

2009 年 5 月 4 日

青岛金王

中国烛王

A
未有评级

002094.SZ - 人民币 7.70

陈恬

(8621) 6860 4866 分机 8503

tian.chen@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	64	(1)	24	(7)
相对新华富时	28	(5)	1	34
A50 指数(%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	214.6
流通股 (%)	100.8
流通股市值 (人民币 百万)	776.2
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	40
净负债比率 (%)	11.1
主要股东(%)	
青岛金王运输有限公司	27.0
香港金王投资	26.0

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

青岛金王股份公司是我国国内最大的蜡烛及蜡烛制品生产企业，公司产品主要以出口为主，其出口总额占国内蜡烛行业出口总额超过 15%，产销量及出口总额在国内同行业排名第一。公司蜡烛生产规模进入全球同行前三位，拥有 1,300 多项专利，近 40,000 种工艺蜡烛产品，Kingking 品牌产品已畅销世界 50 多个国家和地区。

主要发现

- **行业概述。**根据粗略测算，目前全球蜡烛及相关工艺制品（包括烛台等其他制品）年销售额为 40 亿美元以上，其中欧洲市场占 45%，北美市场占到 35% 左右，亚洲和其他地区占 20% 左右的市场份额。出于文化、宗教和生活需要等原因，全球对蜡烛制品的消费需求将长期比较稳定。中国是世界第一大蜡烛生产国，每年出口额 3.5 亿美元，多年来凭借优质价廉的蜡烛产品得到世界各国的认可。
- **产能水平。**公司拥有多个系列超过 38,000 种的产品，以销售金额统计：目前公司在国内市场的产值水平大概在 7,000-8,000 万美元（5 亿元人民币），在越南拥有超过 2,000 万美元的产能。截至 09 年底，公司拥有的总产能以产值计算将达到 1 亿美元以上，进一步巩固行业内的龙头地位。
- **欧盟“反倾销税”将有助公司市场份额扩大。**2008 年 11 月欧盟初审决定根据中国生产企业对欧盟产业损害或倾销程度的不同分别征收反倾销税。青岛金王以及另外两家中国蜡烛生产企业获得了 0% 的反倾销税率。如果欧盟反倾销税终审裁定不变，那么公司估计在欧洲的市场份额将会有较大幅度的提升。公司市场份额每提升 5 个百分点，按照目前的盈利水平，对公司每股收益的影响在 0.01 元左右。我们初步预计公司未来几年内对欧洲市场占有率应该可以提升至 20%-25% 的水平。
- **主要风险。**欧盟反倾销法案终审裁决对公司不利以及人民币如果未来继续升值也会对公司的利润水平产生很大不利的影响。

投资摘要 (市场预测)

年结日：12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E
销售收入 (人民币 百万)	457	547	542	921	1,054
变动 (%)	18	20	(1)	70	14
净利润 (人民币 百万)	34	35	20	81	103
变动 (%)	18	3	(44)	19	17
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.46	0.33	0.09	0.38	0.48
变动 (%)	-	(28)	(73)	317	29
市盈率 (倍)	16.7	23.3	85.6	20.5	16.0
每股帐面价值 (人民币)	3.94	4.25	2.14	2.61	3.13

资料来源：公司数据及万得

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司背景

青岛金王是亚洲规模最大、综合实力最强蜡烛制品生产商，其主要产品可分为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他工艺品等五大系列。目前，公司产品出口率达到 95% 以上，其出口总额占国内蜡烛行业出口总额超过 15%，产销量及出口总额在国内同行业排名第一。公司蜡烛生产规模进入全球同行前三位，拥有 1,300 多项专利，近 40,000 种工艺蜡烛产品，Kingking 品牌产品已畅销世界 50 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，服务客户包括美国沃尔玛、法国家乐福、瑞典宜家等 18 家世界 500 强企业。

公司于 2006 年 12 月在深圳证券交易所上市交易，目前总股本为 2.15 亿股，流通股总数为 1.01 亿股，青岛金王运输有限公司和香港金王投资公司分别为第一、二大股东，持股比例为 27.03%和 26%。

行业概览

世界蜡烛市场上，蜡烛产品在美国和欧洲的宗教仪式/礼尚往来和家庭装饰方面起着不可或缺的作用。且由于经济发达程度的影响，欧美引领世界蜡烛产品的消费潮流，并成为蜡烛消费能力最强的地区。根据粗略测算，目前全球蜡烛及相关工艺制品(包括烛台等其他制品)年销售额为 40 亿美元以上，其中欧洲市场占 45%，北美市场占到 35%左右，亚洲和其他地区占 20%左右的市场份额。出于文化、宗教和生活需要等原因，全球对蜡烛制品的消费需求将长期比较稳定。

中国是世界第一大蜡烛生产国，每年出口额 3.5 亿美元，多年来凭借优质价廉的蜡烛产品得到世界各国的认可。目前该行业中多数企业规模较小，主要依靠传统工艺和材料，生产加工最基本用途的普通蜡烛及其相关制品，产品同质化严重，品牌效应不明显，销售手段单一，处于较为初级的竞争状态。少数企业通过自主创新、研发设计、提升品牌效应、打造国际化产业布局等手段，形成了产品和品牌差异化的优势，获得消费者一定认可，产品处于供不应求状态，在产品细分市场上处于绝对优势地位。

产能水平

鉴于工艺蜡烛制造行业的主要特点，公司的产品构成比较复杂，公司拥有多个系列超过 38,000 种的产品，生产能力一般只能以销售金额统计：目前公司在国内市场的产值水平大概在 7,000-8,000 万美元（5 亿元人民币），在越南一期项目已经达产，拥有产值为 800 万美元/年的产能，同时二期年产值为 1,500 万美元的项目也将于近期达产，在 09 年可以贡献 800 万美元左右的销售收入。截至 09 年底，公司拥有的总产能以产值计算将达到一亿美元以上，进一步巩固行业内的龙头地位。

欧盟“反倾销税”将有助公司市场份额扩大

欧盟委员会 2008 年 2 月开始对中国出口的一般蜡烛、锥形蜡烛和类似产品，除纪念性和户外蜡烛外展开反倾销调查。2008 年 11 月 15 日欧盟发布了对进口原产地为中国的蜡烛产品反倾销立案调查初步裁定结果：通过了反倾销调查委员会对进口原产地为中国的蜡烛产品征收反倾销税的议案，决定根据中国生产企业对欧盟产业损害或倾销程度的不同分别征收反倾销税，反倾销税率分别为 0%-62.8% 不等。青岛金王以及另外两家中国蜡烛生产企业获得了 0% 的反倾销税率。上述税率自 2008 年 11 月 15 日起执行。欧盟委员会发布的反倾销税率为初裁结果，根据欧盟反倾销调查程序，于 2009 年 6 月前欧盟委员会将发布最终裁定结果。

按照目前我国每年蜡烛产品出口总额 3.5 亿美元的水平简单估计，对欧盟出口总额为 1.7 亿美金左右，公司去年对欧盟出口收入为 2,300 万美金，占比为 15%。如果欧盟反倾销税终审裁定不变，那么公司估计在欧洲的市场份额将会有较大幅度的提升，公司市场份额每提升 5 个百分点，将会为公司带来将近 6,000 万元人民币的销售收入，按照目前的盈利水平，对公司每股收益的影响在 0.01 元左右。我们初步预计公司未来几年内对欧洲市场占有率应该可以提升至 20%-25% 的水平，甚至更高。

积极开拓国内市场

在力争产品品质不断提高、出口市场份额不断扩大的前提下，公司未来也将销售的中心逐步转移至国内市场，并且率先在国内探索了工艺蜡烛专卖店的销售模式。公司现在已经在国内开设了五家专卖店，上海 4 家和青岛 1 家。公司打算 09 年底在国内开 20 家店，接下来布局深圳、广州和北京。由于国内专卖店的销售模式目前还处于探索期，按照现在已有店面的销售水平估计，未来对销售收入和净利润的贡献不大。

风险

欧盟反倾销法案终审裁决对公司不利以及人民币如果未来继续升值也会对公司的利润水平产生很大不利的影响。

初步结论

作为国内蜡烛制造和出口的龙头企业，青岛金王的目前国内印染助剂行业内竞争优势明显，08 年由于受到国际金融危机、人民币升值以及国家下调出口退税率等多重因素的影响，利润水平下降较快。但是进入 09 年，随着人民币升值速度减慢、国家重新上调出口退税率以及主要原材料价格大幅下跌，公司最困难的时期过去，未来处于逐步恢复的过程，尽管从短期业绩来看，目前公司估值水平偏高，但是我们仍然相对看好其未来长期的发展。

业绩摘要

(人民币 百万)	2006	2007	2008
营业总收入	456.6	546.5	541.6
营业收入	456.6	546.5	541.6
营业总成本	421.6	512.8	525.3
营业成本	345.5	420.8	437.4
营业税金及附加			0.1
销售费用	22.4	21.8	23.7
管理费用	37.9	47.7	41.0
财务费用	15.4	20.1	20.5
资产减值损失	0.5	2.4	2.7
其他经营收益			
投资净收益		-0.5	1.0
营业利润	35.1	33.2	17.3
加：营业外收入	1.7	5.0	4.0
减：营业外支出	0.0	0.7	1.6
利润总额	36.7	37.5	19.7
减：所得税	2.7	2.5	-0.1
净利润	34.0	35.0	19.8
减：少数股东损益			
归属于母公司所有者的净利润	34.0	35.0	19.8
每股收益：			
基本每股收益(元)	0.46	0.33	0.09
稀释每股收益(元)	0.46	0.33	0.09

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 4 月 29 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371