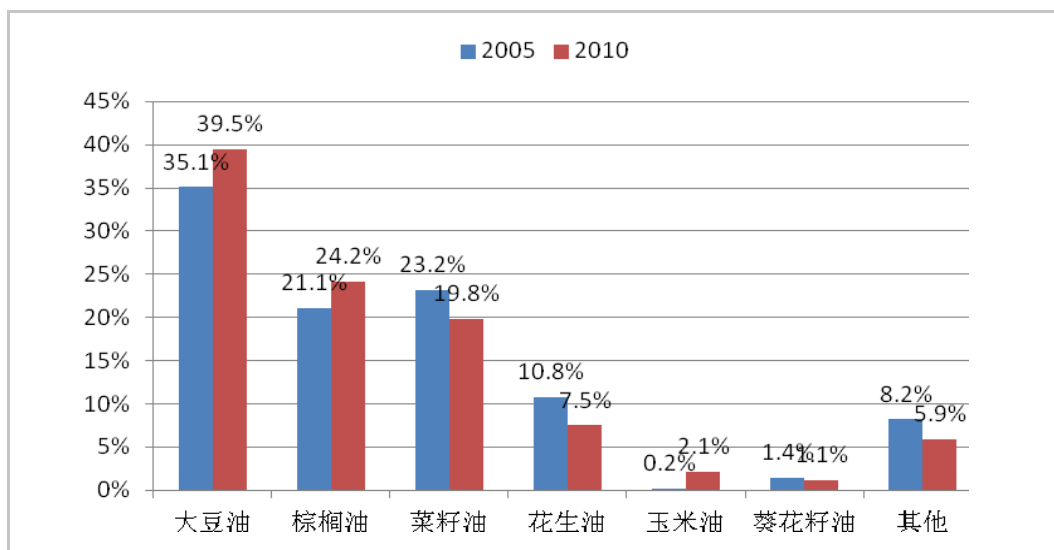


资料来源: 华泰证券

2.2 玉米油迅速崛起

我国玉米油生产始于 1998 年，至 2004 年以前主要以毛油的形式出口国外，企业生产规模小，产量低。“十五”期间随着玉米深加工的快速发展，精炼玉米油开始起步。特别是 2008 年财政部、国家税务总局发布《关于取消部分植物油出口退税的通知》，取消了 36 个税号的植物油出口退税，鼓励食用油生产企业内销，玉米油亦在其列，这大大促进了国内玉米油的发展，多个品牌的小包装产品开始涌现。

图表 11: 我国食用油消费结构



资料来源: 公司公告

数据显示，2005-2010 年间，我国食用油消费结构中玉米油占比从 0.2% 增长到 2.1%，而同期花生油由 10.8% 下降到 7.5%，葵花籽油由 1.4% 下降到 1.1%，小品种食用油中玉米油迅速崛起。目前大豆油、棕榈油、菜籽油仍然是主要油种，2010 年三者合计占比超过 80%。

2.3 玉米油具有优良的健康属性

成分健康。玉米油中含有 86% 的不饱和脂肪酸，其中亚油酸约占 55%，油酸约 30%，还含有丰富的维生素 E、植物甾醇等营养成分，对预防心脑血管疾病的综合效果好。而且玉米油还不含胆固醇，略带玉米清香，不易产生油腻感，故被称为“健康油”、“长寿油”，世界卫生组织（WHO）第 113 届会议上将玉米油推选为最佳食用油。

亚油酸是人体自身不能合成的必需的脂肪酸，它是构成人体细胞膜的重要成分，且可与胆固醇结合从而达到降低血清中的胆固醇，降血脂，软化血管，预防和改善动脉粥样硬化等目的。实验证明，连续 4~5 个月食用玉米油，血液中胆固醇含量降低 16%，可以达到连续一年用药物降血脂的水平，对高血脂起到釜底抽薪的作用。亚油酸还对新生婴儿的发育和伤口愈合有重要作用，是孩子身体快速成长所需要的重要营养物质。

维生素 E 具有抗氧化的作用且具有加速细胞分裂，防止细胞衰老的功效。另外，维生素 E 还有抑制过氧化脂质沉淀在血管上形成血栓的作用，故可预防动脉粥样硬化。

植物甾醇通过抑制肠道对胆固醇的吸收、促进胆固醇降解代谢、在肝脏内抑制胆固醇合成是三种方式，显著降低胆固醇。对冠心病、动脉粥样硬化等有显著的预防和治疗效果，还可作为胆结石形成的阻止剂。

图表 12：主要食用油营养特点比较

	营养特点	缺点	适宜人群
大豆油	不饱和脂肪酸 80% 左右，脂肪酸构成与人体需要比例接近，吸收率较高。	热稳定性差，易氧化变质。不宜长时间高温烹炸食物。	有心脑血管系统疾病或隐患的人群。学生、中老年人。
菜籽油	不饱和脂肪酸 90% 以上，有利于胆功能	富含芥酸，如果长期食用容易引发血管壁增厚和心肌脂肪沉积。	胆或胆管病患者，胃肠消化吸收不佳的人群
葵花籽油	不饱和脂肪酸高达 90%，其中亚油酸含量高达 60%-70%，具有“亚油酸王”的称号。	含有抑制男性睾丸功能的成分，故不适宜想要生育的男性；不适合肝功能不佳的人	有心脑血管系统疾病或隐患的人群，失眠症患者，经常饮酒的人士
花生油	富含叶酸；锌的含量是豆油的 7 倍，菜籽油的 16 倍。	饱和脂肪酸相对价高，降低胆固醇的作用不是很理想。不适合胆固醇高的人	有心脑血管系统疾病或隐患的人群，糖尿病患者，青少年及脑力劳动者，需要预防老年痴呆的中老年人。
玉米油	不饱和脂肪酸 85% 以上，其中亚油酸 55% 以上。富含维生素 E 和植物甾醇。		有心脑血管系统疾病或隐患的人群，老年人、女性。
茶油	不饱和脂肪酸 90% 以上，其中		有心脑血管系统疾病或隐患

	单不饱和脂肪酸 79%以上, 高于橄榄油。		的人群, 胆固醇高的人, 糖尿病患者
橄榄油	单不饱和脂肪酸 74%, 富含抑制肿瘤细胞生长的物质, 高温不容易分解, 适合高温烹调		有心脑血管系统疾病或隐患的人群, 糖尿病患者, 孕期及哺乳期女性, 婴儿。

资料来源: 华泰证券

工艺健康。油脂的制取工艺主要包括压榨法和浸出法。压榨法从工艺的角度更加健康, 但主要适用于含油率较高的油料作物。玉米胚芽含油率较高, 故玉米油一般采用压榨法。

图表 13: 压榨法与浸出法对比

	生产工艺	出油率	安全性	油品分类 (一般情况)
压榨工艺	靠物理压力将油质从原料中分离出来, 保留了原汁原味及营养成分	低	安全, 天然, 无污染	玉米油, 橄榄油
浸出工艺	用化学溶剂对原料浸泡, 使油脂溶于化学溶剂再分离提取。	高	生产过程中有溶剂油残留不利于健康	色拉油, 大豆油

资料来源: 华泰证券

原料健康。我国是玉米生产大国, 为玉米油生产提供了优质的原料, 玉米油由非转基因玉米制成。

综合来看, 玉米油与花生油相比具有更高的不饱和脂肪酸含量, 与大豆油相比具有非转基因的优势, 与橄榄油和茶油相比具有性价比的优势, 是发展前景较好的中高端食用油品种。

2.4 行业竞争格局

根据行业中企业的市场影响力及介入玉米油产业链的环节不同, 大体可以分为三个层次:

1、益海嘉里 (“金龙鱼” 品牌)、中粮 (“福临门” 品牌) 等综合型粮油商, 由于存在品牌优势, 在全国市场具有较强的市场影响力。这些综合型粮商玉米压榨产能一般较小, 主要是向玉米油生产商购入毛油或精炼油, 经过自有精炼厂和包装厂精炼、灌装后贴牌出售。

2、西王食品、三星油脂 (中国玉米油) 等玉米油生产商, 本身拥有较强的压榨、精炼实力, 在其所在省份 (山东) 及所在省份以外的其他部分省份具有较强的市场影响力。

3、部分中小品牌商向玉米油生产商购入精炼油, 自行灌装后贴牌出售, 并在局部区域占据一定的市场份额; 部分中小玉米油生产商, 将其精炼油产品灌装后以自有品牌出售, 并在局部区域占据一定的市场份额。

公司的小包装产品 “西王” 牌玉米胚芽油的主要竞争对手包括益海嘉里的 “金龙鱼”、中粮的 “福临门” 及三星油脂的 “长寿花”。2010 年, 上述四个品牌占据小包装品牌玉米油的市场份额我们估算在 70% 以上, 市场集中度较高。

图表 14: 公司及主要竞争对手比较

品牌	原料来源	精炼能力	2010 年小包装销量	2011 年上半年小包装销量
西王	30%以上玉米胚芽自给, 自行压榨、精炼; 未来外购毛油	20 万吨 (12 年增至 30 万吨)	4.6 万吨	3.2 万吨
金龙鱼	外购毛油, 自行精炼	10 万吨	7.5 万吨	约 4 万吨
福临门	小部分玉米胚芽自给, 自行压榨、精炼	8 万吨	2.4 万吨	约 1.8 万吨
长寿花	外购胚芽, 自行压榨、精炼; 不足部分外购毛油	28 万吨	3.6 万吨	3 万吨

资料来源: 华泰证券

2.5 “十二五”小包装玉米油将保持快速增长

联合国粮农组织数据显示, 中国食用玉米油产量 2003 -2007 年复合增长率为 43%, 同期国内食用植物油产量复合增长率为 9.3%。伴随着玉米油产量的增长以及人们对玉米油认识的提高, 近两年小包装玉米油的消费量也呈现出快速增长, 这从西王、中国玉米油公司的小包装产品的销量增长情况也可见一斑。

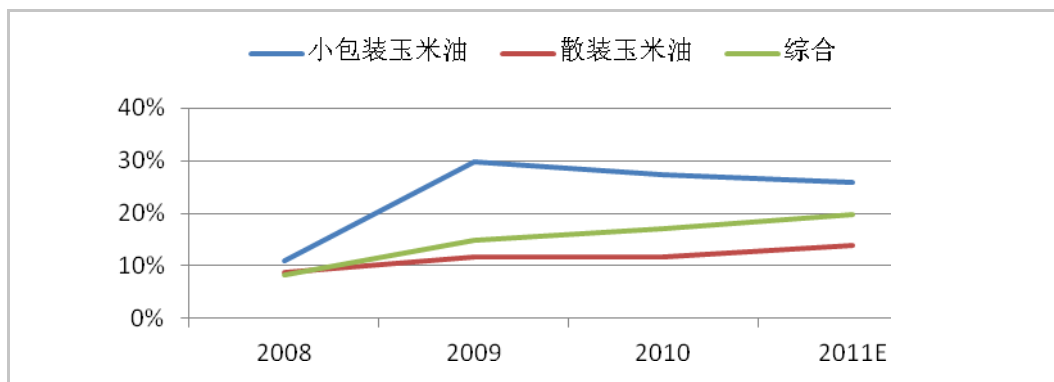
我国是玉米生产大国, 2008-2010 年玉米产量在 1.6 亿吨左右。由于国家限制了玉米深加工的玉米使用量, 要求用于深加工的玉米不得超过当年玉米总产量的 26%, 则用于深加工的玉米在 4000 万吨左右, 故年胚芽供给量在 280 万吨, 根据 42% 的出油率可得毛油 118 万吨, 对应精炼油 105 万吨。2010 年我国玉米油总产量在 50 余万吨, 则仍有 1 倍的增长空间。同时, 2010 年小包装玉米油产量估计不足 30 万吨, 则小包装产品未来的增长空间有 3-4 倍, 预计到 2015 年玉米油在食用植物油消费中的占比将提高到 3.4%。

结合当前玉米油消费增长趋势及主要玉米油生产商 (西王、中国玉米油) 的产能扩张情况, 我们认为 2012-2014 年将是玉米油特别是小包装玉米油放量增长的时期。考虑到玉米胚芽原料的限制及压榨产能对毛油的控制作用, 西王这样的生产商在原料控制上具有一定优势 (事实上 2010 年以来公司减少了对“金龙鱼”、“福临门”供应散装玉米油)。同时, 通过专一的产品定位和营销努力已经获得了一定的品牌认知度, 将有机会实现高于行业平均水平的增长。

三、公司经营状况分析

◆ 小包装占比提高带动综合毛利率提高

图表 15: 公司主营业务毛利率变动情况 单位: %



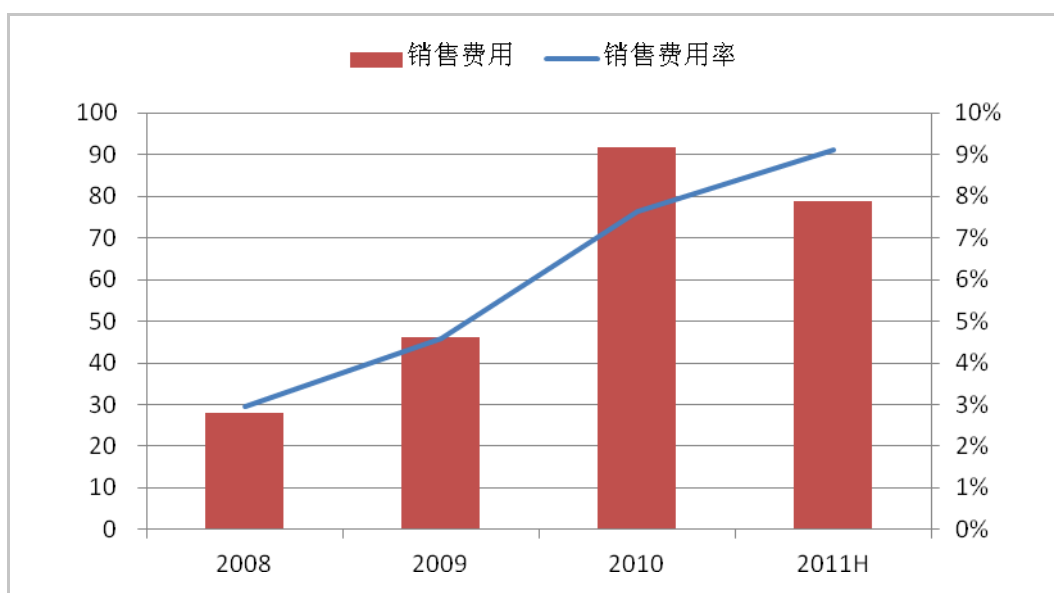
资料来源: 公司公告、华泰证券

公司年报数据显示, 08-10 年公司综合毛利率逐年提高, 由 2008 年的 8.29% 提高到 2010 年的 17.19%, 盈利能力持续提高。分析原因主要是由于产品结构发生变化, 毛利率更高的小包装玉米油销售占比提高所致。2010 年公司小包装玉米油毛利率 27.33%, 高于散装玉米油的 11.72%。

◆ 销售费用持续快速增长

公司销售费用保持快速增长, 从 2008 年的 2794 万元增长到 2010 年的 9189 万元, 主要系公司加大产品广告和渠道建设力度, 导致销售费用增长。

图表 16: 公司销售费用及销售费用率变动情况 单位: 百万元

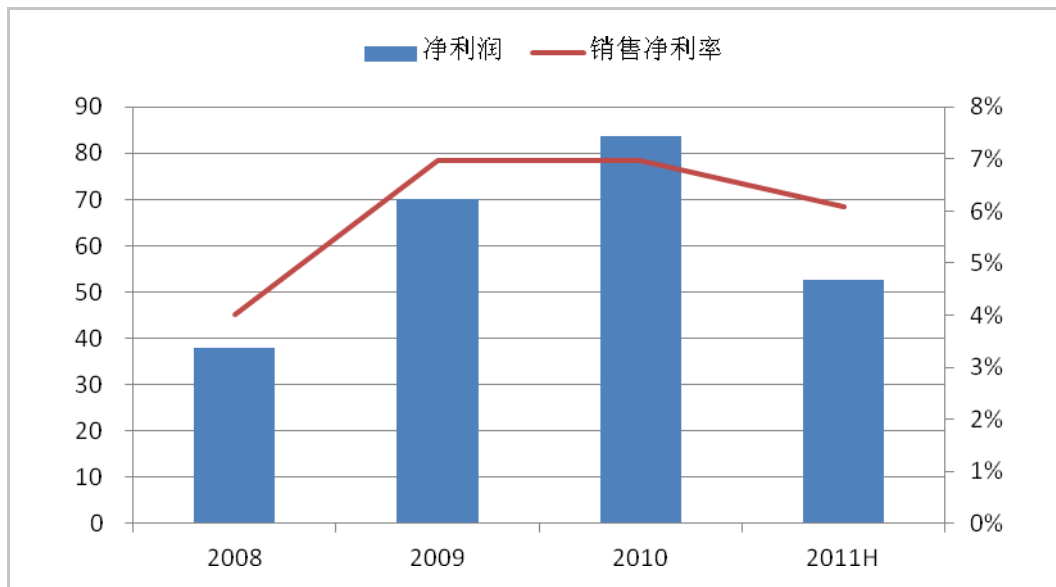


资料来源: 公司公告、华泰证券

◆ 净利润保持增长，净利率稳定

公司净利润保持增长，虽然销售费用率逐年增长但净利润率保持稳定，09、10 年维持在 7% 的水平，说明公司其他费用控制得当，整体盈利能力较好。2011 年上半年净利润率下滑主要由于上半年低毛利率的散油销售较多所致。

图表 17：公司净利润及净利率变动情况 单位：百万元



资料来源：公司公告、华泰证券

◆ 公司与竞争对手主要财务指标比较

公司的销售净利率低于对比公司，主要由于公司销售费用率较高。以 2010 年为例，公司销售净利率对比公司低 2.37 个百分点，而销售费用率高于对比公司 3.35 个百分点。我们认为公司处于品牌建设初期，相对于竞争对手更高的销售费用如果能够带来更多的市场份额增长则是合理的。从 2011 年上半年及三季度收入情况来看，前期投入收到了良好的效果。公司总资产周转率高于对比公司，资产运作的效率较高。

图表 18：公司与竞争对手财务指标比较 单位：百万元

指标	2010		2011 年上半年	
	西王食品	中国玉米油	西王食品	中国玉米油
总资产	899.67	1330.22	995.05	1350.80
销售收入	1202.90	1537.38	865.05	954.21
净利润	83.73	143.37	52.62	77.74
销售费用	91.89	65.90	78.97	64.12
销售净利率	6.96%	9.33%	6.08%	8.15%
销售费用率	7.64%	4.29%	9.13%	6.72%
资产负债率	10.65%	10.75%	13.92%	7.81%
总资产周转率	1.34	1.16	-	-
净资产收益率	10.42%	12.08%	-	-

资料来源：公司公告 华泰证券

四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测

主要假设：在实地调研的基础上，我们预测 2011 年公司小包装玉米油销量在 9 万吨左右，散装玉米油在 6 万吨左右。均价分别为 12850 元/吨，9070 元/吨。根据公司 2012 年原有产能 20 万吨及 80% 的开工率，则精炼油产量 16 万吨，加上新增 10 万吨产能上半年投产，我们预计 2012 年总产量在 19 万吨，其中小包装 15 万吨，其余为散装油。2013 年根据产能 30 万吨及 80% 的开工率则精炼油产量 24 万吨，我们估计实际在 22 万吨，其中小包装 20 万吨。考虑到成本上升及市场竞争加剧的综合作用，假设小包装价格保持 7%-8% 的增速，毛利率略下降。散装玉米油价格受需求和成本影响保持 8%-9% 的增速，毛利率基本稳定。玉米粕为副产品，假设则公司压榨产不变，则玉米粕产量保持稳定。

公司处在品牌建设和市场开拓期，假设销售期间费用率保持 9% 的高水平。管理费用保持平稳。假设公司可以持续获得所得税优惠，假设所得税税率保持在 15% 的水平。

基于上述假设对公司分业务盈利情况进行预测，结果如下：

图表 19：分业务盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
小包装玉米油				
销量（万吨）	4.62	9.00	15.00	20.00
均价（元/吨）	10533.50	12850.88	13878.95	14850.47
销售收入（百万元）	486.65	1156.58	2081.84	2970.09
销售成本（百万元）	353.64	855.87	1561.38	2257.27
毛利率（%）	27.33%	26.00%	25.00%	24.00%
散装玉米油				
销量（万吨）	6.80	6.00	4.00	2.00
均价（元/吨）	7374.01	9070.03	9886.34	10677.24
销售收入（百万元）	501.43	544.20	395.45	213.54
销售成本（百万元）	442.68	468.01	340.09	183.65
毛利率（%）	11.72%	14.00%	14.00%	14.00%
玉米粕				
销量（万吨）	14.00	18.39	18.39	18.39
均价（元/吨）	1349.57	1380.00	1449.00	1521.45
销售收入（百万元）	188.94	253.78	266.47	279.79
销售成本（百万元）	178.37	243.63	255.81	268.60
毛利率（%）	5.60%	4.00%	4.00%	4.00%
销售收入合计（百万元）	1177.02	1954.56	2743.77	3463.43
销售成本合计（百万元）	974.69	1567.51	2157.28	2709.52
综合毛利率（%）	17.19%	19.80%	21.38%	21.77%

资料来源：华泰证券

4.2 估值及评级

我们用天软估值模型对公司的业绩进行测算，得到 2011-2012 年的每股收益分别为 0.97、1.45、1.95 元/股。基于公司未来 2 到 3 年处于快速成长期，采用 PE 估值法。参考申万二级农产品加工子行业的平均估值水平并考虑公司的成长性，给予公司 2012 年 30 倍的市盈率，对应股价为 43.5 元。暂给予“推荐”评级。

图表 20：申万二级农产品加工子行业估值水平

	2010A	2011E	2012E	2013E
行业均值（整体法）	126.52	33.98	22.13	15.82
行业中值	34.42	32.79	23.69	15.65

资料来源：华泰证券

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	491	793	1102	1388
现金	160	260	365	460
应收账款	69	116	163	206
其他应收款	6	10	13	17
预付账款	78	125	173	217
存货	176	282	389	488
其他流动资产	1	0	0	0
非流动资产	409	484	455	522
长期投资	0	0	0	0
固定资产	298	276	349	318
无形资产	107	105	103	101
其他非流动资产	3	103	3	103
资产总计	900	1277	1557	1910
流动负债	96	352	449	558
短期借款	20	242	300	372
应付账款	36	63	86	108
其他流动负债	40	47	63	77
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	96	352	449	558
少数股东权益	0	0	0	0
股本	380	380	380	380
资本公积	237	237	237	237
留存收益	187	308	491	735
归属母公司股东权益	804	925	1108	1352
负债和股东权益	900	1277	1557	1910

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	45	-20	54	132
净利润	84	122	183	245
折旧摊销	20	25	29	33
财务费用	9	1	7	8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-68	-168	-165	-154
其他经营现金流	1	0	1	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1203	1955	2744	3463
营业成本	980	1568	2157	2710
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	92	156	245	311
管理费用	20	84	115	142
财务费用	9	1	7	8
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	143	215	288
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	99	143	215	288
所得税	16	21	32	43
净利润	84	122	183	245
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	84	122	183	245
EBITDA	129	169	251	328
EPS (元)	0.67	0.97	1.45	1.95

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	19.5%	62.5%	40.4%	26.2%
营业利润	20.5%	43.7%	50.2%	33.9%
归属于母公司净利润	19.4%	45.1%	50.2%	33.9%
获利能力				
毛利率(%)	18.6%	19.8%	21.4%	21.8%
净利率(%)	7.0%	6.2%	6.7%	7.1%
ROE(%)	10.4%	13.1%	16.5%	18.1%
ROIC(%)	13.7%	13.4%	18.0%	19.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	10.6%	27.5%	28.9%	29.2%
净负债比率(%)	20.88%	68.88%	66.87%	66.76%
流动比率	5.12	2.26	2.45	2.49
速动比率	3.28	1.45	1.59	1.61
营运能力				

投资活动现金流	239	-100	-0	-100	总资产周转率	2.21	1.80	1.94	2.00
资本支出	27	100	0	100	应收账款周转率	20	21	19	19
长期投资	130	0	0	0	应付账款周转率	39.05	31.86	28.96	27.84
其他投资现金									
流	397	0	-0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-428	220	51	64	每股收益 (最新摊薄)	2.12	2.44	2.92	3.56
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.12	0.00	0.00	0.00
短期借款	-5	222	58	72	每股净资产 (最新摊薄)	3.17	5.14	7.22	9.11
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	307	0	0	0	P/E	17.60	15.29	12.77	10.46
资本公积增加	226	0	0	0	P/B	11.76	7.24	5.16	4.08
其他筹资现金					EV/EBITDA	35	27	18	14
流	-956	-2	-7	-8					
现金净增加额	-144	100	105	96					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。