

农业/必需消费

西王食品 (000639)

## 小包装玉米油高速增长持续，估值回落合理区间

### ——西王食品更新报告

 柯海东 (分析师)	 闫伟 (研究助理)	 胡春霞 (分析师)
 0755-23976221	 021-38674873	 021-38676186
 kehaidong013145@gtjas.co	 yanwei@gtjas.com	 huchunxia@gtjas.com
证书编号 S0880513050001	S0880113090019	S0880511010015

#### 本报告导读:

7月小包装玉米油高速增长印证营销及渠道改善效果，近期公司赞助《真心英雄》瞄准年轻消费者、营销思路清晰；豆油价逐步企稳有助玉米油行业销量边际改善。  
**投资要点:**

- **投资建议：维持增持。**维持 2015-16 年 EPS 预测 0.54、0.67 元，因市场估值中枢大幅下降，参考可比公司给予 2016 年 30 倍 PE，下调目标价至 20.1 元（前次预测 28.1 元），公司为我们重点推荐品种。
- **7月小包装玉米油维持高速增长，印证品牌营销及渠道改善效果。**据渠道调研，7月公司小包装玉米油销量约 1.5 万吨、同比翻倍增长，虽有 2014 年同期基数较低原因，但亦显示了品牌营销及渠道改善的持续见效。预计 1-8 月公司小包装玉米油销量即可达到 2014 年全年水平，全年有望实现 40% 左右销量增长。
- **加大品牌营销力度，未来有望成长为品牌化龙头。**近期公司开始赞助江苏卫视娱乐节目《真心英雄》（嘉宾阵容包括张杰、陈学冬、佟大为等），旨在瞄准年轻消费群体，营销思路清晰。公司在 2014 年首创“非转基因”定位，在清晰度、高度上都胜过其他竞争对手，容易抢占消费者心智，逐步成长为品牌化龙头。相比竞争对手，近两年公司毛利率持续提升，已表现出更强的定价能力。
- **豆油价格有望逐步企稳，有助玉米油行业销量边际改善。**2012 年来玉米油行业销量增速低迷，主因豆油价格持续下降使豆油替代部分玉米油（玉米油价格变动方向与豆油基本一致，但弹性较小）。2015 年来豆油价格已在成本附近、再大幅下滑概率不大，中期有望受益汇率波动，豆油价有望逐步企稳甚至反弹，有助玉米油行业销量边际改善。
- **核心风险：**玉米油行业竞争加剧；原材料价格大幅上升。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,427	1,870	2,396	2,839	3,352
(+/-)%	-2%	-23%	28%	18%	18%
经营利润 (EBIT)	212	155	228	272	334
(+/-)%	10%	-27%	48%	19%	23%
净利润	181	117	204	253	311
(+/-)%	26%	-35%	73%	24%	23%
每股净收益 (元)	0.48	0.31	0.54	0.67	0.82
每股股利 (元)	0.30	0.03	0.30	0.30	0.40

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	8.7%	8.3%	9.5%	9.6%	10.0%
净资产收益率 (%)	15.6%	9.6%	15.5%	17.5%	19.3%
投入资本回报率 (%)	20.8%	15.4%	28.4%	35.8%	41.6%
EV/EBITDA	16.5	20.5	30.0	25.1	20.5
市盈率	47.3	72.8	42.0	33.8	27.5
股息率 (%)	1.3%	0.1%	1.3%	1.3%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.10**

上次预测: 28.10

当前价格: 16.67

2015.08.07

#### 交易数据

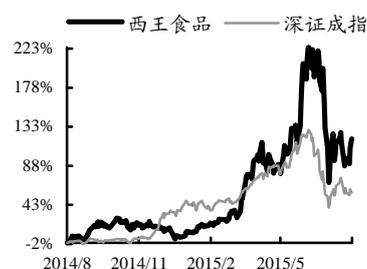
52 周内股价区间 (元)	11.58-33.60
总市值 (百万元)	6,279
总股本/流通 A 股 (百万股)	377/377
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1409.28
日均成交值 (百万元)	260.32

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,268
每股净资产	3.37
市净率	5.0
净负债率	-29.52%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.07	0.13
Q2	0.06	0.10
Q3	0.12	0.20
Q4	0.06	0.11
全年	0.31	0.54

#### 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	17%	119%
相对指数	2%	30%	62%

#### 相关报告

《玉米油维持较高增速，品类扩张有望加速》2015.07.01

《迈向品牌化玉米油龙头，多品类布局持续推进》2015.06.10

《打造玉米油行业代表性品牌》2011.11.01

《食用油有提价预期》2011.08.17

《玉米油加工行业第一股》2010.03.28

模型更新时间: 2015.08.07

**股票研究**

必需消费  
农业

**西王食品 (000639)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 28.10**

上次预测: 28.10

**当前价格: 16.67**

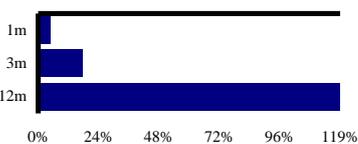
公司网址

www.xwsp.cc

**公司简介**

公司主要生产玉米果糖、药用葡萄糖、食用葡萄糖、果葡糖浆、葡萄糖酸盐、低聚糖、麦芽糊精、淀粉、玉米油、饲料、酒水、螺纹钢、特钢等。主导产品打入国际市场，食用葡萄糖、玉米油、无水葡萄糖、麦芽糊精的生产规模为亚洲最大。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

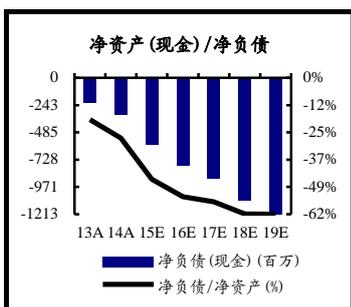
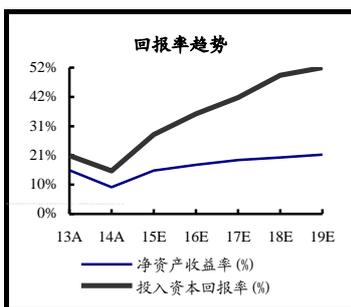
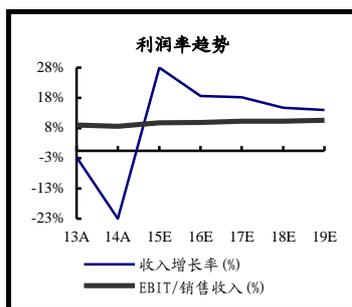
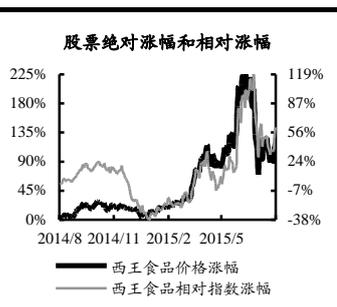
11.58-33.60

市值 (百万)

6,279

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
<b>损益表</b>							
营业总收入	2,427	1,870	2,396	2,839	3,352	3,839	4,369
营业成本	1,828	1,353	1,735	2,047	2,399	2,728	3,088
税金及附加	6	6	7	9	10	12	13
销售费用	266	260	312	377	452	533	613
管理费用	116	97	113	133	158	180	205
EBIT	212	155	228	272	334	385	449
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	17	11	-2	-14	-17	-20	-23
营业利润	195	144	230	286	351	406	473
所得税	15	15	26	33	40	47	54
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	181	117	204	253	311	359	418
<b>资产负债表</b>							
货币资金、交易性金融资产	317	681	600	781	906	1,103	1,228
其他流动资产	23	20	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	574	614	572	531	558	580	633
无形及其他资产	167	99	99	99	99	99	99
资产合计	1,436	1,860	1,789	1,975	2,269	2,525	2,860
流动负债	278	628	478	522	653	734	872
非流动负债	0	12	1	3	6	10	15
股东权益	1,158	1,219	1,310	1,450	1,610	1,781	1,973
投入资本(IC)	941	888	711	672	710	688	760
<b>现金流量表</b>							
NOPLAT	196	137	202	241	295	341	398
折旧与摊销	34	38	37	37	39	43	49
流动资金增量	59	11	12	-3	-49	7	-58
资本支出	-109	-13	4	4	-66	-66	-101
自由现金流	179	173	256	279	220	325	288
经营现金流	326	196	289	288	301	409	410
投资现金流	-109	-13	4	4	-66	-66	-101
融资现金流	-165	181	-374	-111	-110	-147	-184
现金流净增加额	52	364	-81	181	125	197	125
<b>财务指标</b>							
<b>成长性</b>							
收入增长率	-2.1%	-22.9%	28.1%	18.5%	18.1%	14.5%	13.8%
EBIT 增长率	10.0%	-27.1%	47.7%	19.1%	22.7%	15.5%	16.6%
净利润增长率	26.5%	-35.1%	73.3%	24.4%	22.6%	15.6%	16.5%
利润率							
毛利率	24.7%	27.7%	27.6%	27.9%	28.5%	28.9%	29.3%
EBIT 率	8.7%	8.3%	9.5%	9.6%	10.0%	10.0%	10.3%
净利润率	7.5%	6.3%	8.5%	8.9%	9.3%	9.4%	9.6%
<b>收益率</b>							
净资产收益率(ROE)	15.6%	9.6%	15.5%	17.5%	19.3%	20.2%	21.2%
总资产收益率(ROA)	12.6%	6.3%	11.4%	12.8%	13.7%	14.2%	14.6%
投入资本回报率(ROIC)	20.8%	15.4%	28.4%	35.8%	41.6%	49.6%	52.3%
<b>运营能力</b>							
存货周转天数	41	60	60	55	55	55	55
应收账款周转天数	17	21	21	21	21	21	21
总资产周转天数	216	322	278	242	231	228	225
净利润现金含量	1.80	1.67	1.42	1.14	0.97	1.14	0.98
资本支出/收入	4%	1%	0%	0%	2%	2%	2%
<b>偿债能力</b>							
资产负债率	19.4%	34.4%	26.8%	26.6%	29.0%	29.5%	31.0%
净负债率	-18.8%	-27.2%	-45.7%	-53.6%	-55.9%	-61.4%	-61.5%
<b>估值比率</b>							
PE	47.3	72.8	42.0	33.8	27.5	23.8	20.4
PB	3.7	3.5	6.5	5.9	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA	16.5	20.5	30.0	25.1	20.5	17.4	14.7
P/S	1.8	2.3	3.6	3.0	2.6	2.2	2.0
股息率	1.3%	0.1%	1.3%	1.3%	1.8%	2.2%	2.6%



**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

**1. 投资建议的比较标准**

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

**2. 投资建议的评级标准**

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

**国泰君安证券研究**

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		