

家用轻工

侯宏森

010-66276985

houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价: 13.75元

当前股价: 9.87元

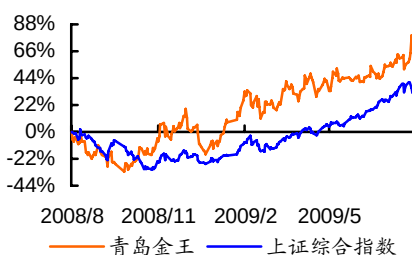
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	3260.69
总股本(百万)	215
流通股本(百万)	101
流通市值(亿)	10
EPS (TTM)	0.08
每股净资产(元)	2.14
资产负债率	42.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青岛金王	14.63	23.72	45.92
上证综合指数	5.54	25.53	49.49



相关报告

青岛金王

002094

强烈推荐

基本面逆转，有很强成长预期

近期，我们调研了青岛金王，就目前公司所面临的国内外销售情况和扩产项目进展状况做了深入探讨，并对09年及今后所面临的发展环境和机遇进行了交流。

投资要点:

- **公司作为我国蜡烛行业龙头，知名全球。**青岛金王在国内具有绝对规模优势。海外销售拥有“KingKing”自有品牌，多次被沃尔玛评为全球同行业最佳供应商。
- **公司最艰难时期已经过去，国际销售实现逆转。**公司上半年出口销量低迷，业绩低于市场预期。主要是很多欧洲客户采购谨慎，导致销量急剧下降，目前出口销售出现逆转，近期公司的出口订单急速增加，预计下半年公司销量增长能达到50%以上，明年也将会有较大幅度的平稳增长。
- **今明两年公司利润空间将大幅增加。**由于原料成本较低，蜡烛毛利率将同比扩大7个百分点以上。09年出口退税上调至13%，公司认为出口退税还将上调。青岛金王今年已获得高新企业认证，公司财务费用也可大幅降低。
- **国内渠道将会加速拓展，预计将带来较多受益。**公司在抓紧铺设国内销售网络，目前已经在上海、北京、青岛等开设10余家专卖店。目前国内的工艺蜡烛销售还处在导入期阶段，市场空间巨大。
- **公司具有明显的核心竞争优势。**公司向上下游开拓具有明显的市场优势和成本优势，另一方面还拥有突破贸易壁垒的优势，其次公司的品牌优势至关重要，还有就是公司的技术创新和产品创新优势，能够极大满足客户的软性要求。
- **受益于经济危机，市场分额急增，产能随之释放。**贸易壁垒和经济危机对中小企业的挤出效应也非常明显，公司市场分额急速增加。预计越南二期项目第三季度可以投产，产能也将迅速扩大，以满足激增的需求。
- **逆势抢占上游石油资源，或将有很好油田收益。**首先，经过两年的投资建设，伴随着油价的持续冲高，预计对油田的已有投资有望在明年带来较好收益。其次，从青岛早报上了解到公司大股东出手超低价收购美国油田，期待油田资产注入。
- **给予强烈推荐评级。**我们预测09年-11年的每股收益分别为0.35元、0.55元和0.62元。蜡烛制品作为快速消费品，具有防御性，但因为公司基本面逆转，未来反弹空间较大，且青岛金王作为中小板企业，因此完全可以给予公司较高的估值水平。我们给予青岛金王10年25倍市盈率，6-12个月目标价为13.75元，该品种可防御也可进攻，因此给予强烈推荐投资评级。

风险提示: 全球经济复苏进程对公司存在一定影响。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	542	673	1110	1442
同比(%)	-1%	24%	65%	30%
归属母公司净利润(百万元)	20	75	117	134
同比(%)	-44%	279%	57%	14%
毛利率(%)	19.2%	24.6%	23.2%	21.4%
ROE(%)	4.3%	14.7%	19.7%	20.0%
每股收益(元)	0.09	0.35	0.55	0.62
P/E	107.28	28.33	18.09	15.86
P/B	4.61	4.17	3.57	3.17
EV/EBITDA	38	18	12	10

资料来源: 中投证券研究所

1、公司作为我国蜡烛行业龙头，知名全球

青岛金王是目前亚洲规模最大、综合实力最强的蜡烛制品生产商，为全球蜡烛行业第三家上市企业。公司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他工艺品等五大系列，产品品种型号达 38,000 多种。公司 90% 以上的产品出口，目前其出口额占全国的约 15% 左右，相当于国内行业第二的大连达伦特的三倍，在国内具绝对规模优势。公司是美国沃尔玛、瑞典宜家家居、法国家乐福蜡烛类产品的主要供应商，多次被沃尔玛评为全球同行业最佳供应商。海外销售使用自有品牌 “KingKing”，使公司成为唯一在欧美市场上具有一定品牌知名度的国内蜡烛制造商，在欧美，金王的销售量相当于平均在每 4 个家庭中，就有一家使用一件 “KingKing” 的产品。公司为集研发、设计、生产、销售于一体的高新技术企业，在全国工业企业专利申请量排名前 10 强。

图 1：公司部分 “KingKing” 品牌蜡烛展示



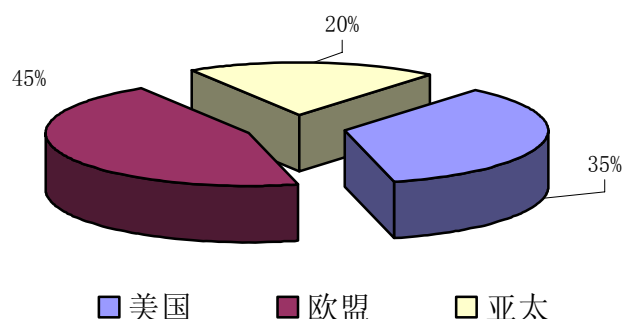
资料来源：公司网站、中投证券研究所

2、公司最艰难时期已经过去，国际销售实现逆转

公司上半年出口销量低迷，业绩低于市场预期。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。全球蜡烛及相关工艺制品年销售额为 40 亿美元以上，其中欧洲市场占 45%，北美市场占到 35% 左右。我国的蜡烛行业从 07 年以来受到来自美国和欧盟的反倾销措施，遭受了发展过程的严重打击，再经历 08 年下半年的经济危机，中国的蜡烛行业可以说经历了暴风骤雨式的洗礼。公司上半年由于欧洲客户在等待欧盟反倾销的最后终裁，另一方面在观望产品价格是否还会持续下降，所以很多欧洲客户采购谨慎，导致销量急剧下降，当然季节性因素也是一方面。由

于公司 90%以上的产品用于出口，因此导致公司上半年业绩不是太好，远低于市场的预期。

图 2：全球蜡烛市场分布



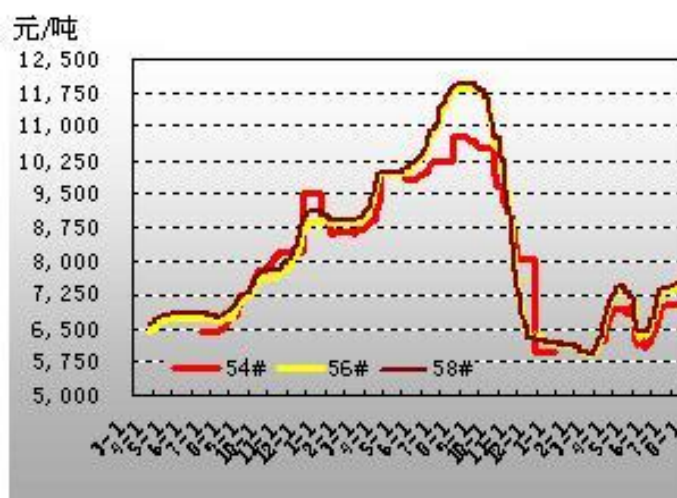
资料来源：中投证券研究所

目前出口销售出现逆转，全年销量将远超市场预期。目前欧盟蜡烛反倾销案获得终裁，青岛金王获得零关税，并且获得零关税的企业国内仅有三家，因此公司的出口业务出现明显的好转。现在欧盟市场已经打开，美国市场可经由越南工厂出口，在经济复苏环境下，客户的观望情绪也大幅改变，近期公司的出口订单急速增加，预计下半年公司销量增长能达到 50%以上，明年也将会有较大幅度的平稳增长。

3、今明两年公司利润空间将大幅增加

毛利率将同比扩大 7 个百分点以上。蜡烛的主要原料是石蜡和棕榈蜡，今年原材料大幅下滑，石蜡仅有 6300 元/吨左右，棕榈蜡也仅有 5500 元/吨左右，目前价格相对高位时仍然跌价 50%以上。而公司蜡烛价格也仅下降 15%-20%。

图 3：国内石蜡市场均价走势图



资料来源：金银岛网 中投证券研究所

09 年出口退税上调至 13%，公司认为出口退税还将有望上调。蜡烛出口退税率 2004 年前为 17%，2004-2007 年 7 月下调至 13%，2007 年 7 月又下调至为 9%，但自 2009 年 4 月 1 日起，蜡烛等产品出口退税率由 9%上调至 13%。中小企业，尤其出口型的中小企业并没有享受到国家 4 万亿的投资拉动，因此国家可能将会对劳动密集型出口产品实行进一步的退税支持。目前距最高时期的 17%，还有一定的上调空间。按照 2008 年公司主导产品出口销售收入测算，出口退税每提高 4 个百分点，一年公司将增加约 1000 万元的净利润。

青岛金王已获得高新企业认证，可享受 15%的所得税率。公司于 2009 年 2 月 25 日收到《高新技术企业证书》，被认定公司为青岛市 2008 年度高新技术企业，有效期为三年。根据有关规定，公司所得税自 2008 年度起三年内享受 10%优惠，即按 15%的税率征收所得税。

今年公司财务费用可大幅降低。去年开始，国家加大了对中小企业的支持力度，央行也多次调低存款利率和贷款利率。预计今后两年青岛金王的财务费用支出会有一定幅度的降低。

4、国内渠道将会加速拓展，预计将带来较多受益

公司在抓紧铺设国内销售网络。目前已经在上海、北京、青岛等开设 10 余家专卖店，预计今年国内能够有 3000 万左右的销售收入。目前专卖店还是自营的，今后公司将通过收购国内做家具饰品的已有连锁店，实现在国内快速扩展，也可能会进入到他人开设的工艺品销售店中，自营店则将成为当地的形象店存在。公司将以最快的速度形成遍布全国大中城市的连锁网络和可复制的商业模式，占据市场和消费者心理空间。公司将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，是的国内销售网络建设资金得到保障。

图 4：公司“KingKing”专卖店展示



资料来源：公司网站、中投证券研究所

国内市场空间巨大。目前国内的工艺蜡烛销售还处在导入期阶段，市场空间很大。国内市场一方面是春节期间礼品消费和自用消费，另一方面是大中城市的圣诞节期间的消费，当然还有年轻人之间的礼品往来。公司的产品新颖精致，还有熏香等用途，深受年轻人的喜爱。

5、公司具有明显的竞争优势

严格讲工艺蜡烛行业的进入门槛并不高，但公司的竞争优势主要体现在四个方面：

一方面是市场的优势。家乐福、沃尔玛等大型外国采购商选择国内的生产商条件苛刻，如环保、管理、产品质量和稳定性等等，一般中小企业无法达到要求；

另一方面是突破贸易壁垒的优势。此次欧盟的贸易壁垒将大多数中小企业挡在门外，使得青岛金王的行业优势再次得到极大提升；

其次就是品牌优势。目前金王的“Kinging”品牌已经在全球 26 个国家和地区注册，2008 年金王自主品牌产品出口销售占金王产品总销售量的 60%，金王的自主品牌，是美国沃尔玛、瑞典宜家家居及法国家乐福等 26 家世界 500 强企业日用消费蜡烛类产品最主要的供应商之一。其余国内同行企业很少使用自主品牌，在欧美市场上形成一定品牌效应的国内同行业公司自有金王一家。

还有就是公司的技术创新和产品创新优势，能够极大满足客户的要求。青岛金王拥有十几项发明专利，外观设计专利不计其数，公司采用先进技术，将棕榈蜡逐渐替代石蜡，在成本上占据明显的优势，并且产品的样式也在不断创新，还能够根据客户的样板和要求加工出合格的批量产品。

6、受益于经济危机，市场份额急增，产能随之释放

公司受益于贸易壁垒和经济危机，市场份额急速增加。国内大大小小的蜡烛企业有 75 家以上，销售规模一个亿左右也就两三家，市场的集中度较低。贸易壁垒和经济危机成为行业集中度提高的根本因素，贸易壁垒将大多数中小企业挡在出口门外，经济危机对中小企业的挤出效应也非常明显，青岛金王作为细分领域的龙头企业，由于具有明显核心竞争优势，行业地位在不断加强，市场份额也在急速扩大。目前公司销售额能够占到国内总出口量 15%-18%，预计今后能够占 25%以上。

产能也将迅速扩大，以满足激增的需求。目前金发科技在青岛和越南共有两个工厂，其中越南西宁省展鹏县的一期项目正在运行，但仅有 6000 万元的蜡烛销售能力，预计越南二期项目第三季度可以投产，越南总销售能力将放大到 2 亿元多元，基本和国内规模持平。

7、逆势抢占上游石油资源，或将有很好的油田收益

首先，对油田的已有投资有望在明年带来较好收益。石蜡占到蜡烛生产成本的 45%左右，为了降低成本，公司一直在积极向上游拓展。2007 年 4 月底，公司投资 3600 万元收购利津森化 40%股权，利津森化主要产品为蜡油 6.8 万吨、轻蜡油 5.2 万吨、基础油 3 万吨、石脑油 0.8 万吨、沥青 20 万吨。这为公司未来产能扩张提供了原材料供应保障。并且，2007 年 4 月，公司通过持有利津森化 40%的股权，涉足石油开采，参股企业利津森化与陕西甘泉大明油气开发有限责任公司签署区块开发合同，合作开采区块探明储量为 672.5 万吨，经济可采储量为 100.8 万吨，合作年限为 7 年。甘泉大明提供开发区域和资料，利津森化投资资金设备，按照约定利津森化占有 80%的分成比例。经过两年的投资建设，伴随着油价的持续冲高，预计 10 年公司将会有较好的投资收益。

其次，公司大股东出手超低价收购美国油田，期待油田资产注入。从青岛早报上了解到，公司大股东金王集团以 3000 万美元的低价收购了美国的一家油田，最后阶段的手续还在办理。金王集团能涉足美国能源领域的并购，这完全是金融危机带来的机会。据青岛早报介绍，金王集团计划收购的两家油田都位于美国的奥克拉荷马州，属于当地中小油田主的私人资产，共计 10 平方公里，石油储量较为丰富。此次收购得益于两个方面：一方面去年年底原油价格暴跌，相应的油田资产也大幅缩水，一些美国的中小油田主经营困难选择退出，打折出售油田，这两处油田相当于打了四折；另一方面金融危机也让美国等发达国家放宽了对能源领域的管制，以前的“管制高门槛”也降低了，虽然国有企业不能涉足美国能源领域，但私企获得了相应的机会。金融危机即将过去，这种低价收购的机遇无法重现。

8、盈利预测

盈利预测假设：

- 1、针对公司的 09 年主营产品收入增长，不但考虑了公司今年的销量增长，还考虑了产品的降价情况。
- 2、公司今年三季度产能扩张，以及今后的出口持续转好，有望使得 10 年的产销量大幅增加。
- 3、今后几年的毛利情况，一方面考虑了原料的价格情况，另一方面考虑了公司走向向上游，拥有较好的原料保障。
- 4、公司的油品销售业务，考虑了公司目前有接近 2 个亿的原料存货，本存货是在一季度价格最低点时的存货，目前存货价格已上涨 20%以上。
- 5、油田开采业务，因公司担心油价下跌销售给中石化的价格会调低，因此放慢了开井的速度，08 全年只有 50 口井，贡献净利润 4 百万，公司有望在今年增加 25 口，10 年达到 100 口井的目标。盈利状况假设

考虑了油价的运行情况。

- 6、 暂没考虑公司将来有可能的油田资产注入、增发以及相关资产收益情况。

表 1: 分领域销售收入和毛利率预测

销售收入 (万元)	2008	2009E	2010E	2011E
蜡烛及工艺品	38,419	46,871	84,368	109,679
毛利率	24.65%	30.80%	28.25%	26.00%
油品贸易	15,561	20,229	26,298	34,188
毛利率	5.55%	10.00%	6.55%	6.55%
其他营业业务收入	180	207	310	357
毛利率	48.04%	48.00%	48.00%	48.00%
合计	54,160	67,307	110,977	144,223
毛利率	19.24%	24.60%	23.16%	21.44%

资料来源：中投证券研究所

给予强烈推荐评级。我们预测 09 年-11 年的每股收益分别为 0.35 元、0.55 元和 0.62 元。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。作为快速消费品，属于非周期行业，而目前公司基本面发生逆转，未来两年将快速成长，还具有很大的反弹空间，且青岛金王作为中小板企业，中小板溢价率较高，因此完全可以给予公司较高的估值水平。我们给予青岛金王 10 年 25 倍市盈率，6-12 个月目标价为 13.75 元，该品种可防御也可进攻，因此给予强烈推荐投资评级。

表 2: 盈利预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	542	673	1110	1442
同比(%)	-1%	24%	65%	30%
归属母公司净利润	20	75	117	134
同比(%)	-44%	279%	57%	14%
毛利率(%)	19.2%	24.6%	23.2%	21.4%
ROE(%)	4.3%	14.7%	19.7%	20.0%
每股收益(元) (摊薄)	0.09	0.35	0.55	0.62
P/E	107.28	28.33	18.09	15.86
P/B	4.61	4.17	3.57	3.17
EV/EBITDA	38	18	12	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

附：财务预测表

[illegible]

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 北京工商大学硕士, 3 年化工行业经历, 3 年战略咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内知名咨询研究机构, 曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划, 还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度, 善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势, 从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司: 新安股份、蓝星新材、金发科技、浙江龙盛、冠农股份、上海家化、杨农化工、诺普信、兴化股份、云天化、湖北宜化、双环科技、柳化股份等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518048	邮编: 100031	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 66276939	传真: (021) 62171434