

星星之火，可以燎原

——青岛金王（002094）调研简报

分析师

王刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

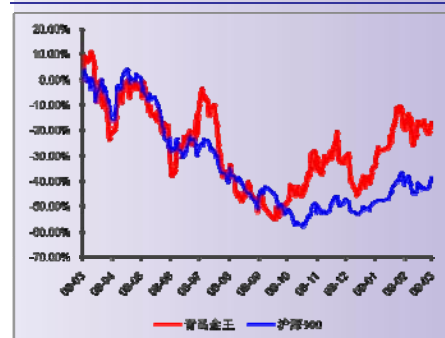
✉ wanggang@cgws.com

投资评级：谨慎推荐
最新收盘：7.15 元

盈利预测

万元	07A	08E	09E
营业收入	54654	60119	84167
营业成本	42076	49959	70279
营业利润	3323	1153	4377
利润总额	3754	1153	4377
所得税	250	81	306
净利润	3503	1072	4070
EPS	0.326	0.100	0.379

近日走势



相关报告

要点：

- 金王是国内最大、世界第六大的蜡烛生产企业，金王 90%以上的产品出口，其出口额占全国的约 10%，同时也是全国工业企业专利申请量前 10 强。
- 欧洲对我国蜡烛的反倾销调查，在去年公布的初裁结果中，金王赢得了零税率的胜利，国内仅三家企业得到零税率，其余企业都要交纳高额出口关税，因此，客观上帮助金王进一步占领出口市场，每年金王出口欧洲的量约占国内欧洲总出口量的 25%，预计 09 年金王的出口订单量能够增长 100%，营业收入增长为 40%左右。
- 在开拓国内市场方面，2008 年 10 月 14 日，金王与意大利德兰集团签订了商标相互授权协议，由金王全权代理该集团的 FENNI ALEXANDER 和芬旎商标在中国境内（含港澳台）的使用，金王此举意图以香薰、洗浴、护肤品的消费带动蜡烛产品的消费。
- 公司参股利津森化，涉足原油开采，进一步作长产业链，既加强了原料渠道，又得到了新的利润增长点。
- 我们认为公司 08、09、10 年每股收益将分别为 0.10、0.38、0.64 元，目前股价 7.15 元，对应着 71.6 倍、18.8 倍、11.1 倍市盈率。我们以 09 年 20 倍市盈率估值，目标价 7.6 元，给予谨慎推荐评级。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



调研基本情况

1, 公司的核心竞争力: 规模优势与研发优势

青岛金王是一家生产蜡烛的企业, 虽然是蜡烛, 却是我国民营企业中的佼佼者, 胡锦涛总书记、温家宝总理都曾多次到金王视察。

蜡烛产业在我国并不发达, 人们对蜡烛的印象还停留在停电时的照明工具上, 也正是由于国内消费观念还没建立起来, 国内的蜡烛产品主要是出口。

金王是国内最大、世界第六大的蜡烛生产企业, 其出口额占全国的约 10%, 是第二名 3 倍, 比第 2-4 名的总和还要多。

金王生产的蜡烛, 不流泪、无烟气, 颜色多种多样, 同时结合不同的主题, 生产出不同的造型。我们在金王的样品间看到了多达几万种的样品。而金王的生产方式也是又订单企业来样品间选择需要的造型款式, 由金王来按照订单生产。

公司是全国工业企业专利申请量前 10 强, 截至 2006 年 6 月 30 日, 公司共申请专利 1221 项, 其中发明专利 19 项, 实用新型 30 项, 外观设计 1172 项; 有 826 项已授权。

金王在越南设立了一个生产基地, 09 年二期工程将竣工投产, 金王的产能将能够提升 60%。

2, 公司的看点: 09 年看量升, 10 年看价涨

美国对我国出口的蜡烛产品征收高额的反倾销税, 因此国内的蜡烛出口主要是销往欧洲, 出口的方式主要是通过宜家、沃尔玛、家乐福等大型零售商的订单采购。欧洲对我国蜡烛的反倾销调查, 在去年公布的初裁结果中, 金王赢得了零税率的胜利, 国内仅三家企业得到零税率, 其余企业都要交纳高额出口关税, 因此, 客观上帮助金王进一步占领出口市场, 每年金王出口欧洲的量约占国内欧洲总出口量的 25%, 预计 09 年金王的出口订单量能够增长 100%, 但是由于随着原油价格下跌蜡烛产品价格也发生了下降, 因此, 营业收入增长为 40% 左右。而 2010 年的看点就在于产品价格恢复而带来的营业收入增长。

3, 未来的发展: 开拓国内市场, 延伸产业链

国内的蜡烛市场仍然是一片未开发的处女地, 但是培育人们的消费观念却是一个长时期的过程。金王在开拓国内市场方面, 采取了和国外不同的道路。

2008 年 10 月 14 日, 金王与意大利德兰集团签订了商标相互授权协议, 由金王全



权代理该集团的 FENNI ALEXANDER 和芬旎商标在中国境内（含港澳台）的使用，金王此举意图以香薰、洗浴、护肤品的消费带动蜡烛产品的消费。目前金王已经在北京上海等地建立的多个专卖店，更多的店正在筹划之中。

青岛金王进一步向上游产业链延伸，本意是想加强原料渠道，但却未公司增加了新的看点。青岛金王持有利津森化 40%的股权，合作开采陕西的原油区块，合作期限 7 年，经济可采储量超 100 万吨，利津森化占 80%分成比例。同时，金王的大股东也在利用在国外的人脉关系介入海外石油生产。这些都为金王未来的成长提供了帮助。

盈利预测

通过长城证券盈利预测模型，我们认为公司 08、09、10 年每股收益将分别为 0.10、0.38、0.64 元，目前股价 7.15 元，对应着 71.6 倍、18.8 倍、11.1 倍市盈率。我们以 09 年 20 倍市盈率估值，目标价 7.6 元，给予谨慎推荐评级。



利润表（万元）	2007A	2008E	2009E	2010E	主要财务指标	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	54654	60119	84167	101000	成长性				
营业成本	42076	49959	70279	83325	营业收入增长	19.7%	10.0%	40.0%	20.0%
利息收入	0	445	422	396	营业成本增长	21.8%	18.7%	40.7%	18.6%
利息支出	0	2358	2358	2358	营业利润增长	-5.2%	-65.3%	279.7%	69.8%
销售费用	2184	2285	2525	2727	利润总额增长	2.3%	-69.3%	279.7%	69.8%
管理费用	4772	4810	5050	5555	净利润增长	3.2%	-69.4%	279.7%	69.8%
投资净收益	-49	0	0	0	盈利能力				
营业利润	3323	1153	4377	7431	毛利率	23.0%	16.9%	16.5%	17.5%
营业外收支	430	0	0	0	销售净利率	6.4%	1.8%	4.8%	6.8%
利润总额	3754	1153	4377	7431	ROE	7.7%	2.3%	8.0%	12.0%
所得税	250	81	306	520	ROIC	13.9%	7.1%	11.8%	14.4%
少数股东损益	0	0	0	0	营运效率				
净利润	3503	1072	4070	6911	销售费用/营业收入	4.0%	3.8%	3.0%	2.7%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	8.7%	8.0%	6.0%	5.5%
货币资金	36029	37204	32333	32876	投资收益/营业利润	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	10402	11423	15992	19190	所得税/利润总额	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%
应收票据	0	0	0	0	应收帐款周转率	5.01	4.39	4.78	5.16
存货	9941	11804	16605	19688	存货周转率	3.87	3.52	3.87	4.16
流动资产合计	66879	71261	80144	89858	流动资产周转率	0.79	0.79	0.99	1.10
固定资产	15418	15314	15233	15525	总资产周转率	0.61	0.63	0.80	0.90
资产总计	88298	91317	99996	109880	偿债能力				
短期借款	23747	23747	23747	23747	资产负债率	48.4%	48.9%	49.3%	47.5%
应付款项	8207	9744	13708	16252	流动比率	2.02	2.03	2.02	2.11
流动负债合计	33142	35089	39698	42671	速动比率	1.72	1.69	1.60	1.64
长期借款	9034	9034	9034	9034	每股指标（元）				
负债合计	42704	44651	49260	52233	EPS	0.326	0.100	0.379	0.644
股本	10731	10731	10731	10731	每股净资产	4.25	4.35	4.73	5.37
留存收益	34853	35925	39996	46907	每股经营现金流	-0.43	0.11	-0.34	0.21
少数股东权益	10	10	10	10	每股经营现金/EPS	-1.3	1.1	-0.9	0.3
权益合计	45594	46666	50736	57647	估值				
负债和股东权益总计	88298	91317	99996	109880	PE	21.9	71.6	18.8	11.1
现金流量表（万元）					PEG	0.86	0.47	0.27	-
经营活动现金流	-4633	1131	-3668	2226	PB	1.7	1.6	1.5	1.3
其中营运资本减少	-11707	-1261	-9144	-6199	EV/EBITDA	15.81	22.78	13.52	9.73
投资活动现金流	-4710	44	-1202	-1683	EV/SALES	2.01	1.83	1.31	1.09
其中资本支出	-1653	-1093	-1202	-1683	EV/IC	2.43	2.34	1.87	1.64
融资活动现金流	13345	0	0	0	ROIC/WACC	1.61	0.82	1.37	1.67
净现金总变化	3864	1175	-4870	542	REP	1.51	2.87	1.37	0.98

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员：王刚

2000年至2007年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	推荐	说明
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；

预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。