



金属, 采矿, 制品/原材料

金德发展 (000639)

玉米油加工行业第一股

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
S0880206080312

本报告导读:

随着产品结构优化, 销售费用的规模效应体现, 未来西王食品盈利水平将逐年提升, 2010-12 年 EPS 预测为 0.65/0.89/1.16 元, 谨慎增持。

投资要点:

- **主业转变为玉米油加工。**金德发展近期发布公告, 将进行重大资产重组, 重组后将成为 A 股市场第一个玉米油加工企业。
- **方案要点。**金德发展将向西王集团出售全部资产、负债; 并向西王集团定向增发股份收购其持有的西王食品 100% 股权。
- **玉米油行业概况。**玉米油在食用植物油当中占比较少, 07 年占国内植物油产量 1.27%。由于富含不饱和脂肪酸等健康特性, 玉米油近年来增长较快, 03-07 年 CAGR 为 43%。
- **西王食品是国内玉米油行业龙头。**西王食品拥有年加工玉米胚芽 36 万吨、年产玉米精炼油 20 万吨、玉米小包装油 15 万吨的生产能力, 占国内产量比例超过 30%。
- **未来盈利能力趋势。**由于产能利用、产品结构的差异, 西王食品的盈利能力低于可比公司中国玉米油 (HK1006), 2010 年由于品牌推广仍难以提升, 2011-12 年随着销售费用规模效应体现, 盈利水平将逐年提升。
- **盈利预测与投资评级。**以定向增发后的股本为基础, 我们预测 2010-12 年西王食品 EPS 为 0.65、0.89、1.16 元, 鉴于其未来两年盈利能力可能明显提升, 给予“谨慎增持”评级, 目标价 25 元。

注: 下表财务摘要为西王食品的数据, 股本按定向增发完成后计算。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	950	1,007	1,295	1,425	1,567
(+/-)%		6%	29%	10%	10%
经营利润 (EBIT)	NA	NA	NA	NA	NA
(+/-)%					
净利润	40	70	81	111	146
(+/-)%		76%	16%	37%	31%
每股净收益 (元)	0.32	0.56	0.65	0.89	1.16
每股股利 (元)					

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润率 (%)	4.2	7.0	6.3	7.8	9.3
市盈率	72.2	41.1	35.5	26.0	19.8
股息率 (%)					

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 25.00

上次预测:

当前价格: 23.03

2010.03.29

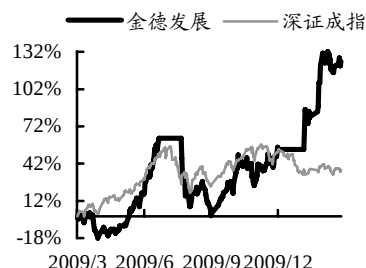
交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.38-24.40
总市值 (百万元)	1,678
总股本/流通 A 股 (百万股)	73/58
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	79%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	125
每股净资产	1.71
市净率	13.5
资产负债率	27%

52 周内股价走势图



1. 重组方案要点

金德发展近期公告将进行重大资产重组，将变身玉米油加工企业。方案要点为：

- 1、金德发展拟向西王集团出售全部资产、负债与业务，西王集团以现金支付对价 12,960.19 万元。
- 2、金德发展向西王集团定向增发股份购买其持有的西王食品 100% 股权，拟收购资产评估值 77,965.10 万元，金德发展以 14.83 元/股向西王集团发行 5257 万股。

2. 玉米油行业概况

玉米油，又称玉米胚芽油，是由玉米胚芽加工制得的食用植物油。玉米油富含人体必需的不饱和脂肪酸，含量高达 85-87%，主要为亚油酸和油酸，其中亚油酸占总油脂含量的 50% 以上。

亚油酸是人体自身不能合成的必需脂肪酸，是构成人体细胞的组成部分，具有降低人体胆固醇、软化血管、改善心血管系统机能、预防动脉硬化等作用。相比其他植物油，玉米油所含不饱和脂肪酸更多，因而更为健康。

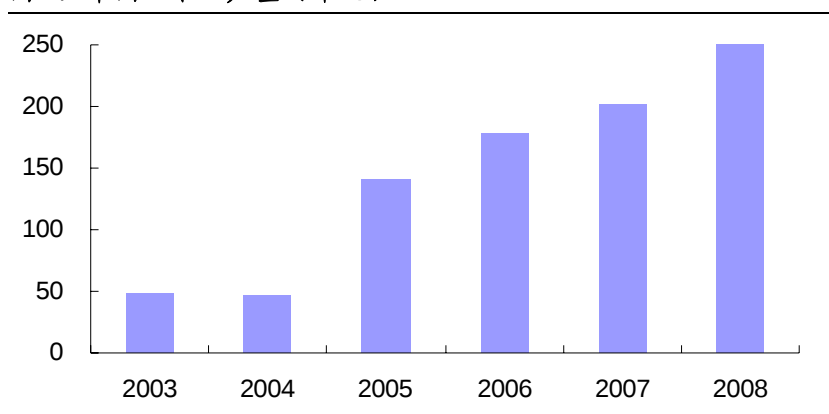
表 1: 各种植物油所含饱和/不饱和脂肪酸比较

植物油类别	多元不饱和脂肪酸 (克/茶匙)	饱和脂肪酸 (克/茶匙)
玉米油	7.436	1.761
棉籽油	6.542	2.448
黄豆油	5.114	2.026
花生油	4.320	2.282
菜油	3.940	1.031

资料来源：USDA，国泰君安证券研究

玉米油因其高营养价值，属于高端食用植物油。联合国粮农组织（FAO）数据显示，中国食用玉米油产量自 2005 年起迅速增长，2003-2007 年 CAGR 为 43%；相对而言，国内食用植物油产量 1997-2006 年 CAGR 为 9.3%。玉米油市场的成长性高于整体食用植物油。

图 1: 中国玉米油产量 (千吨)



数据来源：国泰君安证券研究

目前玉米油占国内食用植物油的市场份额还很小。FAO 和美国农业部 (USDA) 数据显示, 2007 年中国食用玉米油产量占食用植物油产量约 1.27%。在美国玉米油是仅次于豆油的第二大类食用油, 2007 年占全美食用植物油产量的 9.7%。随着人们保健意识增强, 消费习惯的改变, 玉米油的市场空间较大。

从原料供应角度来看, 我国玉米油产业空间巨大。中国是全球第二大玉米生产国, 2008 年玉米产量 16,591 万吨, 理论上可产出 400 万吨玉米油。2008 年, 我国食用玉米油产量约 25 万吨, 利用率仅约 6.3%。如果按照目前国内工业加工玉米每年 3000 万吨的量, 也可产出 80 万吨左右的玉米油。

3. 西王食品

3.1. 概况

西王集团年加工玉米能力为 180 万吨, 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, 旗下的西王糖业与 2005 年在香港上市。西王食品是西王集团的全资子公司。

西王食品目前拥有年加工玉米胚芽 36 万吨、年产玉米精炼油 20 万吨、玉米小包装油 15 万吨的生产能力。2008 年, 西王食品实际加工玉米胚芽 20.02 万吨, 生产玉米精炼油 7.99 万吨, 生产玉米小包装油 0.42 万吨, 其 2008 年的玉米油总产量约占行业的 31.95%; 2009 年, 西王食品实际加工玉米胚芽 19.31 万吨, 生产玉米精炼油 8.48 万吨, 生产玉米小包装油 1.86 万吨。西王食品在玉米油产能和产量上均处于行业龙头地位。

由于金德发展公告的预案中仅仅披露了西王食品的简要财务数据, 我们无从具体分析业务, 我们借鉴了港股中国玉米油 (HK1006) 披露的财务资料, 从中获得一些玉米油业务的数据。中国玉米油与西王食品同处山东邹平, 且加工能力、规模相当, 应当具有一定的可比性

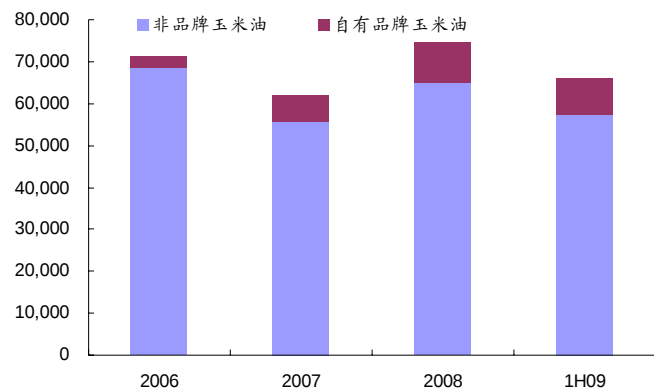
表 2: 西王食品简要财务数据

项目	2007	2008	2009	2010E
营业收入	5.3	949.7	1,006.5	1,295.0
利润总额	-2.3	51.9	82.7	
净利润	-2.3	40.0	70.3	81.3
净利率		4.2%	7.0%	6.3%

表 3: 中国玉米油 (HK1006) 简要财务数据

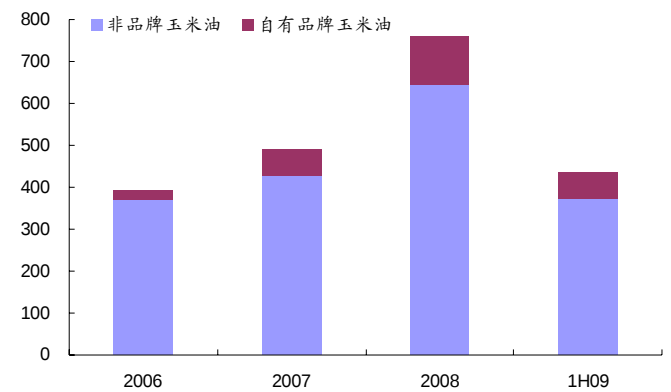
项目	2006	2007	2008	1H09
收入	481.1	694.3	934.0	512.9
净利润	31.0	61.0	91.4	53.6
毛利率	16.7%	14.3%	13.1%	14.3%
净利润率	6.4%	8.8%	9.8%	10.5%

图 2: 中国玉米油自有品牌销售比例 (单位: 吨)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 中国玉米油自有品牌销售比例 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3.2. 盈利能力分析

从上述两个公司的简要财务数据来看, 西王食品与中国玉米油在加工能力上基本相当, 但在净利润率指标上中国玉米油有明显优势。两个企业同处山东邹平, 获取原材料的难易程度与外部成本也应当相似, 我们认为导致盈利能力的差异的原因可能来自以下几个方面。

- 一、产能利用率差异所导致的毛利率水平差异;
- 二、产品结构差异 (自有品牌比例) 导致毛利率差异;
- 三、由于三项费用差异造成的净利润率差异。

根据公开披露的资料, 西王食品未来 2 年的经营计划, 是保持 13-14 万吨的精炼玉米油产量, 提升自有品牌的比例。我们预计, 2010 年, 由于西王食品投入了较大资金推广品牌, 毛利率的提升将被销售费用吞噬, 净利润率有所下降; 2011-12 年, 如果品牌推广得力, 自有品牌比例顺利提高, 销售费用将表现出较强的规模效应, 净利润率水平提升。最终, 我们认为西王食品的净利润率水平有望达到或接近中国玉米油的水平。

4. 盈利预测与投资评级

主要假设:

- 1、2010 年竞连玉米油产量达到 13-14 万吨水平;
- 2、2010 年自有品牌小包装玉米油销售 3-4 万吨, 销售费用 5-6 千万, 受此影响, 净利润率水平将比 2009 年下降;
- 3、2011-12 年, 由于产品结构调整, 收入增长主要来自销售均价提升, 销售费用规模效应显现, 净利润率水平将逐年回升。

按照增发后的股本计算, 我们预计西王食品 2010-12 年 EPS 为 0.65/0.89/1.16 元, 目前股价对应 2010 年 35.5 倍 PE, 预计 2011-12 年公司业绩将出现 30%以上的增长, 给予“谨慎增持”评级, 目标价 25 元。

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，需在允许的范围内使用，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

	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。	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
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。	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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		

