

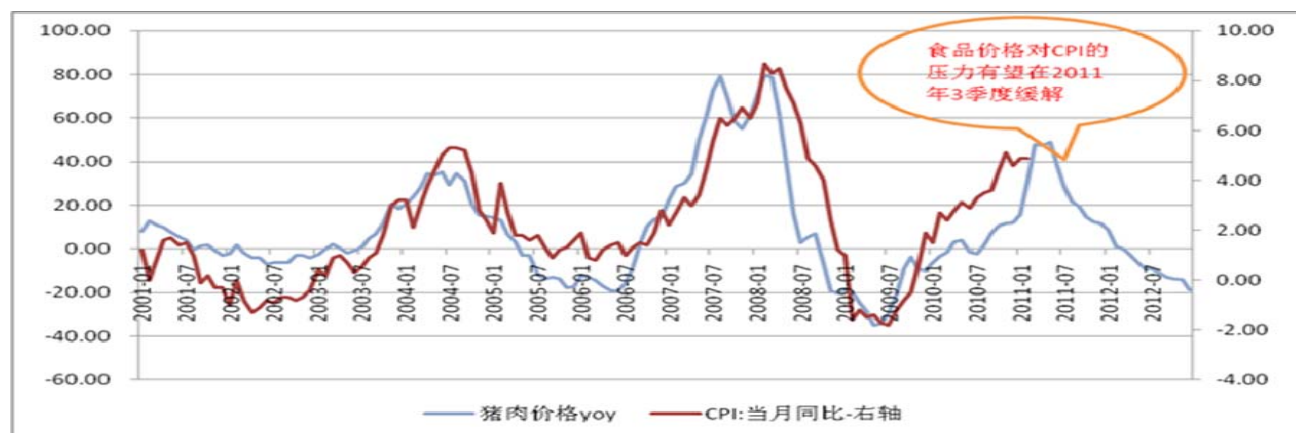
食用油行业

鲁花花生油提价点评——这只是个开始

评级： 增持 前次： 增持
分析师 联系人
谢刚 胡彦超
S0740510120005 农林牧渔小组
021-20315178 021-20315176
xiegang@qlzq.com.cn huyc@qlzq.com.cn
2011 年 7 月 10 日

投资要点

- **事件：**据媒体报道，鲁花集团相关人士表示，由于食用油限价结束，加上作为原料的花生价格大涨，鲁花品牌花生油涨价 5%，涨价通知已经在全国下发。
- **结论：**本次鲁花提价是成本上涨压力下的无奈之举，利润空间被大幅压缩是众多食用油企业现状的真实写照。基于猪价同比涨幅对 CPI 的正向拉动在 7 月开始大幅减弱，我们预计 8 月食用油价格放开的概率较大，继续重点推荐销量快速增长的小包装玉米油龙头西王食品，并建议关注中国玉米油、东陵粮油和丰益国际（WLIL.SI）。
- **看涨食用油价格的理由一：食用油企业的持续亏损不再可持续，企业穷则思变被迫提价。**去年 11 月起小包装食用油两度限价，由于终端价格遭管控，而同期国际大豆价格又录得 10-15% 的涨幅，食用油行业连续 7 个月出现售价低于成本的价格倒挂现象。小包装豆油企业除金龙鱼、福临门凭借国家定向销售的低价原料以及较低的渠道费用率，仍可保有 1-2% 的净利润率；而其他豆油小包装企业成本和渠道费用均较高，处于深度亏损。据我们了解，众多小油企已经无法再继续忍受如此深度的亏损，鲁花作为国内第三大食用油名牌，其率先提价有望引来小企业的跟风行为。（食用油企业盈利水平的量化测算请见本文附录）
- **看涨食用油价格的理由二：限价→企业停产→商品短缺→价格再度飙涨苗头隐现，迫使监管层反思政策。**监管层的出发点在于稳定物价、保持社会安定，但短缺导致的企业倒闭，价格飙升也非监管层所愿看到的。目前压榨企业每压榨一吨大豆亏损 200 元左右，因此沿海豆油压榨厂纷纷停产限产，压榨开工产能较前期下降 1/4，继续限价只会使供给进一步下降，集聚更大的涨价势能。在两轮限价令过后，发改委并未再度简单限价，而是开始全面调查食用油库存清晰反映了目前监管层的矛盾心态。
- **看涨食用油价格的理由三：食品价格推动的 CPI 同比数据将在 7 月回落，将成为改变监管层想法的最后一根稻草，8 月食用油价格有望全面放开。**根据齐鲁宏观分析师刘启元观点，从货币政策看，通胀滞后于货币政策和产出，前几个月政策紧缩导致的产出下降还未传递到 CPI，预计 7 月份会是通胀同比回落的开始。从农业的角度看，去年 7 月份猪肉价格迅速上升导致的基数效应将使食品对 CPI 的拉动下降 1.1%。
- **我们预计鲁花花生油提价只是国内食用油价格补涨的第一步，后期若相关部委放松价格管制，预计包括大豆油、玉米油等在内的食用油联袂涨价将会轮次展开，继续推荐玉米油细分领域的龙头——西王食品。**其玉米油是国内增长最快的食用油细分品类，西王食品作为这一细分品类的龙头企业，有望收获 2-3 年的高速增长。我们从玉米油经销商处了解到，今年 1-5 月西王食品小包装玉米油销量或达到 2.5 万吨，相对于去年同期 1.32 万吨，同比增幅达到 92%。我们预计西王食品 2011-13 年 EPS 分别为 1.17、1.65、2.54 元，目标价 46.8-49.5 元，建议买入，迎接中秋国庆销售旺季来临之际的量价齐升契机。

图表 1: 食品价格对 CPI 的影响有望在 2011Q3 缓解


来源：齐鲁证券研究所

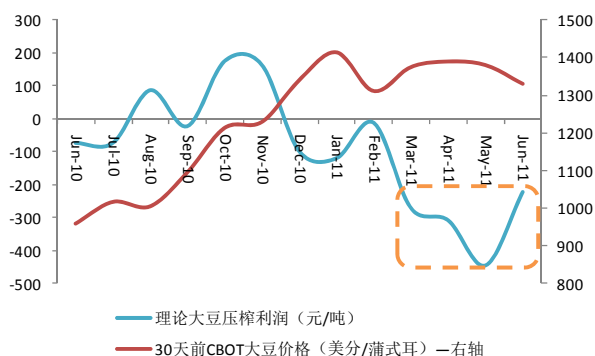
附录：食用油企业盈利情况——深度亏损、料难持续

- **压榨企业：价格倒挂持续 7 个月、亏损下企业开工产能下降 1/4、港口大豆库存大量堆积。**由于大豆价格上涨而下游小包装企业难以接受提价，压榨企业目前每压榨一吨大豆要亏损 186 元，因此油厂本月纷纷停产限产，目前进口大豆日消耗量为 13-14 万吨，与 2010 年 11 月的 17 万吨/日相比，开工产能下降了 1/4。由于去化速度大幅放缓，进口大豆开始在港口大量堆积。

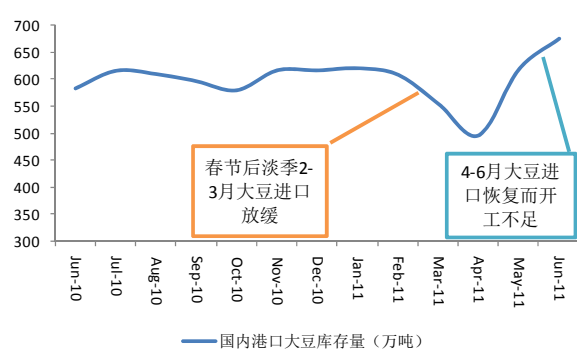
图表 2: 6 月底大豆压榨企业利润测算: -186 元/吨

张家港（单位：元/吨）	
A—豆粕现货价格	3100
B—豆粕销售收入	2464.5
C—豆油现货价格	9850
D—豆油销售收入	1822.25
E—销售收入合计	4286.75
30日前CBOT大豆价格（美分/蒲式耳）	1330.3
期货升（贴）水（美分/蒲式耳）	84
离岸价=期货价+港口升贴水（美分/蒲式耳）	1414.3
运费（美元/吨）	53.96
税前到岸价=离岸价+运费（美元/吨）	574
保险、外贸代理、银行函证手续费合计	2.0%
30日前人民币汇率	6.49
进口关税	1.164%
增值税率	13%
税后到岸价=税前到岸价+关税+增值税（元/吨）	4343
压榨费用（元/吨）	130
压榨利润=销售收入-大豆成本-压榨费用	-186

来源：齐鲁证券研究所（注：进口大豆出油率 18.5%、出粕率 79.5%）

图表 3：目前大豆压榨利润为-186 元/吨


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：去化速度放缓，国内进口大豆在港口堆积


来源：粮油商务网、齐鲁证券研究所

- **小包装食用油企业：豆油赔本赚吆喝，其他油种涨价难下利润萎缩。**目前超市终端 5L 主流规格大豆油价格在 55-60 元，折合 12000-13000 元/吨；而目前精炼一级豆油价格在 10000 元/吨左右，小包装罐装成本在 1100-1300 元/吨，直接生产成本就超过 11000 元。金龙鱼、福临门凭借国家定向销售的低价原料以及较低的渠道费用率，仍可保有 1-2% 的净利润率；而其他豆油小包装渠道费用较高，基本属于赔本赚吆喝。
- **大豆及大豆调和油是我国小包装食用油的主导，因此虽然花生油、玉米油等小油种不在限价行列，上半年也有零星提价行为，但整体受制大豆油价格，价格上涨幅度小于成本上涨幅度，利润也出现萎缩。**
- **从微观财务数据可进一步验证我们的结论，2011Q1 丰益国际（益海嘉里母公司）和西王食品的小包装油销量分别增长 32% 和 74%，但吨利润分别下滑了 40% 和 19%。**

图表 5：丰益小包装油销量增 32%、吨利润减 40%

丰益国际（小包装食用油）	2011Q1	2010Q1	yoy
收入（百万美元）	1,729	1,074	61%
销量（千吨）	1,122	849	32%
税前利润（百万美元）	36.8	46.5	-21%
吨税前利润（美元）	32.8	54.7	-40%

来源：齐鲁证券研究所、WILMAR 财务报表

图表 6：西王玉米油销量增 74%、吨利润减 19%

西王食品（小包装玉米油）	2011Q1	2010Q1	yoy
收入（百万元）	174	95	83%
销量（吨）	14,400	8,287	74%
毛利润（百万元）	40.1	28.6	40%
吨毛利（元）	2783	3450	-19%

来源：齐鲁证券研究所（注：西王食品数据为齐鲁农业估计值）

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 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