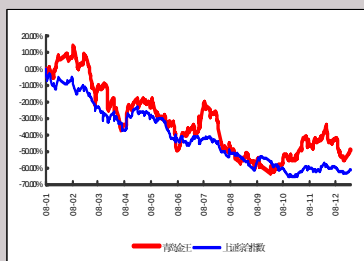



推荐，首次
股价合理区间：
 7-9 元

股价数据	
12 个月区间 (元)	24.65/3.71
股息收益率	0.94%
股本结构	
总市值 (亿元)	11.46
流通市值 (亿元)	5.38
总股本 (万股)	21461
流通 A 股 (万股)	10081
B 股 (万股)	0

股价表现图

相关研究报告：

 齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部

 分析师
 张永攀

 Tel: (8621) 5830 6453
 Fax: (8621) 5831 8543
 Email: gxzqymy@163.com

推进纵向一体化战略，巩固行业龙头地位

——青岛金王（002094）研究报告

盈利预测 (PE、PB 取报告日股价)

项目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万元)	456	547	553	720	937
主营业务成本 (百万元)	345	421	435	523	634
净利润 (百万元)	33	35	36	86	149
净资产收益率	8.02	7.7	7.3%	15.0%	20.6%
P/E	16.18	15.50	30.49	12.58	7.27
P/B	1.32	1.19	2.23	1.89	1.50
每股收益 (元)	0.32	0.33	0.17	0.40	0.70

投资要点

◇国内蜡制品行业龙头企业。公司突出新材料工艺蜡烛及相关工艺品的研制销售，采取订单驱动生产组织方式，在国际国内市场具有较强竞争优势。“Kingking”蜡工艺品为国内业内唯一名牌产品，具有一定的产品定价权，产能成为制约公司发展的一大瓶颈。与国外企业相比，国内企业具有原材料和劳动力综合成本优势，国内蜡制品 75% 出口。公司产品 95% 出口，主要出口到欧美，采取向沃尔玛、麦德龙、家乐福和瑞典宜家等主流零售商供货方式，多次被沃尔玛评为全球同行业最佳供应商。2008 年 11 月在欧盟反倾销调查初裁中胜出，初裁 6 个月之后将发布最终裁定结果。一俟终裁通过，未来五年将获得源源不断的超额订单，并可能借机展开对国内中小蜡烛企业的收购兼并。同时通过在越南开辟生产基地方式回避美国对来自中国产地蜡制品征收反倾销税制裁。随着生产规模的不断扩大，单位固定成本将不断下降，毛利率将不断上升。

◇积极推进纵向一体化发展战略。强化中游研发创新，每年新开发产品 7000 余种，提升 Kingking 品牌效应，在巩固公司在国内蜡制品行业龙头地位的同时，公司积极抢占上游能源资源，开拓市场终端销售网络，学习上海家化模式，在国内开高端精品连锁店，借助芬旎品牌，增加香熏护肤品、家具饰品和沐浴用品等销售。纵向一体化战略的实施，将大大拓宽公司的盈利空间，改变过去单纯从事蜡烛生产的单一盈利模式，进一步巩固公司在行业中的龙头地位。未来业绩增长主要不是靠产能的无限扩张，而是依靠品牌终端网络建设和上游资源开发。此外，公司投资 5200 万元参股青岛商业银行，金融风险投资迈出了坚实一步，也为公司融资提供了便利。

◇国内连锁店将采取自建、合资、收购和特许加盟等形式，店面分专柜、店中店、专卖店和旗舰店等几种，通过收购国内做家具饰品的已有连锁店，扩张速度将明显加快，最终将形成遍布全国大中城市的连锁网络和可复制的商业模式。扩张初期销售收入的增速将快于销售利润的增速，主要在于培育国内市场，扩张中后期，随着市场的培育和国内蜡制品消费习惯的改变，销售利润和销售收入将同步增长。目前尚处于导入初期。

◇在抢占上游资源方面，除在国内参股利津森化与陕西甘泉大明油气合作开发油田初见成效外，公司大股东有意在国外实施一系列能够终身拥有的永久性能源资源收

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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相关服务。我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。



购项目，油田气资产有望进一步做大，成熟油田气资产有望适时注入到上市公司。由于对上游资源的积极抢占纳入公司发展战略规划，推进力度将不在小，公司有望发展成为一家石油开采销售收入占比不断上升的袖珍型准石油开采企业。所开采石油主要以直接销售为主，同时也为公司有效控制蜡烛生产的原材料成本提供了选择余地。

◇在国外渠道建设方面，向主流零售商供货方式使公司对零售商的依赖性增大，很有必要建立自己独立的销售渠道，目前公司在 6 大洲 79 个国家和地区建立起 352 个国际客户业务往来关系，在 12 个国家设立总代理，形成独立销售网络体系。公司寻求与美国蜡烛生产巨头扬基烛业合作，通过借助其在美国的众多店中店销售，提高渠道控制力。在巩固欧美市场的同时，公司还积极拓展亚洲、澳洲和非洲市场。金王与芬旎品牌相互授权就是一种有意的尝试。

◇公司为自然人控股的民营企业，当前公司所处外部环境相对宽松：国家推行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，支持中小企业融资，提高出口退税率，不断下调利率，企业财务压力减轻，同时人民币升值步伐明显放缓，汇兑损失减少。此外，公司有可能再度通过国家高新技术企业评审，有望从 2008 年起继续执行 15% 的所得税税率。

◇募集资金项目进入收获期：年产 4000 万件新型聚合物基质复合体烛光系列产品扩建项目，该项目已转移至越南西贡省展鹏县铃中三期工业园实施，预计 2009 年 3 月底建成投产。新型环氧树脂复合材料及其制品项目变更为国内销售网络建设项目，在全国中心城市的商业中心开设 21 家分店，为消费者提供具有国际化流行趋势并引领时尚潮流的个性化产品，引导消费潮流，目前已在青岛、上海等地陆续开店。研究开发中心项目正在进行中，但比原计划进度有所推迟。

◇2009 年和 2010 年公司业绩有望出现快速增长，2009 年业绩增长的主要动力来自欧盟各国新增订单，以及资产注入，2010 年业绩增长的主要动力来自全球经济复苏、欧美需求增长和公司产能的彻底释放，以及资产的持续注入。保守预测 2008 年、2009 年和 2010 年 EPS 分别为 0.17 元、0.40 元和 0.70 元。

◇按照 DCF 法评估公司合理估值为 8.20 元。目前海外市场主要蜡烛生产上市公司的静态估值水平 PE、PB 值稍偏低，但 PEG 具有吸引力，综合绝对估值与相对估值比较，给予推荐评级。最佳买入时机应在欧盟终裁裁定日前夕的四月底五月初。

◇主要风险提示：纵向一体化经营加大公司新业务协调管理难度，尤其是商业连锁在管理协调和市场推广方面难度较大，连锁网络能否快速、经济、有效铺开有待观察，未来原材料价格波动风险，国家宏观调控政策变动风险，人民币存在进一步升值压力，大小非解禁套现风险。募股资金项目调整变更影响预期收益率的实现。



正文目录

1. 公司基本情况	- 1 -
1.1 全球蜡制品行业最大制造商之一	- 1 -
1.2 国内蜡制品行业领袖企业	- 1 -
1.3 产品差异化竞争	- 3 -
1.4 自然人控股的民营企业集团	- 5 -
2. 行业竞争态势	- 6 -
2.1 垄断竞争与完全竞争	- 6 -
2.1 国内外厂商竞争优势劣势比较	- 7 -
3. 业绩驱动因素分析	- 8 -
3.1 纵向一体化发展战略	- 8 -
3.2 在欧盟反倾销调查初裁中胜出，2009 年产销量有望大幅增长	- 8 -
3.3 抢占上游能源资源，油品贸易有望再现惊喜	- 9 -
3.3.1 参股利津森化，开发国内油田	- 9 -
3.3.2 收购海外小油田	- 9 -
3.4 积极推进市场终端销售网络建设	- 9 -
3.4.1 “商业连锁+芬旌品牌”力拓国内市场	- 9 -
3.4.2 有意与国外大厂商合作，增强海外渠道控制力	- 11 -
3.5 募集资金项目进入收获期	- 12 -
3.6 外部环境相对宽松	- 12 -
4. 盈利预测	- 14 -
4.1 盈利预测基本假设	- 14 -
4.2 收入与成本分产品预测	- 14 -
4.3 三大预测报表及主要财务数据	- 15 -
5. 估值及投资建议	- 17 -
5.1 相对估值	- 17 -
5.2 绝对估计	- 18 -
5.3 敏感性分析	- 19 -
5.4 投资建议	- 20 -
6. 风险提示	- 20 -



图表目录

图表 1 蜡制品生产全球六大巨头	- 1 -
图表 2 国内蜡制品生产企业竞争力比较	- 2 -
图表 3 公司主要产品放弃订单金额占销售额之比重	- 2 -
图表 4 金王出口价与国内其它企业平均出口价比较	- 2 -
图表 5 2002-2005 年国内蜡烛出口量及价格变化 万吨，美元/吨	- 3 -
图表 6 美国市场蜡烛价格指数	- 3 -
图表 7 分产品毛利率及整体毛利率变化	- 4 -
图表 8 分产品毛利率及整体毛利率变化	- 4 -
图表 9 收入分产品构成（2007 年）	- 4 -
图表 10 成本分产品构成（2007 年）	- 5 -
图表 11 公司销售收入增长趋势	- 5 -
图表 12 金王集团股权关系图	- 5 -
图表 13 党和国家领导人多次亲临公司现场视察调研	- 6 -
图表 14 中国出口占世界消费比重	- 7 -
图表 15 金王出口占中国出口比重	- 7 -
图表 16 2005 年我国蜡烛出口按金额的市场分布	- 7 -
图表 17 国内外厂商竞争优劣势比较	- 7 -
图表 18 纵向一体化发展战略示意	- 8 -
图表 19 龙之梦店（1）	- 10 -
图表 20 龙之梦店（2）	- 10 -
图表 21 龙之梦店（3）	- 10 -
图表 22 港汇店（1）	- 11 -
图表 23 港汇店（2）	- 11 -
图表 24 抚顺石化石蜡出厂价波动曲线	- 12 -
图表 25 收入与成本分产品预测	- 14 -
图表 26 三大预测报表	- 15 -
图表 27 国际估值比较	- 17 -
图表 28 绝对估值测算	- 18 -
图表 29 敏感性分析	- 19 -



1. 公司基本情况

1.1 全球蜡制品行业最大制造商之一

欧美国家是全球蜡制品的主要消费者，同时也是蜡制品的制造中心。公司是全球蜡烛、玻璃和时尚工艺品行业的优势供应商和最大制造商之一，突出差异化竞争，产品品种型号 38000 余种，蜡烛生产规模全球同行靠前，仅次于布雷斯公司、扬基烛业等在蜡制品行业浸淫多年的欧美国家传统厂商，拥有 1300 余项专利的 Kingking 品牌产品畅销世界 79 多个国家和地区。公司具有国际领先的研发中心，被瑞典宜家、SGS 授权为蜡烛产品标准检测机构。公司先后被评为中国名牌、中国出口名牌和国家重点高新技术企业，为美国沃尔玛、法国家乐福、德国麦德龙、瑞典宜家等 18 家世界 500 强企业的供货商，多次被沃尔玛评为全球同行业最佳供应商。

图表 1 蜡制品生产全球六大巨头

企业名称	所属国家	主要产品	2005 销售额 ¹	占全球市场份额的
Blyth,inc	美国	香味蜡、无味蜡、家居装	885 百万美元	约 7.85%
Yankee	美国	香味蜡	516 百万美元	约 4.54%
Bolsius	德国	餐蜡、杆蜡、茶蜡、香味	98 百万欧元	约 1.22%
Lancaster	美国	蜡烛和玻璃制品	126 百万美元	约 1.12%
S.C.Johnson	美国	香味蜡、空气清新型蜡	101 百万美元	约 0.90%
青岛金王	中国	新材料工艺蜡烛及相关	70 百万美元	约 0.62%

资料来源：公开信息，齐鲁证券研究所

1.2 国内蜡制品行业领袖企业

公司为国内蜡制品行业领袖企业。销售额排名保持国内第一，销售量相当于国内排名第二、第三和第四名的企业销量总和，出口销售额占中国出口总量的 10% 左右。2007 年公司实现销售收入超过 5 亿元，保持在国内的龙头领先地位。

“Kingking”蜡工艺品是国内蜡制品行业唯一名牌产品，具有一定的产品定价与议价权，出厂价比国内其它生产企业产品高出 60% 左右，但比国外同类产品的出厂价低出 50-100%。公司产品的出厂价仅占零售商最终售价的 25-40%，给足零售商盈利空间。与国外相比，公司产品毛利率水平不及国外产品的一半，价格具备上调空间。国内同行其它企业出口销售以代理加工为主，很少使用自有品牌，基本上不具备品牌营销能力。

国内企业具有原材料和劳动力综合成本优势，产能成为制约公司发展的一大瓶颈。公司实行订单驱动生产组织方式，很少出现产成品积压。

¹ Blyth和Yankee Candle的销售额数据均来自其披露的 2005 年年报或者根据年报数据及历史市场统计数据推算。其他数据来自明特国际《美国蜡烛市场调研报告》。



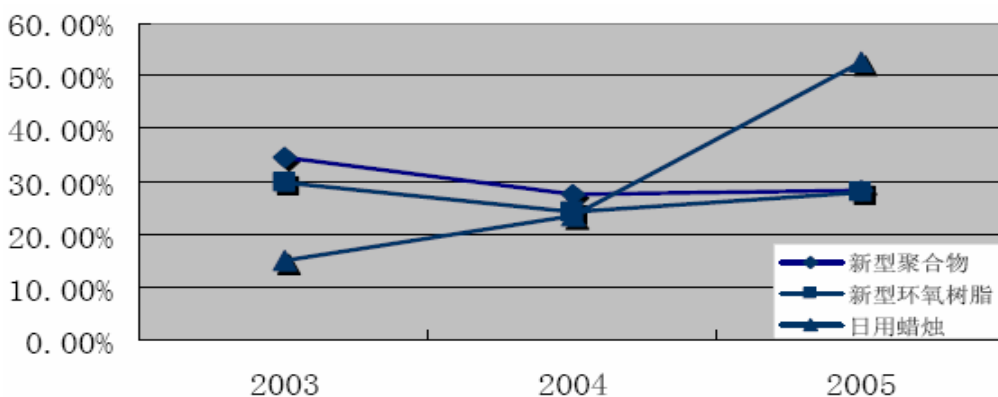
公司是第一个以自主品牌进入美国沃尔玛超市的中国大陆企业, 2005 年 Kingking 成为业内唯一入选国家商务部“重点培育和发展的出口品牌”, 2006 年公司在国内同行中首家荣获“中国名牌”称号。Kingking 品牌工艺蜡烛已逐渐被青岛金王打造成了时尚消费品市场中的佼佼者。

图表 2 国内蜡制品生产企业竞争力比较

企业名称	2003 年末资产 总额 (万元)	产品出口率 (%)			产品销售收入 (万元)		
		2001	2002	2003	2001	2002	2003
青岛金王应用化学股份有限公司	21,538	91.7	96.3	96.9	11,043	17,020	27,679
大连达伦特工艺有限公司	7,437	99.9	99.9	99.9	5,312	5,608	10,031
从化市广润蜡业有限公司	2,500	100.0	100.0	100.0	6,360	4,748	8,009
中山市中南烛业有限公司	2,166	100.0	100.0	100.0	5,289	6,256	7,311
浙江黄岩生生工艺品有限公司	4,291	100.0	100.0	93.2	4,163	4,166	5,493
浙江爱神蜡艺有限公司	2,666	100.0	100.0	100.0	1,580	3,800	5,409
抚顺市平天蜡制品厂	1,853	55.4	58.4	98.2	4,137	3,965	4,952
丹东恒通工艺品有限公司	1,419	13.5	78.5	89.6	1,332	3,257	4,008
仙居县隆胜工艺发展有限公司	1,764	100.0	100.0	99.9	2,145	2,670	3,444
青岛同辉丽光蜡制品有限公司	4,028	100.0	100.0	100.0	1,950	2,375	3,172

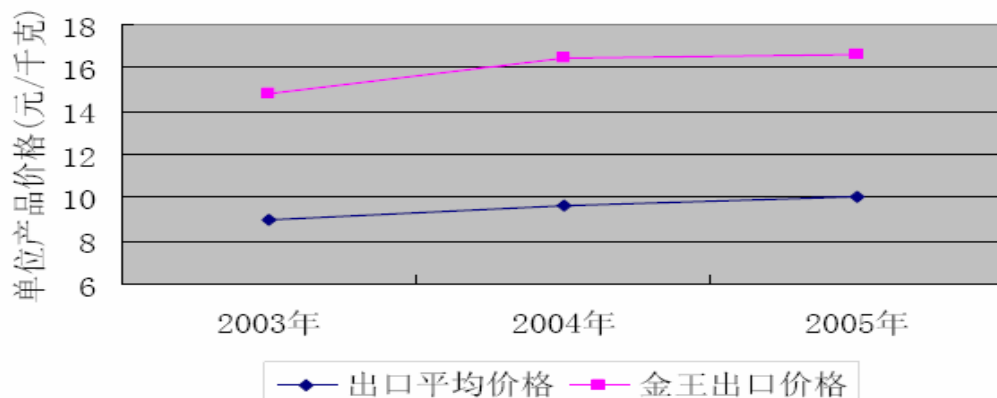
资料来源: 公司报表, 齐鲁证券研究所

图表 3 公司主要产品放弃订单金额占销售额之比重



资料来源: 公司报表, 齐鲁证券研究所

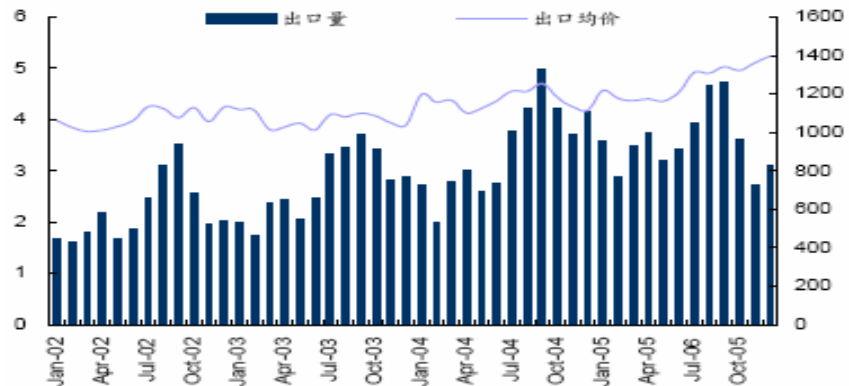
图表 4 金王出口价与国内其它企业平均出口价比较



资料来源: 公司报表, 齐鲁证券研究所

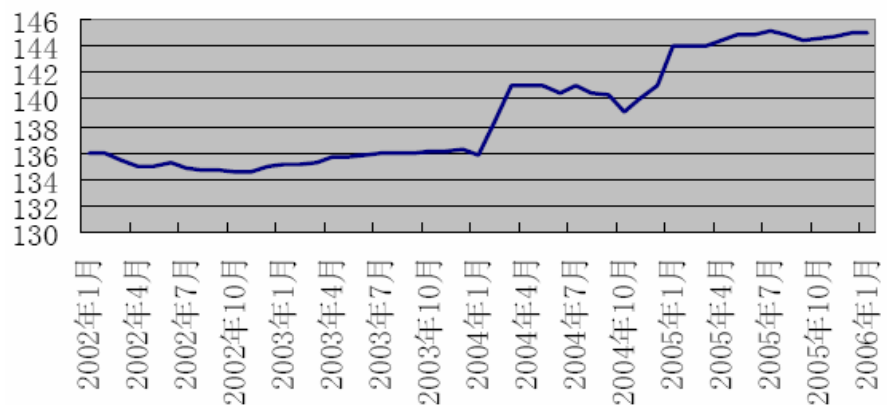


图表 5 2002-2005 年国内蜡烛出口量及价格变化 万吨，美元/吨



资料来源：公开信息，齐鲁证券研究所

图表 6 美国市场蜡烛价格指数



资料来源：公开信息，齐鲁证券研究所

1.3 产品差异化竞争

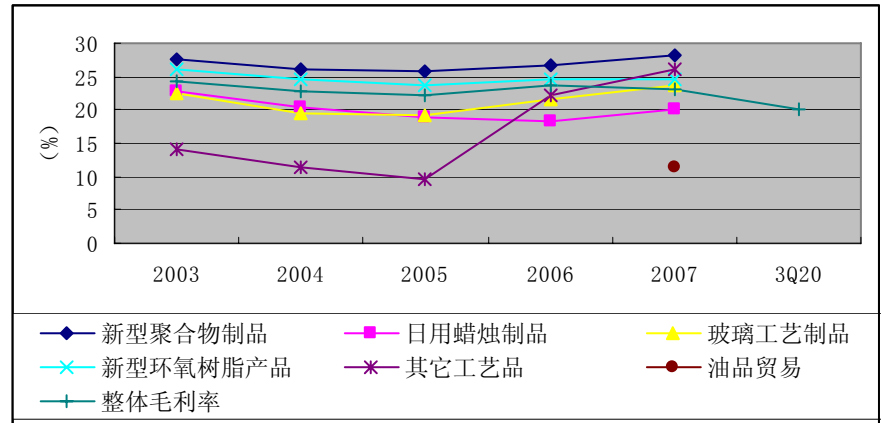
欧美厂商以大机器生产为主，凭借多年的积累占住高端市场。公司精于深加工，在标准化机制生产基础上，对产品进行性能、外观、芳香、环保和包装等多方面进行深度加工，增加产品的科技含量，并实行差别定价，突出产品差异化竞争，重点开发生产具有环保和香熏功能的新材料蜡、香味蜡及相关工艺制品，以植物蜡取代石蜡作为主要原材料，两者比例已接近 1: 1。主要产品包括新型聚合物基质复合体烛光材料系列产品、日用蜡烛制品、玻璃工艺制品、新型环氧树脂系列产品和其它工艺品五大类系列产品，同时积极抢占上游资源，辅以油品贸易，开拓国内终端销售市场，全面推进纵向一体化战略。

其中新型聚合物基质复合体烛光材料系列产品以环保、芳香著称，成为公司主打



拳头产品，公司生产的果冻蜡、水晶蜡和魔术蜡颇具创意，具有玲珑剔透质感，彰显高档气质，在国内消费观念升级换代的大潮中极具时尚冲击力。公司还创造了“出口三支小蜡烛等于一台大彩电的纯利润”的神话。

图表 7 分产品毛利率及整体毛利率变化



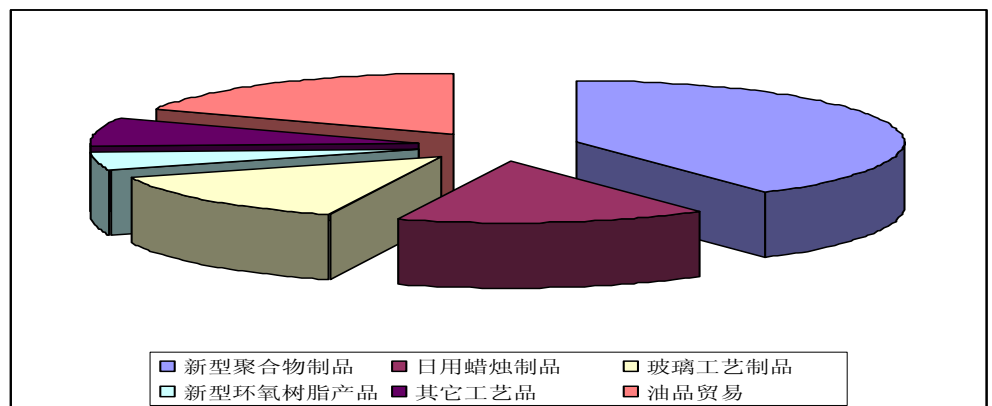
资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

图表 8 分产品毛利率及整体毛利率变化

	2003	2004	2005	2006	2007	3Q2008
新型聚合物制品	27.51	26.15	25.86	26.68	28.2	
日用蜡烛制品	22.73	20.32	18.81	18.41	20.04	
玻璃工艺制品	22.44	19.48	19.09	21.46	23.84	
新型环氧树脂产品	26.18	24.72	23.6	24.57	24.67	
其它工艺品	14.2	11.45	9.61	22.34	26.18	
油品贸易					11.39	
整体毛利率	24.38	22.82	22.24	23.84	23.01	19.97

资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

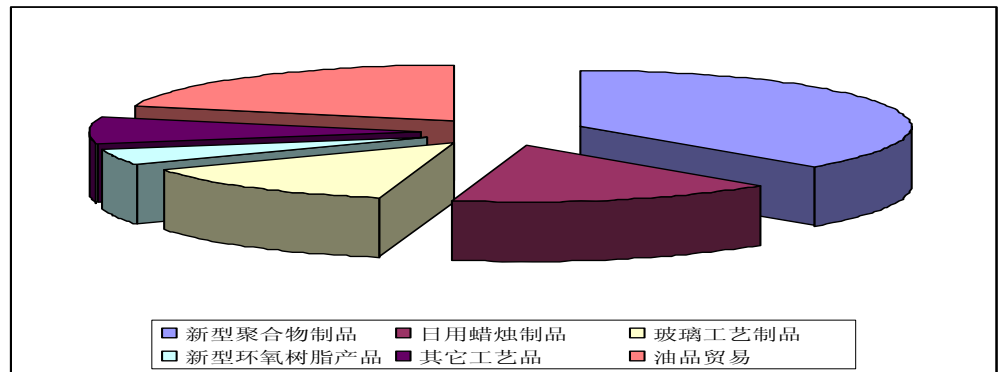
图表 9 收入分产品构成（2007 年）



资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

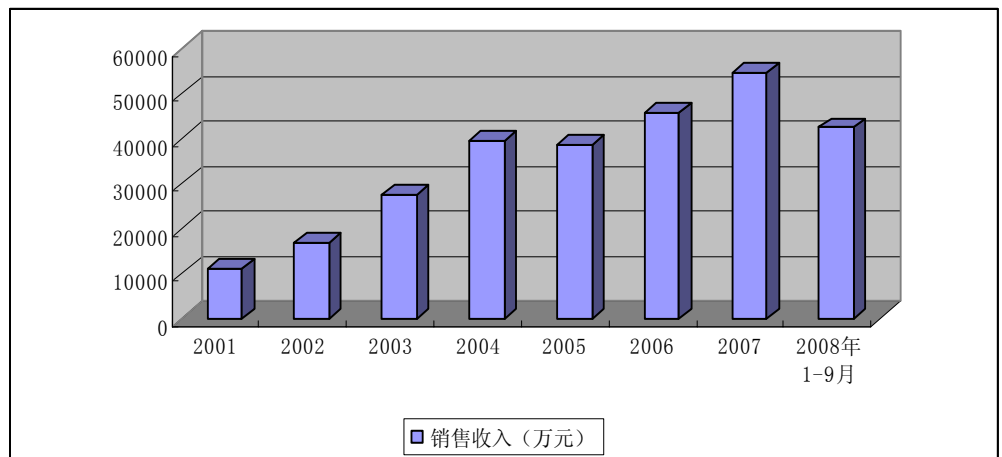


图表 10 成本分产品构成（2007 年）



资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

图表 11 公司销售收入增长趋势



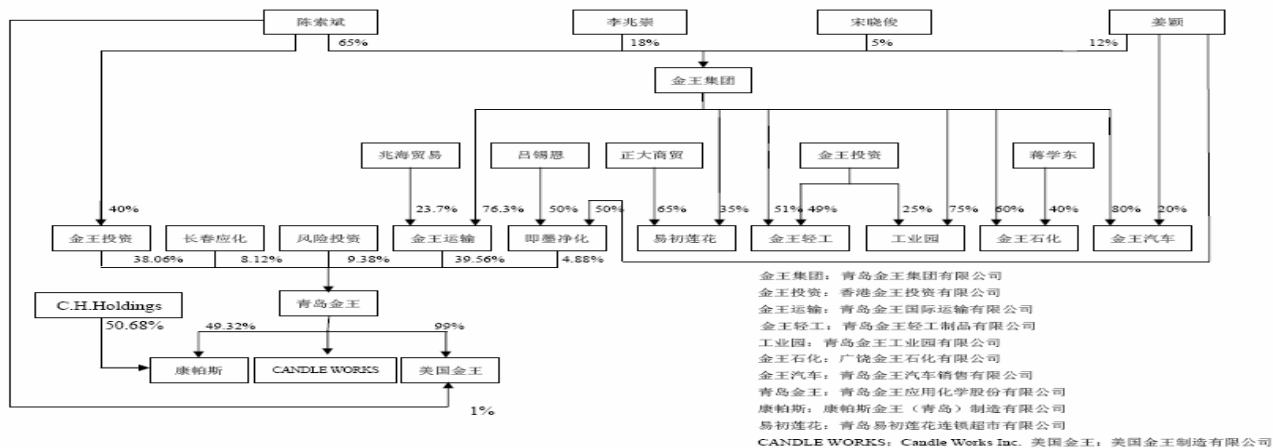
资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

1.4 自然人控股的民营企业集团

公司成立于 2001 年，由青岛金海工艺制品公司整体变更为外商投资股份有限公司，董事长陈索斌为公司实际控制人，也是青岛金王集团的实际控制人。

金王集团还涉足汽车、石化、轻工、运输、商贸超市、风险投资等众多领域，上市公司拥有实力较为雄厚的股东背景，近年来青岛金王影响力直线上升，作为山东中小企业典型代表，党和国家领导人多次前往公司现场视察调研。

图表 12 金王集团股权关系图



资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

图表 13 党和国家领导人多次亲临公司现场视察调研



资料来源：公开信息，齐鲁证券研究所

2. 行业竞争态势

2.1 垄断竞争与完全竞争

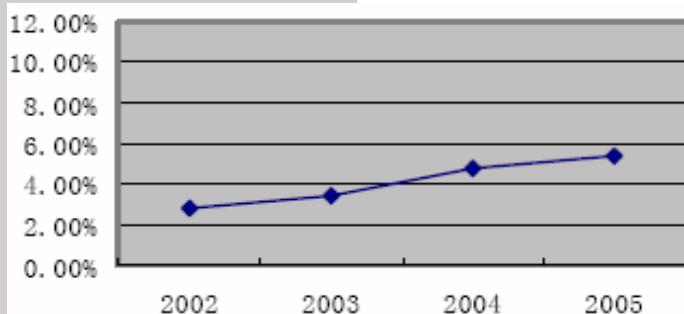
目前全球蜡制品消费重心和制造重心均在欧美国家，高端市场处于一种垄断竞争格局中，布雷斯公司与扬基烛业为世界蜡制品生产寡头，其它主要国外厂商年销售额均在 1 亿美元之上，且销售渠道畅通，拥有固定忠实的消费受众，引领消费潮流。低端市场则处于完全竞争状态。

根据美国蜡烛协会测算，全球蜡烛及相关工艺品的销售总额超过 100 亿美元，我国蜡制品销售额超过 40 亿元人民币，其中 75% 左右用于出口，出口量约占全球消费总量的 5-6% 左右。

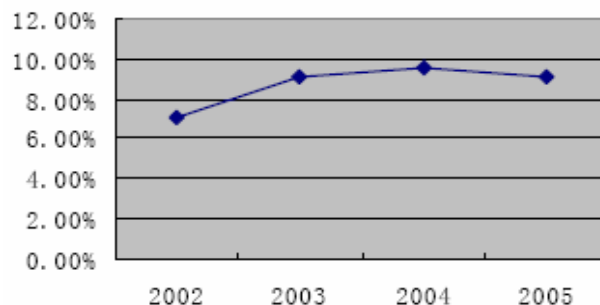
我国生产的蜡烛在出口市场选择上，用于照明与热食用的杆蜡主要出口非洲市场，工艺蜡烛主要出口欧美国家。2005 年出口欧洲按金额计算占中国出口总量的 52%。2007 年欧盟 2007 年自中国采购蜡烛产品 76850 万美元。



图表 14 中国出口占世界消费比重

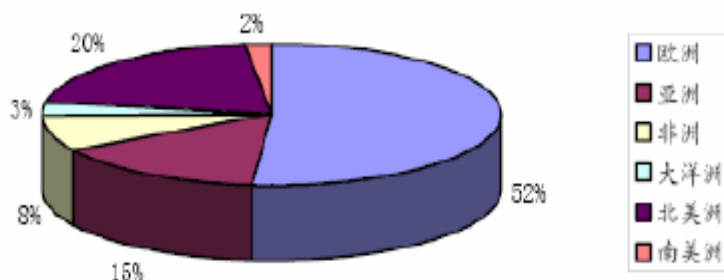


图表 15 金王出口占中国出口比重



资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

图表 16 2005 年我国蜡烛出口按金额的市场分布



资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

2.1 国内外厂商竞争优劣势比较

与国外大厂商相比，我国蜡烛生产企业总体处于劣势，但具备玻璃、石蜡等原材料充足与劳动力成本低等综合成本优势。我国是劳动力大国，劳动力成本低，也是世界上最重要的石蜡生产国，出口量占世界石蜡贸易量的 65%。正由于中国石蜡资源丰富，欧美国家才掀起一轮又一轮的针对产自中国以石蜡为原材料的蜡制品的反倾销制裁。玻璃也是中国最不缺少的产业资源。

图表 17 国内外厂商竞争优劣势比较

主要比较范畴	欧美主流厂商	以金王为代表的国内企业
主要产品类别	日用蜡烛、初级工艺蜡烛、香味蜡烛为主	深加工工艺蜡烛为主，辅以初级工艺蜡烛和日用蜡烛
产品创新特点	设计较传统、产品种类少，创新更新速度较慢，但易获文化认同	产品种类多，设计创新速度快，但是获得文化认同难度相对大
产品生产组织	标准化大规模生产为主，辅以少量人工加工，加工深度较低	标准化初加工与人工深度加工结合，装饰加工深度较高
生产成本	原料成本较高、人工等制造成本远高于我国	原料成本相对较低，人工等制造成本优势明显
市场占有率	均在 0.5% 以上，最高接近 10%	多数在 0.1% 以下，最高仅 0.5%
品牌效应	品牌效应明显、消费者认可度高	品牌效应不明显，仅金王初步形成自主品牌
产品销售渠道	自有渠道和零售企业等渠道并重，配合以其他渠道	主要以零售企业为主，自有渠道还待完善
产品售价和毛利率	由于渠道和品牌原因，售价高、毛利率也较高	由于渠道和品牌的阶段性特点，目前售价和毛利率相对低

资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

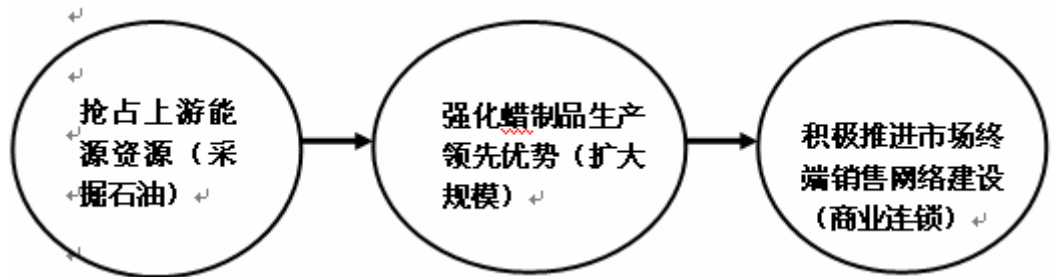


3. 业绩驱动因素分析

3.1 纵向一体化发展战略

公司在新一轮欧盟反倾销调查初裁中以征收 0% 的反倾销税而胜出，国内仅 3 家企业获此殊荣。在新一轮行业洗牌中，公司处于绝对优势竞争地位，公司生产规模有望迅速放大。在不断巩固和夯实公司在蜡制品及相关工艺品领先竞争地位的同时，公司还向上游抢占能源资源，同时积极推进市场终端销售网络建设，尤其是在开辟国内市场方面动足了脑子，纵向一体化发展战略的全面有效推进和实施成为公司最大的业绩驱动因素。

图表 18 纵向一体化发展战略示意



资料来源：公司报表，齐鲁证券研究所

3.2 在欧盟反倾销调查初裁中胜出，2009 年产销量有望大幅增长

公司在新一轮欧盟反倾销调查初裁中以征收 0% 的反倾销税而胜出，根据公司公告，国内仅有包括金王在内的三家企业获此殊荣，其它国内企业需征收 0% 以上，62.8% 以下的反倾销税，公司在新一轮国内行业洗牌中优势竞争地位得以进一步强化。

欧盟 2007 年自中国采购将近 8 亿美元蜡烛产品。受反倾销制裁冲击，预计国内 2009 年将近 1 亿美元的国内其它企业来自欧盟订单不得不转向青岛金王，同比增幅超过 100%，以新型聚合物产品基质复合体烛光材料系列产品需求最为集中。由于公司越南基地目标市场锁定为美国市场，公司产能瓶颈在 2009 年依然突出。

公司原产能介于 5000-6000 万美元水平，预计 2009 年公司国内外新增产能可达 1 亿美元，其中越南二期新增产能约 3500 万美元，本土通过调整新增 6000-7000 万美元，调整方式可采取加班加点、新增生产线，以及委托加工方式进行，公司面临扩大再生产。不排除对国内同行企业进行整合之可能。随着产能急剧扩张，单位固定成本降低，毛利率存上升动力，规模效应将充分显现。



3.3 抢占上游能源资源，油品贸易有望再现惊喜

拓展上游能源资源，不仅在于控制一部分原材料成本，同时也成为公司主业衍生的一种方式，公司不仅局限在国内寻找合作伙伴采掘次级油井，而且把目光瞄向更具挑战性的海外石油资源的永久性收购。

3.3.1 参股利津森化，开发国内油田

公司通过与地方企业合作，成为首批介入石油开采勘探的非国有控股企业。2007年4月公司受让利津生化40%股权，染指石油开采。利津森化主要从事石脑油、改良性沥青、重蜡油和轻蜡油生产。利津森化与陕西甘泉大明油气合作开发油田已实现盈利。合作开发区块探明储量约670万吨，经济可采储量约100万吨，合作期限7年。截至2008年底已开采50多口井，所开采石油以3300元/吨出售给中石化。2009年和2010年开采油井数将达到100-120口。估计仅油田开采，2008年可为公司带来400-500万元左右投资收益。

3.3.2 收购海外小油田

公司大股东凭借海外人脉资源关系，有意在海外实施一系列能够终身拥有的永久性资源收购项目，大股东在海外积极寻找可收购项目，油田气资产有望进一步做大，成熟油田气资产有望适时注入到上市公司。由于对上游资源的积极抢占纳入公司发展战略规划，推进力度将不在小，公司有望发展成为一家石油开采销售收入占比不断上升的袖珍型准石油开采企业。所开采石油主要以直接销售为主，同时也为公司有效控制蜡烛生产的原材料成本提供了选择余地。石油作为一种战略资源，其价值不能以一时的价格论处，如果海外油田资产能够注入到上市公司，将显著提升公司的业绩和估值吸引力。

3.4 积极推进市场终端销售网络建设

渠道控制力是决定公司成败的关键。公司产品销售过分依赖海外主流零售商成为其软肋，如何提高海外市场渠道控制力是公司发展必须解决的一个问题，同时由于消费习惯不同，国内市场仍处在导入阶段，如何尽快打开潜力巨大的国内市场成为公司发展道路上的另一道坎。

3.4.1 “商业连锁+芬旎品牌”力拓国内市场

公司用足脑子，巧借芬旎品牌，搭建国内销售网络。2008年10月15日，公司与意大利德兰公司签订商标权相互授权使用合作协议，对公司国内销售网络建设项目产生积极影响，意大利德兰公司的“FENNI ALEXANDER”和“芬旎”品牌产品将极大地丰富和提高公司国内销售产品的品种和档次，使公司产品能够更好地满足国内高端零售市场的需求。公司借助资本市场力量，加速对中国内地营销渠道布局和产业链整合之大行作，已经显露冰山一角。



Fenni (芬旎) 品牌源自意大利 Alexander (亚历山大) 家族传统的花市生意, 蕴含着意大利独特的家族传统和美丽风情。芬旎与金王相互授权, 金王借助意大利芬旎品牌, 利用芬旎品牌在时尚专业香熏精油护肤品市场的独特影响力, 在上海及周边开设零售店。销售产品主要为介于家具饰品、香薰、化妆品、精油, 护肤品和沐浴用品之间的时尚精致消费品, 公司生产的新材料烛光系列精致产品点缀其中, 以香薰作为主线, 延伸护肤品, 相当于“小宜家”, 即没有宜家规模大, 宜家家居采取大卖场形式, 主要销售家具饰品与家园摆设。部分产品采用 OEM 方式进行贴牌生产,

除青岛店外, 目前公司在上海开设了四家芬旎店, 4 家店铺总面积达 400 多平米, 日均销售额过万元。这 4 家店分别为: 1、龙之梦购物中心: 上海市长宁路 1018 号 (龙之梦购物中心蓝中庭二楼 2073); 2、港汇购物广场: 上海市徐汇区虹桥路一号 (港汇购物广场五楼 515); 3、七宝嘉茂购物广场: 上海市七莘路 3655 号 (七宝嘉茂购物广场二楼 209); 4、仲盛广场: 上海市都市路 5001 (仲盛广场一楼 GF49)。

上海多家一线百货商场也已经与芬旎洽谈品牌进入事宜。芬旎中国经营团队已经收到了首批约有 30 个城市有意向伙伴的积极反馈以及众多内地一线百货商场的合作邀请。

图表 19 龙之梦店 (1)



图表 20 龙之梦店 (2)



图表 21 龙之梦店 (3)



资料来源: 公开信息, 齐鲁证券研究所



图表 22 港汇店（1）



图表 23 港汇店（2）



资料来源：公开信息，齐鲁证券研究所

3.4.2 有意与国外大厂商合作，增强海外渠道控制力

在国外渠道建设方面，向主流零售商供货方式使公司对零售商的依赖性增大，很有必要建立自己独立的销售渠道，公司有意寻求与全球蜡烛生产巨头美国扬基烛业展开深度合作，通过借助其在美国的众多店中店销售公司产品，增强渠道控制力。在巩固欧美市场的同时，公司还积极拓展亚洲、澳洲和非洲市场，目前公司在 6 大洲 79 个国家和地区建立起 352 个国际客户业务往来关系，在 12 个国家设立总代理，形成独立销售网络体系。金王与芬旎品牌相互授权就是一种有意的尝试，为金王海外销售渠道的开辟提供了新思路。



3.5 募集资金项目进入收获期

募集资金项目进展：1、年产 4000 万件新型聚合物基质复合体烛光系列产品扩建项目，该项目已转移至越南西宁省展鹏县铃中三期工业园实施，预计 2009 年 3 月底建成投产。2、新型环氧树脂复合材料及其制品项目变更为国内销售网络建设项目，在全国中心城市的商业中心开设 21 家分店，为消费者提供具有国际化流行趋势并引领时尚潮流的个性化产品，引导消费潮流，目前已在青岛、上海等地陆续开店。3、研究开发中心项目正在进行中，但比原计划进度有所推迟。

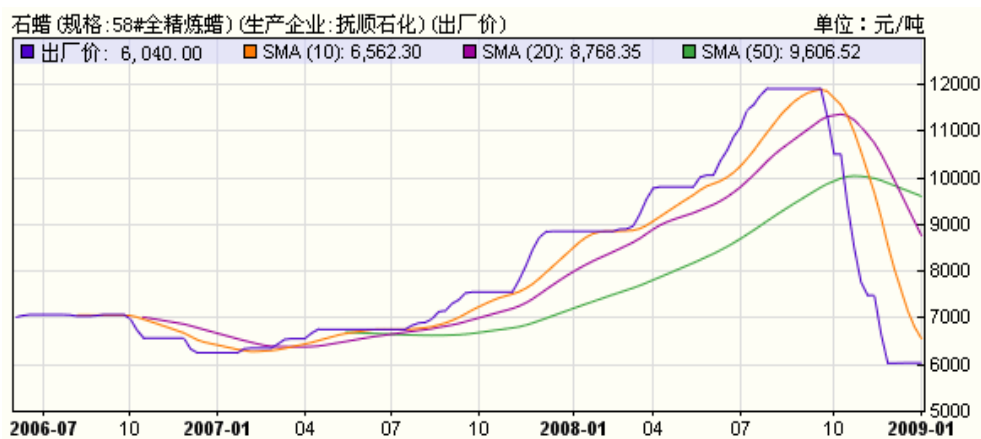
公司募股资金投资项目经过变更调整，更加符合市场形势的变化，并将陆续产生效益，成为公司利润增长点。但同时由于项目调整变更，难免产生内耗，影响了募股资金总体使用效率。

3.6 外部环境相对宽松

进入 2008 年四季度以来，全球经济迅速转入下行周期，我国适时调整了宏观调控政策，公司外部经营环境由紧变松。

原材料价格显著下降，成本压力锐减。由于国际油价持续下跌，带动国内石蜡和棕榈蜡价格同步调整，石蜡与石油价格基本保持同方向波动，棕榈蜡作为石蜡替代品，具有一定独立性，但也与石蜡具有一定的互动关系。国内石蜡价格从 2008 年 9 月 12000 元/吨下跌至目前 6000 元/吨，跌幅达到 50%，同期棕榈蜡价格从 10000 元/吨下跌至 5000 元/吨，跌幅也达到 50%。

图表 24 抚顺石化石蜡出厂价波动曲线



资料来源：隆众石化网，齐鲁证券研究所

国家推行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，支持中小企业融资，提高出口退税率，不断下调利率，企业财务压力减轻，同时人民币升值步伐明显放缓，汇兑损失减少。此外，公司有可能通过国家高新技术企业再评审，有望从 2008 年起继续执行 15% 的优惠所得税税率。



公司主要产品出口退税率近年变化情况为：1、蜡烛。2004 年前为 17%，2004-2007 年 7 月下调至 13%，2007 年 7 月至今为 9%。2、玻璃。2007 年 7 月前 13% 2007 年 7 月至 2008 年 12 月为 5% 2008 年 12 月上调至 11%。3、烛台（非照明装置）。2007 年 7 月前为 13% 2007 年 7 月至 08 年 12 月为 11%，2008 年 12 月上调至 13%。



4. 盈利预测

4.1 盈利预测基本假设

盈利预测基于以下基本假设：

- 1、欧盟终裁将维持初裁裁定；
- 2、通过高新技术企业复审认定；
- 3、上游能源资源收购开采能有效推进；
- 4、市场终端网络建设能逐步铺向全国大中城市；
- 5、所做预测为保守预测，实际业绩水平可能超出预测。

4.2 收入与成本分产品预测

图表 25 收入与成本分产品预测

	营业收入（万元）				营业成本（万元）				毛利率（%）			
	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
新型聚合物基质复合体烛光材料系列产品	21893	21900	30600	39780	15719	16087	20841	27078	28.2	26.54	31.89	31.93
日用蜡烛制品	8390	8300	9130	10500	6709	6744	6992	8037	20.04	18.78	23.41	23.45
玻璃工艺制品	7476	7000	7500	8500	5694	5438	5585	6327	23.84	22.34	25.53	25.56
新型环氧树脂系列产品	2572	2400	2500	2800	1937	1859	1828	2045	24.67	22.87	26.87	26.94
其它工艺品	4363	4000	4500	5100	3220	3019	3206	3628	26.18	24.68	28.74	28.85
油品贸易	9769	11400	17570	26820	8656	10149	15134	23073	11.39	11.05	13.86	13.97
加总/平均	54463	55000	71800	93500	41935	43300	52100	63200	23.01	21.04	25.05	25.12

资料来源：齐鲁证券研究所



4.3 三大预测报表及主要财务数据

图表 26 三大预测报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	669	629	760	971	营业收入	547	553	720	937
现金	360	412	477	590	营业成本	421	435	523	634
应收账款	104	73	100	146	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	30	9	13	20	营业费用	22	28	35	45
预付账款	75	43	58	79	管理费用	48	42	56	75
存货	99	89	107	135	财务费用	20	5	-1	-2
其他	0	3	4	2	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	214	185	184	184	公允价值变动收				
长期投资	41	18	22	26	益	0	0	0	0
固定资产	153	146	138	131	投资净收益	-0	-0	-0	-0
无形资产	16	18	21	24	营业利润	33	43	107	185
其他	4	3	3	2	营业外收入	5	1	2	2
资产总计	883	815	944	1155	营业外支出	1	0	0	0
流动负债	331	215	245	294	利润总额	38	45	108	187
短期借款	237	104	123	142	所得税	3	9	22	37
应付账款	32	38	42	52	净利润	35	36	86	149
其他	61	72	81	100	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	96	112	124	138	归属母公司净利润	35	36	86	149
长期借款	90	108	120	134	EBITDA	67	56	114	191
其他	5	4	4	4	EPS (元)	0.33	0.17	0.40	0.70
负债合计	427	327	370	432	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	107	215	215	215	成长能力				
资本公积	209	102	102	102	营业收入	19.7%	1.2%	30.1%	30.1%
留存收益	141	172	258	407	营业利润	-5.2%	30.8%	145.1%	73.5%
归属母公司股东权益	456	488	574	723	归属于母公司净利润	3.2%	1.7%	142.3%	73.0%
负债和股东权益	883	815	944	1155	获利能力				
现金流量表					毛利率	23.0%	21.4%	27.4%	32.3%
单位: 百万元					净利率	6.4%	6.4%	12.0%	15.9%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	7.7%	7.3%	15.0%	20.6%
经营活动现金流	-46	157	41	87	ROIC	6.3%	5.5%	10.3%	14.6%
净利润	35	36	86	149	偿债能力				
折旧摊销	13	8	8	8	资产负债率	48.4%	40.1%	39.2%	37.4%
财务费用	20	5	-1	-2	净负债比率	76.76%	65.16%	65.75%	63.85%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	2.02	2.93	3.09	3.30
营运资金变动	-112	106	-53	-69	速动比率	1.72	2.51	2.66	2.85
其它	-4	2	-0	0	营运能力				
投资活动现金流	-47	20	-7	-8	总资产周转率	0.69	0.65	0.82	0.89
资本支出	17	0	0	0	应收账款周转率	6	6	8	8



长期投资	-36	-23	4	4	应付账款周转率	13.00	12.35	13.12	13.55
其他	-67	-3	-3	-4	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	133	-125	31	35	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.17	0.40	0.70
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.22	0.73	0.19	0.40
短期借款	116	-133	19	19	每股净资产(最新摊薄)	2.12	2.27	2.67	3.37
长期借款	30	18	12	14	估值比率				
普通股增加	0	107	0	0	P/E	15.50	30.49	12.58	7.27
资本公积增加	0	-107	0	0	P/B	1.19	2.23	1.89	1.50
其他	-13	-10	1	2	EV/EBITDA	15	18	9	5
现金净增加额	39	52	65	113					

资料来源：齐鲁证券研究所



5. 估值及投资建议

5.1 相对估值

从静态估值角度分析，金王公司 32.18 倍的 P/E 和 5.06 倍的 P/B 水平，在国内同类公司中处于中上位置，其 P/E 与 P/B 分别比美国公司的中位值和平均值也高出不少，其中美国布雷斯公司（BTH US EQUITY）P/E 仅 5.07 倍。但从动态 PEG 角度进行估值比较，金王公司估值仍相当具有吸引力。扬基烛业（YCC US EQUITY）已退市。

图表 27 国际估值比较

名称	简称	最新价	P/E	P/B
China (5 securities)				
Average			48.70	4.77
Median			32.18	3.36
600637 CH Equity	SVA INFO IND-A	3.26	146.85	2.74
000662 CH Equity	SOFTTO CO LTD	3.91	14.50	3.36
600315 CH Equity	SHANGHAI JAHWA	29.37	46.37	9.93
600249 CH Equity	LIUZHOU LIANGM-A	5.05	3.61	2.75
002094 CH Equity	QINGDAO KING -A	5.31	32.18	5.06
United Kingdom (1 security)				
Average			19.05	8.83
Median			19.05	8.83
RB/ LN Equity	RECKITT BENCKISE	2721	19.05	8.83
United States (19 securities)				
Average			14.75	3.97
Median			11.58	2.87
BTH US Equity	BLYTH INC	6.89	5.07	3.70
CHD US Equity	CHURCH & DWIGHT	55.35	20.42	3.32
LTD US Equity	LIMITED BRANDS	10.96	8.24	3.01
RUS US Equity	RUSS BERRIE & CO	3.38	9.66	2.14
ENCZQ US Equity	ENESCO GROUP INC	0.0002	N/A	0.51
RGR US Equity	STURM RUGER & CO	6.31	48.54	2.24
AM US Equity	AMER GREETINGS-A	7.28	5.82	0.97
CENT US Equity	CENTRAL GARDEN	5.76	13.09	0.85
CHTT US Equity	CHATTEM INC	67.29	17.30	6.71
LANC US Equity	LANCASTER COLONY	34.8	19.89	2.40
SMG US Equity	SCOTTS MIRACLE-A	31.2	15.37	3.35
VOXX US Equity	AUDIOVOX CORP	4.9	N/A	0.49
LBY US Equity	LIBBEY INC	1.74	N/A	2.48
LENX US Equity	LENOX GROUP INC	0.0051	N/A	0.30
USNA US Equity	USANA HEALTH SCI	32.6	14.49	17.08
TUP US Equity	TUPPERWARE BRAND	23.35	8.89	3.89
NUS US Equity	NU SKIN ENTERP-A	10.57	10.07	3.79
CEDC US Equity	CENTRAL EURO DIS	23.57	9.62	2.87



YCC	US Equity	YANKEE CANDLE CO	N/A	N/A	15.39
-----	-----------	------------------	-----	-----	-------

资料来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

5.2 绝对估计

图表 28 绝对估值测算

1、历史和预测 FCFF		历史 FCFF				
项目(单位: 百万元)	预测方法	2003	2004	2005	2006	2007
EBIT	来自利润分配表	32.72	43.45	37.17	50.40	53.31
息前税后利润(NOPLAT)	构稽计算	28.92	39.74	35.26	46.65	49.75
加: 折旧与摊销	来自现金流量表	0.00	0.00	0.00	11.38	13.39
营业现金毛流量	构稽计算	28.92	39.74	35.26	58.03	63.14
减: 追加营运资本	来自营运资本	24.35	2.58	72.63	2.18	109.44
经营现金净流量	构稽计算	4.57	37.16	-37.38	55.84	-46.30
减: 资本支出	来自资本投资	88.54	34.65	1.61	19.36	10.63
加: 资产减值准备	来自现金流量表	0.00	0.00	2.88	0.73	-3.00
FCFF	构稽计算	-83.97	2.51	-36.11	37.21	-59.93

2、永续增长阶段 FCFF	
永续增长率 (%)	2.00%

3、WACC 和折现		预测方法	高速增长阶段	永续增长阶段
项目		最近3年β		
贝塔值 (β)		200.00%	0.882	0.882
无风险利率 (%)	预测值		2.52%	2.52%
市场的预期收益率 (%)	预测值		8.00%	8.00%
股权资本成本 (Ke)	构稽计算		7.36%	7.36%
债务成本 Kd (%)	预测值		5.68%	5.68%
债务比率 D/(D+E) (%)	预测值		23.19%	23.19%
WACC	构稽计算		6.97%	6.97%

4、公司内在评估价值				企业价值 (现值)		
公司核心评估价值	高速+永续折现	1,686.92	80.77%	公司核心现值 EV	构稽计算	1,012.19
其中: 显性价值	最近 3 年折现	247.73	11.86%			
	最近 3 年->高速增长阶					
其中: 半显性价值	段止折现	253.86	12.15%			
其中: 永续增长价值	永续增长阶段折现	1,439.19	68.91%			



加：公司非核心评估价值	来自营运资本	401.66	19.23%			
公司评估总价值	构稽计算	2,088.58		企业总价值现值	构稽计算	1,413.85
减：债务价值	来自营运资本	327.82				
减：少数股东权益	来自资产负债表	0.10				
公司内在评估价值	构稽计算	1,760.66		企业权益价值现值	总股本*收盘	1,085.93
估值日总股本(百万股)	来自目录	214.61				
每股内在价值(元)	内在评估价值/估值日总股本	8.20		评估日收盘价(元)	来自目录	5.06
P/E(隐含)	每股内在价值/(N+1 年 EPS)	49.44		P/E(市场)	估值日收盘/(N+1 年 EPS)	30.49

资料来源：齐鲁证券研究所

5.3 敏感性分析

图表 29 敏感性分析

	永续增长率 Gn (%)					
WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	
1.97%	20.77	41.01	-1127.80	-35.95	-17.67	
2.97%	13.92	20.38	40.23	-1105.99	-35.24	
3.97%	10.52	13.66	20.00	39.47	-1084.80	
4.97%	8.49	10.33	13.42	19.64	38.74	-1
5.97%	7.15	8.35	10.15	13.18	19.28	
6.97%	6.18	7.03	8.20	9.98	12.95	
7.97%	5.47	6.08	6.91	8.07	9.81	
8.97%	4.91	5.38	5.98	6.79	7.93	
9.97%	4.46	4.83	5.29	5.89	6.68	
10.97%	4.10	4.39	4.76	5.21	5.79	
11.97%	3.79	4.03	4.33	4.68	5.13	
12.97%	3.53	3.74	3.97	4.26	4.61	

资料来源：齐鲁证券研究所



5.4 投资建议

鉴于公司较好的成长性，建议在阶段性的低点积极买入，重大订单签订和资产收购等重大事件成为重要推动因素，最佳买入时点应在欧盟终裁裁定日前夕的四月底五月初。未来一年内目标价应能冲击 10 元。

6. 风险提示

纵向一体化经营加大公司新业务协调管理难度，尤其是商业连锁在管理协调和市场推广方面难度较大，连锁网络能否快速有效铺开有待观察，未来原材料价格波动风险，国家宏观调控政策变动风险，人民币存在进一步升值压力，大小非解禁套现风险。募股资金项目调整变更较大，影响预期收益率的实现。


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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相关服务。我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“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，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和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791