

Q4 费用上升 小包装扛起大旗

增持 首次

投资要点:

- 11 年 12 月份单月小包装玉米油销售 1.5 万吨
- 新的精炼及灌装产能在 12Q2 释放
- 12/13 年精炼能力同比提升 33%/25%

报告摘要:

- 小包装玉米油毛利占比有望继续提升。**小包装玉米油是公司毛利的主要来源,但由于品牌建立及灌装能力等问题,09 年小包装占精炼油比重仅为 22%,10 年提高到 41%。我们预期公司小包装 11 年销量将达到 8.7 万吨,占比 60%,12/13 年提高到 65%和 68%。从价格来看,10 年底至 11 年底,公司小包装历经 3 次提价,幅度 20%。11 年 12 月单月销量 1.5 万吨,毛利达到 30%,但同时促销力度的加大也增加了 Q4 的营业费用。我们预期公司 11 全年的毛利率约 25.5%,较 11H1 提升 0.5 个百分点。以经销为主的营销体制未来难以发生根本的变化。
- 玉米油行业产量上限 110 万吨,公司新增产能 12Q2 逐步释放。**公司炼油原材料玉米胚芽是玉米深加工的副产品。玉米胚芽占玉米的 7-8%,按全国 4000 万吨玉米深加工产能,出油率 40%,全国玉米油的产量约 110 万吨。由于国家对玉米深加工产能的限制,尤其在 11 年玉米超过小麦价格的大背景下,未来几年限制玉米深加工的政策仍会继续。公司 10 万吨精炼及 15 万吨灌装项目 12Q2 投入运营,达产后公司精炼及灌装产能均达到 30 万吨。预期 12/13 年公司精炼产量 20/25 万吨, YoY 增长 33%/25%。
- 公司压榨产能不会增加。**由于上游淀粉厂逐步建立了自己的压榨厂,公司压榨产能(36 万吨胚芽)不会增加。公司原料 25%来自于集团。未来公司业务重点将在精炼及逐步建立起来的市场品牌小包装上。
- 增持评级。**预测公司 11-13 年小包装玉米油销量分别为 8.7/13/17 万吨,净利润分别为 1.1/1.8/2.4 亿元,现股本 EPS 分别为 0.88/1.43/1.9 元。公司 12/13 年 PE 分别为 16/12 倍。考虑到公司在小包装玉米油方面的龙头地位及逐步树立的市场消费品牌,给以增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	7,036	120,289	185,580	265,520	338,200
净利润(万元)	(356)	8,373	11,088	17,993	23,902
总股本(万股)	7,286	12,554	12,554	12,554	12,554
每股收益(元)	(0.05)	0.67	0.88	1.43	1.90

农林牧渔业

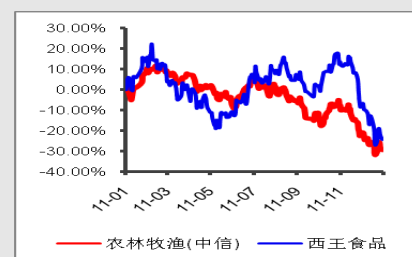
分析师:

胡建军 (S1180210010226)

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(亿股)	1.25
总市值(亿元)	31.26
流通市值(亿元)	14.34
公司第一大股东	西王集团

相关研究

公司研究*壹桥苗业: 沙山爆发增长在后 2011.9

公司研究*升达林业: 柬埔寨项目颇具亮点 2011.12

公司研究*亚盛集团: 聚焦农业 资源领先 2011.8

公司研究*雏鹰农牧: 模式优势尽显 上调 11 年盈利预测 2011.6

公司研究*天宝股份: 水产毛利高 冰淇淋贡献升 2011.7

表 1: 西王食品分项业务盈利预测表

	2010	2011H	2011E	2012E	2013E
加工玉米胚芽产能 (万吨)	36	36	36	36	36
精炼产能 (万吨)	20	20	20	25	30
精炼销量 (万吨)	11.3	6.5	15	20	25
灌装能力 (万吨)	15	15	15	27	30
小包装玉米油					
销量 (万吨)	4.6348	3.2	8.7	13	17
单价 (元/吨)	10,500	12,674	12,800	13,000	13,500
销售收入 (万元)	48,665	40,556	111,360	169,000	229,500
毛利率 (%)	27.33%	24.96%	25.50%	25.50%	25.50%
散装玉米油					
销量 (万吨)	6.7	3.28	5	7	8
单价 (元/吨)	7,484	10,000	10100	10300	10500
销售收入 (万元)	50,143	32,830	50,500	72,100	84,000
毛利率 (%)	11.72%	14.15%	15.00%	15.00%	15.00%
胚芽粕					
销量 (万吨)	14	7	14	14	14
单价 (元/吨)	1,350	1,524	1480	1530	1550
收入 (万元)	18,894	10,665	20,720	21,420	21,700
毛利率 (%)	5.60%	12.14%	13%	13%	13%
其他					
收入 (万元)	2,587	2,443	3,000	3,000	3,000
毛利率 (%)	81.28%	90.86%	91%	91%	91%
总收入 (万元)	120,289	86,494	185,580	265,520	338,200
毛利率 (%)	18.57%	21.14%	22.25%	22.34%	22.64%

数据来源: 公司资料 宏源证券

表 2: 财务模型预测

利润表	万元				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7,036	120,290	185,580	265,520	338,200
营业总成本	7,225	110,343	172,431	244,199	309,887
营业成本	5,164	97,954	144,288	206,203	261,635
营业税金及附加	166	190	204	292	372
销售费用	266	9,189	18,994	25,224	32,129
管理费用	867	2,041	8,370	11,948	15,219
财务费用	658	926	530	530	530
资产减值损失	104	43	45	2	2
营业外净收入	-0	-3	-27	-27	-27
利润总额	-189	9,944	13,122	21,294	28,286
净利润	-314	8,373	11,088	17,993	23,902
少数股东损益	42	0	0	0	0
母公司所有者净利润	-357	8,373	11,088	17,993	23,902

现金流量表	万元				
净利润	-314	8,373	11,088	17,993	23,902
加: 资产减值准备	104	43	45	2	2
固定资产折旧	630	1,547	1,600	4,200	4,200
无形资产摊销	7	228	228	228	228
处置固定资产损失	0	0	0	0	0
财务费用	602	935	150	150	150
存货的减少	-484	-9,157	-2,356	-4,200	-5,082
经营性应收项目减少	3,475	1,890	-950	-750	-1,600
经营性应付项目增加	251	425	930	500	500
经营活动流量净额	4,244	4,497	10,734	18,123	22,300
现金的期末余额	2,641	15,991	29,600	32,000	35,000
减: 现金的期初余额	6,372	30,363	15,991	29,600	32,000
现金等价物净增加额	-3,731	-14,372	13,609	2,400	3,000

资产负债表	万元				
资产	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,641	15,991	29,600	32,000	35,000
应收账款	4,750	6,920	7,500	8,000	9,500
预付款项	1,555	7,801	21,000	24,780	29,240
应收利息	0	0	0	0	0
其他应收款	45	580	950	1,200	1,300
存货	2,134	17,644	20,000	24,200	29,282
流动资产合计	11,126	49,071	79,850	90,980	105,122
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	7,217	29,846	29,850	37,000	37,000
在建工程	80	0	7,400	150	150
无形资产	99	10,748	2,199	2,120	2,110
长期待摊费用	0	292	290	295	280
非流动资产合计	7,554	40,896	39,744	39,570	39,545
资产总计	18,680	89,967	139,594	180,550	241,167

负债与股东权益					
应付账款	1,447	3,570	4,500	5,000	5,500
预收款项	112	3,058	8,900	9,800	12,000
其他流动负债	2,500	2,000	2,000	3,000	3,000
流动负债合计	4,962	9,580	17,400	19,800	22,500
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0	0
负债合计	4,962	9,580	17,400	19,800	22,500
股本	7,286	38,000	38,000	38,000	38,000
资本公积金	1,129	23,727	23,727	23,727	23,727
少数股东权益	1,255	0	0	0	0
母公司股东权益	12,464	80,387	91,493	160,750	218,667
股东权益合计	13,718	80,387	91,493	160,750	218,667
负债和权益合计	18,680	89,967	139,594	180,550	241,167

分析师简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业高级研究员。

主要研究覆盖公司: 亚盛集团、雏鹰农牧、登海种业、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、獐子岛、国联水产、华英农业、天宝股份。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。