

## 西王食品(000639.SZ)

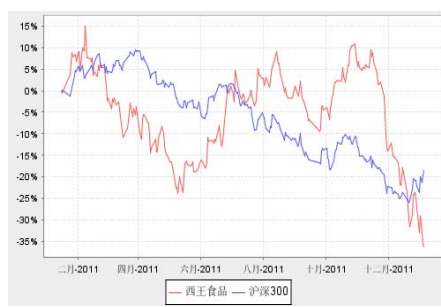
### 2011 年业绩快报点评——销量符合预期但费用超预期

评级: **买入**      前次: **买入**  
 目标价(元): **30.00**  
 分析师: 谢刚      联系人: 胡彦超  
 S0740510120005      农林牧渔小组  
 021-20315178      021-20315176  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      huyc@r.qlzq.com.cn  
 2012 年 1 月 29 日

#### 基本状况

|           |         |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股)  | 125.55  |
| 流通股本(百万股) | 57.63   |
| 市价(元)     | 22.41   |
| 市值(百万元)   | 2813.54 |
| 流通市值(百万元) | 1291.48 |

#### 股价与行业-市场走势对比



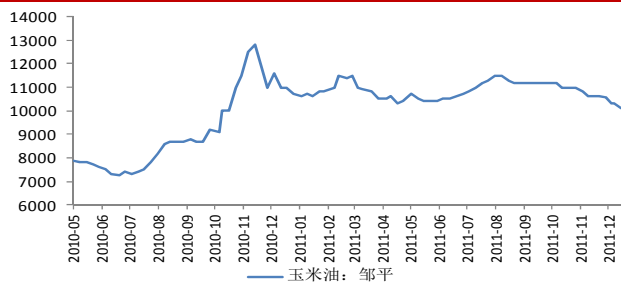
#### 业绩预测

| 指标           | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 1,006.5 | 1,202.9 | 1,826.9 | 2,340.6 | 2,938.8 |
| 营业收入增速       | 5.99%   | 19.51%  | 51.88%  | 28.12%  | 25.56%  |
| 净利润增长率       | 84.27%  | 19.40%  | 31.65%  | 37.19%  | 40.40%  |
| 摊薄每股收益(元)    | 0.56    | 0.67    | 0.88    | 1.20    | 1.69    |
| 前次预测每股收益(元)  | 0.56    | 0.67    | 1.04    | 1.48    | 2.09    |
| 市场预测每股收益(元)  |         |         |         |         |         |
| 偏差率(本次-市场/市) |         |         |         |         |         |
| 市盈率(倍)       | 28.20   | 49.84   | 34.34   | 25.03   | 17.83   |
| PEG          | 0.33    | 2.57    | 1.08    | 0.67    | 0.44    |
| 每股净资产(元)     | 2.79    | 4.38    | 5.25    | 6.46    | 8.15    |
| 每股现金流量(元)    | 0.13    | 0.00    | 1.13    | 0.91    | 1.43    |
| 净资产收益率       | 20.04%  | 15.24%  | 16.71%  | 18.65%  | 20.75%  |
| 市净率          | 5.65    | 7.60    | 5.74    | 4.67    | 3.70    |
| 总股本(百万元)     | 125.55  | 125.55  | 125.55  | 125.55  | 125.55  |

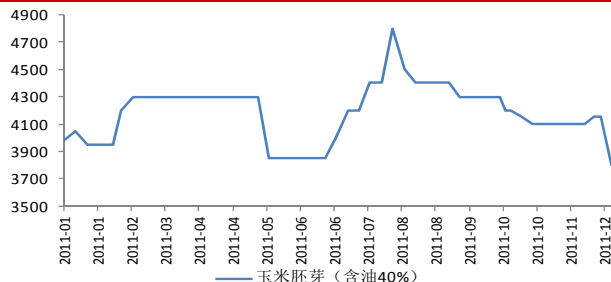
备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

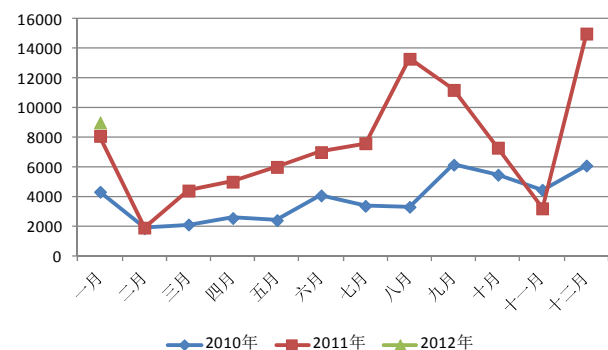
- **西王食品公布 2011 年业绩快报, 收入符合预期但利润低于预期。**经初步核算, 2011 年西王食品实现销售收入 18.5 亿元(此前预计 18.4 亿元), 同比增长 53.5%; 实现净利润 1.11 亿元(此前预计 1.30 亿元), 同比增长 32.41%; 对应 EPS 为 0.88 元, 低于我们及市场一致预期 15%-20%。
- **2011 年业绩低于预期的主要原因在于在品牌打造过程中投入的市场费用超出预期。**在西王牌小包装玉米油的快速推广过程中, 新营销管理人才的加盟、新市场区域和渠道铺设(特别是超市进店费)、广告和数以千计的促销活动都导致了大量的费用投入, 我们预计 2011 年公司期间费用约 2.8 亿元, 其中大头营业费用约 1.8-1.9 亿元, 管理费用约 9000 万元, 较 2011 年 1.1 亿元的期间费用增长达 150%。
- **元月销量开门红, 销量快速增长仍是公司今明两年的最大看点。**根据经销商提货我们推测今年元月销量约 9000 吨, 超过去年 8100 吨的销量, 考虑到今年春节较去年早, 是一个不错的销售数据。我们对今明两年西王小包装油的销量增长仍持乐观的态度: (1) 玉米油作为健康油的品类已经得到消费者的认可, 2011 年行业小包装销量由 25 万吨增长至 35-40 万吨, AC 尼尔森预计玉米油仍是食用油中增速最快的品类; (2) 公司产能翻番至 30 万吨项目将在一季度末投产, 二季度产能瓶颈将得到缓解; (3) 公司在营销端的持续改善(详见西王食品系列报告, 本文不再赘述)。
- **同时我们也看到西王食品的发展之路仍存在一些不确定性。**短期看品牌建设期意味着营销费用的持续投入, 短期盈利能力仍可能大幅波动; 中长期看, 西王在玉米油品牌地位的确立和向其他油脂品类的拓展之路仍受到金龙鱼等强势品牌挑战, 成功与否仍然需要我们对过程进行持续跟踪。
- **下修盈利预测, 维持“买入”评级。**基于 2011-13 年小包装销量 9、12.5、17 万吨、期间费用 2.8、3.8、4.7 亿元的假设, 我们下修 2011-13 年 EPS 至 0.88、1.20、1.69 元。鉴于西王品牌食用油推广展露峥嵘, 未来两年西王品牌力和销量提升仍将持续, 我们仍看好公司中长期前景, 维持买入评级, 目标价 30 元。

**图表 1：10 月以来玉米油价格大幅回落超过 10%**


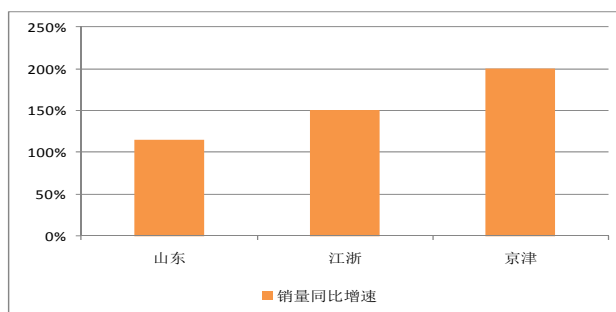
来源：粮油商务网、齐鲁证券研究所

**图表 2：10 月以来玉米胚芽价格大幅回落超过 10%**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 3：1 月小包装玉米油销量约 9 千吨**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 4：西王小包装玉米油重点市场销量增速比较**


来源：定期报告，齐鲁证券研究所

**图表 5：西王产品销量结构预测**

| 产品销量结构      | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 精炼油销量(万吨)   | 8.29  | 8.25  | 11.39 | 14.11 | 16.50 | 18.00 |
| 其中：散装油      | 7.85  | 6.46  | 9.00  | 4.61  | 4.00  | 1.00  |
| 小包装油        | 0.44  | 1.79  | 5.00  | 9.00  | 12.50 | 17.00 |
| 其中：鲜胚玉米油    |       |       |       | 0.40  | 0.80  | 1.20  |
| 副产品：胚芽粕（万吨） | 10.96 | 11.24 | 14.00 | 16.56 | 16.56 | 16.56 |

**图表 6：西王食品小包装玉米油销售预测**

|              |          |          |          |          |          |          |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 小包装玉米油       | 2008A    | 2009A    | 2010A    | 2011E    | 2012E    | 15.00    |
| 产能（万吨）       | 15.00    | 15.00    | 15.00    | 15.00    | 30.00    | 30.00    |
| 产量（万吨）       | 0.42     | 1.86     | 4.50     | 9.00     | 12.50    | 17.00    |
| 产能利用率        | 2.80%    | 12.40%   | 30.00%   | 60.00%   | 41.67%   | 56.67%   |
| 销量（万吨）       | 0.44     | 1.79     | 4.65     | 9.00     | 12.50    | 17.00    |
| 产销率          | 105%     | 96%      | 103%     | 100%     | 100%     | 100%     |
| 不含税销售单价（元/吨） | 11909.61 | 10307.12 | 10465.55 | 12155.56 | 13256.68 | 14596.62 |
| 销售收入（百万元）    | 52.40    | 184.50   | 486.65   | 1094.00  | 1657.08  | 2481.43  |
| 单位成本（元/吨）    | 10617.30 | 7234.51  | 7605.31  | 9101.95  | 9884.07  | 10992.48 |
| 销售成本         | 46.72    | 129.50   | 353.65   | 819.18   | 1235.51  | 1868.72  |
| 毛利额          | 5.69     | 55.00    | 133.00   | 274.83   | 421.58   | 612.70   |
| 毛利率          | 10.9%    | 29.8%    | 27.3%    | 25.1%    | 25.4%    | 24.7%    |
| 含税出厂价（5L）    | 71.32    | 61.72    | 62.67    | 63.30    | 69.03    | 76.01    |
| 不含税出厂价（5L）   | 63.12    | 54.62    | 55.46    | 56.02    | 61.09    | 67.27    |

图表 7：西王食品销售详细预测表

| 项 目            | 2008      | 2009      | 2010      | 2011E     | 2012E     | 2013E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>精炼油-小包装</b> |           |           |           |           |           |           |
| 平均售价 (元/吨)     | 11,909.61 | 10,307.12 | 10,465.55 | 12,155.56 | 13,256.68 | 14,596.62 |
| 增长率 (YOY)      | —         | -13.46%   | 1.54%     | 16.15%    | 9.06%     | 10.11%    |
| 销售数量 (万吨)      | 0.44      | 1.79      | 4.65      | 9.00      | 12.50     | 17.00     |
| 增长率 (YOY)      | —         | 306.82%   | 159.78%   | 93.55%    | 38.89%    | 36.00%    |
| 销售收入 (百万元)     | 52.40     | 184.50    | 486.65    | 1,094.00  | 1,657.08  | 2,481.43  |
| 增长率 (YOY)      | —         | 252.08%   | 163.77%   | 124.80%   | 51.47%    | 49.75%    |
| 毛利率            | 10.85%    | 29.81%    | 27.33%    | 25.12%    | 25.44%    | 24.69%    |
| 销售成本 (百万元)     | 46.72     | 129.50    | 353.65    | 819.18    | 1,235.51  | 1,868.72  |
| 增长率 (YOY)      | —         | 177.20%   | 173.09%   | 131.64%   | 50.82%    | 51.25%    |
| 毛利 (百万元)       | 5.69      | 55.00     | 133.00    | 274.83    | 421.58    | 612.70    |
| 增长率 (YOY)      | —         | 867.25%   | 141.82%   | 106.63%   | 53.40%    | 45.34%    |
| 占总销售额比重        | 4.42%     | 18.33%    | 40.46%    | 59.88%    | 70.79%    | 84.43%    |
| 占主营业务利润比重      | 4.80%     | 36.51%    | 59.54%    | 67.25%    | 76.72%    | 84.95%    |
| <b>精炼油-散装</b>  |           |           |           |           |           |           |
| 平均售价 (元/吨)     | 9,606.44  | 6,783.83  | 7,443.00  | 8,955.75  | 9,292.04  | 10,221.24 |
| 增长率 (YOY)      | —         | -29.38%   | 9.72%     | 20.32%    | 3.75%     | 10.00%    |
| 销售数量 (万吨)      | 7.85      | 6.46      | 6.74      | 5.11      | 4.00      | 1.00      |
| 增长率 (YOY)      | —         | -17.71%   | 4.29%     | -24.12%   | -21.75%   | -75.00%   |
| 销售收入 (百万元)     | 754.11    | 438.24    | 501.43    | 457.82    | 371.68    | 102.21    |
| 增长率 (YOY)      | —         | -41.89%   | 14.42%    | -8.70%    | -18.81%   | -72.50%   |
| 毛利率            | 8.87%     | 11.77%    | 11.72%    | 14.00%    | 13.00%    | 13.00%    |
| 销售成本 (百万元)     | 687.25    | 386.66    | 442.66    | 393.72    | 323.36    | 88.92     |
| 增长率 (YOY)      | —         | -43.74%   | 14.49%    | -11.06%   | -17.87%   | -72.50%   |
| 毛利 (百万元)       | 66.85     | 51.58     | 58.77     | 64.09     | 48.32     | 13.29     |
| 增长率 (YOY)      | —         | -22.85%   | 13.94%    | 9.06%     | -24.61%   | -72.50%   |
| 占总销售额比重        | 63.67%    | 43.54%    | 41.69%    | 25.06%    | 15.88%    | 3.48%     |
| 占主营业务利润比重      | 56.48%    | 34.24%    | 26.31%    | 15.68%    | 8.79%     | 1.84%     |
| <b>玉米胚芽粕</b>   |           |           |           |           |           |           |
| 平均售价 (元/吨)     | 1,173.56  | 1,161.36  | 1,350.00  | 1,380.00  | 1,518.00  | 1,669.80  |
| 增长率 (YOY)      | —         | -1.04%    | 16.24%    | 2.22%     | 10.00%    | 10.00%    |
| 销售数量 (万吨)      | 10.96     | 11.24     | 14.00     | 16.56     | 16.56     | 16.56     |
| 增长率 (YOY)      | —         | 2.55%     | 24.52%    | 18.32%    | 0.00%     | 0.00%     |
| 销售收入 (百万元)     | 128.62    | 130.54    | 188.94    | 228.53    | 251.38    | 276.52    |
| 增长率 (YOY)      | —         | 1.49%     | 44.74%    | 20.95%    | 10.00%    | 10.00%    |
| 毛利率            | 4.00%     | 3.75%     | 5.60%     | 12.00%    | 11.00%    | 10.00%    |
| 销售成本 (百万元)     | 123.48    | 125.64    | 178.36    | 201.10    | 223.73    | 248.87    |
| 增长率 (YOY)      | —         | 1.75%     | 41.96%    | 12.75%    | 11.25%    | 11.24%    |
| 毛利 (百万元)       | 5.14      | 4.90      | 10.58     | 27.42     | 27.65     | 27.65     |
| 增长率 (YOY)      | —         | -4.76%    | 115.96%   | 159.18%   | 0.83%     | 0.00%     |
| 占总销售额比重        | 10.86%    | 12.97%    | 15.71%    | 12.51%    | 10.74%    | 9.41%     |
| 占主营业务利润比重      | 4.35%     | 3.25%     | 4.74%     | 6.71%     | 5.03%     | 3.83%     |
| <b>其他</b>      |           |           |           |           |           |           |
| 销售收入 (百万元)     | 14.52     | 18.50     | 25.87     | 46.57     | 60.55     | 78.71     |
| 毛利率            | 91.90%    | 63.81%    | 81.28%    | 90.86%    | 85.86%    | 85.86%    |
| 销售收入小计 (百万元)   | 1184.38   | 1006.50   | 1202.90   | 1826.92   | 2340.69   | 2938.87   |
| 销售成本小计 (百万元)   | 1066.02   | 855.88    | 979.52    | 1418.26   | 1791.16   | 2217.64   |
| 毛利 (百万元)       | 118.37    | 150.62    | 223.38    | 408.66    | 549.53    | 721.23    |
| 平均毛利率          | 9.99%     | 14.97%    | 18.57%    | 22.37%    | 23.48%    | 24.54%    |

来源：齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%-+5%

**减持：**预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

**上海**

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

**深圳**

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

**北京**

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

**济南**

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308