

西王食品(000639)跟踪研究报告

—— 熬过寒冬 就是三月艳阳天

推荐

维持评级

食品/日常消费品

发布时间: 2012 年 1 月 10 日

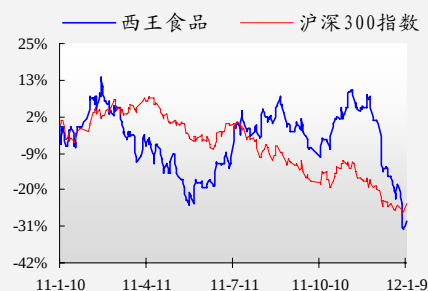
投资要点:

- 事件: 过去 2 个月西王食品股价下跌幅度最大达到 41%。
- 西王股价暴跌除了市场整体弱势之外,公司小包装玉米油因提价造成短期销售不佳也是原因之一。虽然公司 12 月销售数量有所回暖,但市场对于 2012 年销售仍然有所顾虑。
- 对玉米油行业看法: 1、在过去的报告中,我们做出过判断:玉米油将引领行业再次变革,并会越来越受到消费者的青睐。2、相对于各种调和油,玉米油面对的中高端客户,其价格敏感性并不高,而且对品牌和质量有一定鉴别能力。
- 在金龙鱼、福临门大品牌竞争过程中,我们欣喜看到西王玉米油的独特优势: 1、西王的产品质量; 2、聚焦于优势地域,局部市场取胜; 3、产能扩张,2012 年二季度前投产; 4、公司提价为来年运作提供更大空间。
- 公司提价为来年运作提供更大空间。根据我们跟踪的玉米油胚芽价格、毛油价格和精炼油价格,测算公司小包装玉米油毛利提价后达到 30%。与市场认为提价有损公司发展的一般看法不同,我们认为提价不仅可促进行业健康发展,提防红海提前到来,也为公司促销提供更大的操作空间。
- 估值与投资建议: 西王一路在质疑声中走来,我们对玉米油行业和公司仍保持乐观。预计 11-13 年 EPS 分别是 1.05 元、1.62 元和 2.25 元,对应目前股价 PE 分别为 24 倍、15 倍和 11 倍,相对所处的行业以及公司高速发展,继续给予推荐评级。

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	1,203	19.5	84	19.4	0.67	10.4	37.2
2011E	1,942	61.5	132	57.3	1.05	14.1	23.7
2012E	2,863	47.4	203	54.5	1.62	17.8	15.4
2013E	3,746	30.9	283	39.1	2.25	19.9	11.1

走势图



市场数据

2012/1/9

收盘价:	24.93 元
52 周最高价:	41.00 元
52 周最低价:	22.91 元
平均持仓成本:	34.30 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	12,555
流通 A 股 (万股):	12,555
每股收益 (元):	0.74
每股净资产 (元):	7.14
每股经营现金流 (元):	0.98
市净率:	3.49

分析师: 周思立; 联系人: 郭伟明

执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)2036 1110

FAX: (8621)2036 1138

Email: guoweiming@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编:

事件：过去 2 个月西王食品股价下跌幅度最大达到 41%。

西王股价暴跌除了市场整体弱势之外，公司小包装玉米油因提价造成短期销售不佳也是原因之一。虽然公司 12 月销售数量有所回暖，但市场对于 2012 年销售仍然有所顾虑。

对玉米油行业看法：1、在过去的报告中，我们做出过判断：**玉米油将引领行业再次变革，并会越来越受到消费者的青睐**。2011 年油脂整体增速大约 3%-4%，而玉米油消费增速达到 30%-40%，这也很好印证了先前我们的判断。2、**相对于各种调和油，玉米油面对的中高端客户，其价格敏感性并不高，而且对品牌和质量有一定鉴别能力**。公司目前产品与金龙鱼和福临门终端价格相差仅有 5%，并不会对客户终端选择造成较大差别。3、我们在终端走访中发现，一些品牌以接近成本销售玉米油，其原因或是品牌实力不济，或是产品质量有瑕疵。

在金龙鱼、福临门大品牌竞争过程中，我们欣喜看到西王玉米油的独特优势：**1、西王的产品质量；2、聚焦于优势地域，局部市场取胜；3、产能扩张，2012 年二季度前投产；4、公司提价为来年运作提供更大空间**。下面我们分别简述之。

西王玉米油质量：金龙鱼等品牌相继爆出玉米油、花生油质量不合格的新闻，以及之前金浩山茶油致癌物事件，其共性在于他们是向生产商购入精炼油，自行灌装后贴牌出售，在质量掌控方面先天不足；其二，虽然玉米油各品牌标榜其植物甾醇含量达到 1000ppm、1300ppm 甚至更高，但是在营养成分表中并未给出标示，而西王玉米油在成分表中给出了植物甾醇的数值；其三，西王还是唯一一家以玉米胚芽为原料的健字号获得企业。

聚焦策略在局部市场取胜：公司 2012 年销售策略是继续强化优势区域，辐射大型城市，从片面追求终端数量扩张，转移到注重单店销量提升，计划终端数量同比增长 20%-30%，优势终端销售增长 50%，以此预计小包装销售数量有望突破 14 万吨。

产能扩张，2012 年二季度前投产。目前 15 万吨精炼线和储油罐已建成，经过设备调试后 4 月起将投产。2011 年公司精炼油达到 14 万吨（散油 5 万吨+小包装 9 万吨），基本接近于满负荷，我们预计 2012 年公司精炼油产量可达 20 万吨。未来仍然可能以新建或者收购榨油厂的形式异地扩张，最终产能可到 50 万吨。

公司提价为来年运作提供更大空间。根据我们跟踪的玉米油胚芽价格、毛油价格和精炼油价格，测算公司小包装玉米油毛利提价后达到 30%。与市场认为提价有损公司发展的一般看法不同，我们认为提价不仅可促进行业健康发展，提防红海提前到来，也为公司促销提供更大的操作空间。

估值与投资建议：西王一路在质疑声中走来，我们对玉米油行业和公司仍保持乐观。预计 11-13 年 EPS 分别是 1.05 元、1.62 元和 2.25 元，对应目前股价 PE 分别为 24 倍、15 倍和 11 倍，相对所处的行业以及公司高速发展，**继续给予推荐评级**。

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

图 1 华东、华中销售占比 80%

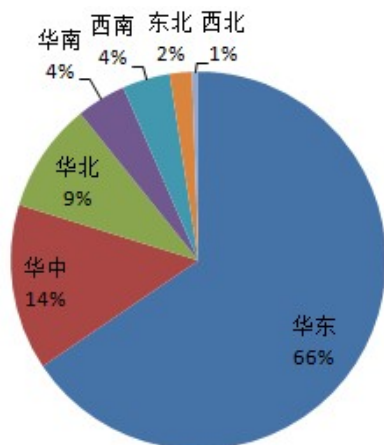
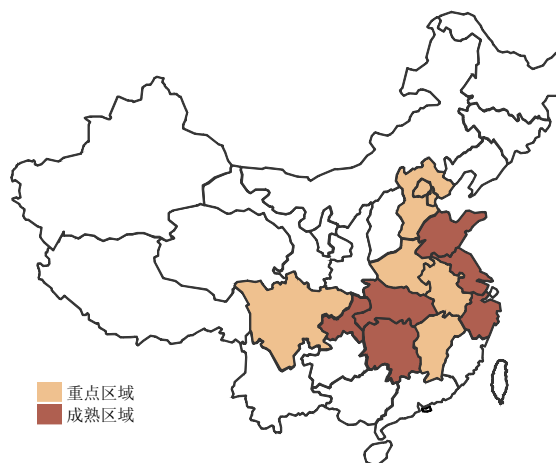


图 2 深耕优势区域 辐射周边



资料来源：东北证券研究所 公司公告

图 3 山东邹平玉米油价格走势

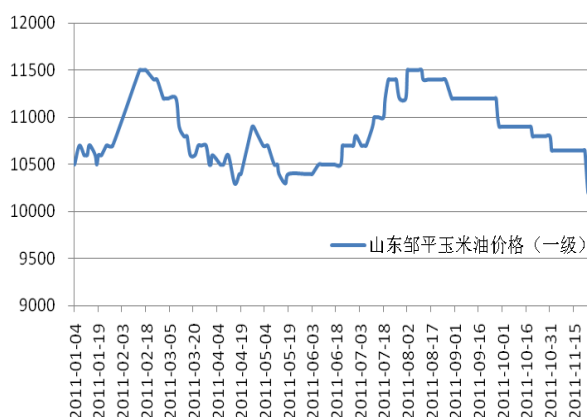
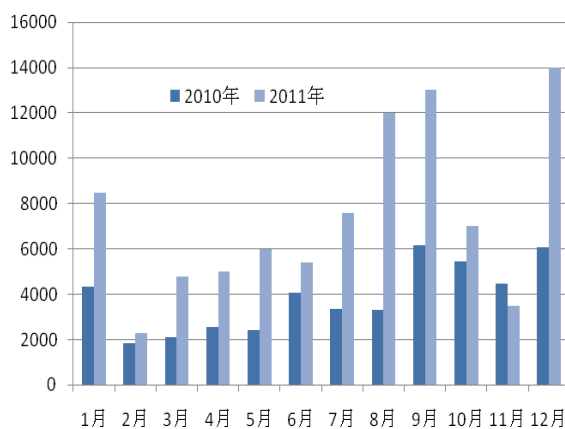


图 4 西王小包装销售月度数据



资料来源：粮油商务网 东北证券研究所

表 2 主营业务预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
小包装玉米油					
收入(百万)	184.5	486.6	1170.0	1911.0	2579.9
增长率(%)	252.1	163.8	140.4	63.3	35.0
成本(百万)	129.5	353.6	895.1	1452.4	1960.7
销售量(万吨)	1.8	4.6	9.0	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	275.0	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	525.0	661.5	810.3
增长率(%)	(0.4)	14.4	4.7	26.0	22.5
成本(百万)	386.7	442.7	462.0	582.1	713.1
销售量(万吨)	6.5	6.7	5.0	6.0	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	63.0	79.4	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	227.3	297.2	335.6
增长率		44.7	20.3	30.7	12.9
成本(百万)	125.8	178.4	209.1	273.4	308.7
销售量(万吨)	11.2	15.4	19.2	24.8	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	18.2	23.8	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	1942.3	2889.7	3745.8
成本(百万)	642.0	974.7	1566.2	2307.9	2982.5
毛利(百万)	364.5	228.2	376.1	581.8	763.3
毛利率(%)	36.2	19.0	19.4	20.1	20.4

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。