

2010-06-24

食品、饮料/植物油加工业

公司研究 / 深度研究

金德发展 (000639)

买入 / 首次评级

股价：RMB23.06

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

联系人

吴晓丹

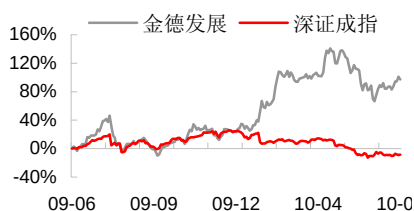
021-68498528 wuxd@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	73
流通A股(百万股)	58
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	1329

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

西王入主 决战玉米油品牌市场

—金德发展深度研究报告

西王食品注入 金德发展将成玉米油龙头：西王集团计划将旗下西王食品（国内玉米油龙头企业）100%的股权通过定向增发的方式注入上市公司。重组完成后，金德发展将转型成为一家玉米油市场的龙头企业。2009年西王食品的销售收入和净利润分别达到 10.07 亿元和 7030 万元，公司玉米油的总产量和自有小包装油销量分别为 8.48 万吨和 1.84 万吨。

食用油市场处于高速成长期，小品种油开始流行：中国目前的食用油供应严重不足，食用油进口量的占比达到了 55%。另一方面，由于人均消费增长、人口自然增长以及城镇化等因素影响，我国食用油消费量的年均增速达到 10%。随着居民收入的提高及消费水平的升级，食用油市场上“健康”、“营养”等概念逐渐成为消费热点，具有独特风味和营养成分的小品种油开始流行起来。据统计，玉米油、葵花籽油、橄榄油等新型的高端食用油目前已经占到食用油市场将近 20% 的市场份额，其中玉米油的份额约为 2%。

玉米油消费市场处于快速成长期：玉米油是一种高品质的食用植物油，在欧美国家被誉为“健康油”、“长寿油”。我国食用玉米油产量从 05 年开始迅速增长，03-07 年的复合增长率达到了 43%，07、08 年的我国食用玉米油产量分别达到 20 万吨和 25 万吨（增速为 25%），我们预计未来 3 年我国食用玉米油消费市场仍然能够保持 20% 以上的增速。同时，品牌竞争正方兴未艾，传统品牌“金龙鱼”、“福临门”及生产商品牌“西王”、“长寿花”都在谋求该市场的领导地位。

“西王”：未来的食用玉米油主要品牌：国内玉米胚芽油产能超过 10 万吨的企业主要有两家，分别为西王食品及三星油脂（港股上市公司“中国玉米油”的母公司）。我们认为在品牌竞争中，专注于玉米油市场并拥有产能和原料等优势的主要生产商在未来将能与传统品牌商的竞争中领先。而在主要生产商的竞争中，两大品牌将能充分利用行业成长实现共同发展。借助西王集团的规模优势、资源优势及合乎行业发展规律的战略，“西王”品牌将成为食用玉米油的主要品牌。

盈利预测和投资建议：我们预计公司 10-12 年摊薄后的 EPS 将达到 0.69 元、0.85 元和 1.08 元。我们首次对该公司的评级为“买入”。

风险提示：重组进程未达预期；小包装油市场开拓效果不利的风险。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	70.4	11.5	1262	1519	1712
(+/-%)	-33.8	-27.5	1694.2	20.3	12.7
归属母公司净利润(百万元)	-3.6	-0.6	86	106	136
(+/-%)	-632.2	-26.3	-	23.1	27.5
EPS(元)	-0.05	-0.01	0.69	0.85	1.08
P/E(倍)	-470.9	-2692.5	33.1	26.9	21.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

1、西王食品注入 金德发展将成玉米油龙头	3
重组进展：等待证监会批准，预计年内或明年初完成	3
集团下属西王糖业是全国领先的玉米淀粉糖生产企业	4
西王集团入主将在 2010 年末完成	4
2、食用油市场处于高速成长期，小品种油开始流行	5
3、玉米油消费市场处于快速成长期	7
玉米油消费市场增速超过 25%	7
玉米胚芽供应稳定，未来难以大幅增长	7
玉米油品牌竞争方兴未艾	8
4、西王：未来的食用玉米油主要品牌	10
西王食品在 09 年有所落后，未来将会迎头赶上。	11
营销投入不遗余力 未来 2 年将是关键时期	11
5、盈利预测和投资建议	12
核心假设条件：	12
盈利预测：未来 3 年 EPS 分别为 0.69 元、0.85 元和 1.08 元	14
投资建议：“买入”评级	14
6 、风险提示	15
附录 1、金德发展重组进展	16
附录 2：山东三星油脂简单介绍	16

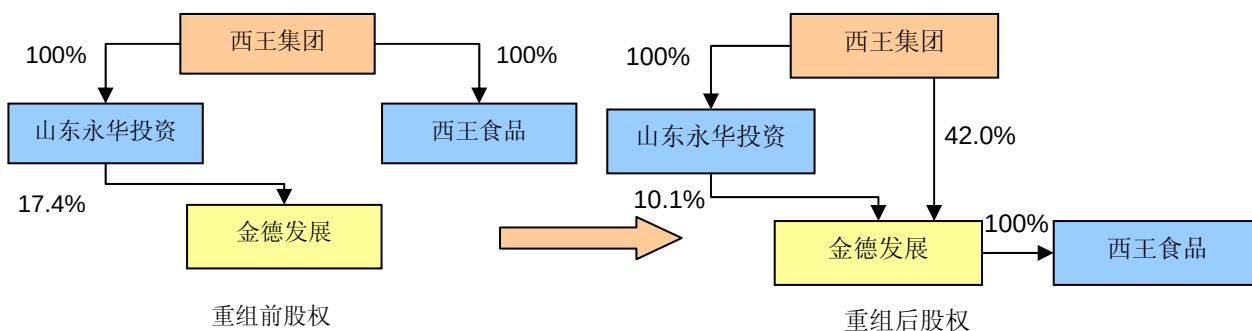
1、西王食品注入 金德发展将成玉米油龙头

重组进展：等待证监会批准，预计年内或明年初完成

历史上的三次重组折戟，并没有击退金德发展（000639）继续重组的信心。本次西王集团重组金德发展的过程分为两步走：第一步西王集团受让原第一大股东深圳赛洛所持有的 1270 万股（占重组前 17.43%股权）获得实际控制人地位；第二步西王集团将旗下西王食品（国内玉米油龙头企业）100%的股权通过定向增发的方式注入上市公司，从而完成资产重组。我们认为这种两部走的战略保障了重组过程中大小股东的利益一致性，能够最大程度地减少重组进程的不确定性。目前金德发展的重组预案已经公布并后的股东大会批准，还需等待证监会的批准。预计在正常状况下，重组方案能够在近年年末获得批准和实施（具体进展见附注）。

根据金德发展于 2010 年 5 月份通过的股东大会决议，本次重组方案为：1、金德发展向西王集团出售全部资产和负债，作价 13,179.44 万元，西王集团以现金支付对价。2、金德发展向西王集团发行 5268 万股股份，发行价格为 14.83 元/股。西王集团以其合法持有的西王食品 100%股权认购金德发展发行的股份。西王食品 100%股权的购买价格确定为 78,129.81 万元。

图 1：金德发展重组前后股权结构



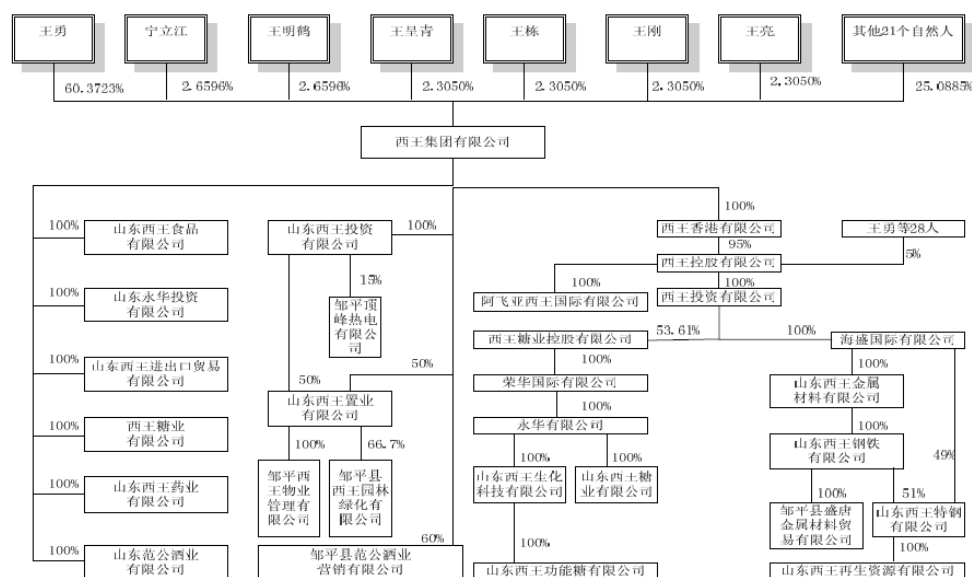
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

由于拟注入的西王食品是国内领先的玉米油生产企业，若本次重组顺利完成，金德发展将转型成为一家玉米油市场的龙头企业。2009 年西王食品的销售收入和净利润分别达到 10.07 亿元和 7030 万元，同比分别增长 6%和 76%。公司玉米油的总产量和自有小包装油销量分别为 8.48 万吨和 1.84 万吨，而上一年度的产量分别为 7.99 万吨和 0.42 万吨，自有品牌的小包装油的占比从 5%大幅升至 20%，自有品牌的收入和毛利率大幅上升构成公司净利润大幅增长的原因。近年来，西王食品已充分意识到小包装玉米油市场中蕴含的机会，正积极投入资源拓展终端，推广自有品牌“西王”牌的小包装玉米油。

集团下属西王糖业是全国领先的玉米淀粉糖生产企业

目前拥有西王食品 100%股权的西王集团是一家集现代生命生物工程产业、钢铁、房地产、酒水、物流、热电于一体的大型工业企业集团，总部位于山东邹平。西王集团年加工玉米能力为 180 万吨，具备年产淀粉 120 万吨、淀粉糖 100 万吨、玉米油 20 万吨、饲料 30 万吨、碧云洞矿泉水 8 万吨、范公白酒 5000 吨、螺纹钢 130 万吨的生产能力。集团总资产达到 125 亿元，2009 年完成工业总产值 150 亿元，实现利税 10.2 亿元。西王集团的实际控制人王勇及其家族。

图 2：西王集团股权分布及资产控制关系图



资料来源：公司公告

西王糖业：2005 年 12 月集团旗下淀粉糖资产——西王糖业已经在香港上市。西王糖业主要生产玉米果糖、药用葡萄糖、食用葡萄糖、果葡糖浆、葡萄糖酸盐、低聚糖、麦芽糊精、淀粉等。玉米淀粉糖的生产规模为亚洲最大。2009 年西王糖业的收入和净利润分别为 24.8 亿元和 1.02 亿元。玉米加工量达到 115 万吨（2008 为 113 万吨），生产其中淀粉糖产品的产量达到 47.6 万吨，副产品如玉米淀粉、玉米糠麸、玉米胚芽、玉米蛋白粉、葡萄糖酸钠产量分别达到 20.5 万吨、20.4 万吨、8.8 万吨、6.2 万吨和 4.9 万吨。目前西王食品生产玉米油所需的玉米胚芽约 40% 来自于西王糖业。

西王食品通过借壳金德发展上市后，集团下属的两大块玉米深加工类资产（玉米淀粉糖和玉米油）都将完成资本上市，未来将呈现玉米淀粉糖和玉米油两大业务互相促进、互为支持的发展局面，有利于集团在板块的整体发展。

西王集团入主将在 2010 年末完成

公司的重组方案已经在今年 5 月通过了股东大会的批准，目前已经提交证监会并等待核准。我们预计在正常情况下，重组最快将于今年年末或明年年初完成，届时公司全部资产将变为西王食品 100% 的股权，公司也将成为国内领先的玉米油生产企业。（具体重组方案及进程见附录 1）

2、食用油市场处于高速成长期，小品种油开始流行

食用油是指人们在制作食品过程中使用的调味品用油脂，其主要功能是提供人体所需要的脂肪和其他营养素，通常可分为动物油脂和植物油脂两大类。全球动物油产量近年没有增长，目前占比已降至不足 20%。植物油的产量和占比则不断上升，目前份额达到 80%以上。全球食用油消费量的增速在近十年达到 5%，2009 年全球植物油产量达到 1.37 亿吨，主要由棕榈油、大豆油、油菜籽油和葵花籽油四大品种构成，其产量占比分别达到占比 34%、27%、16%和 8%，合计占到植物油总产量的 85%。

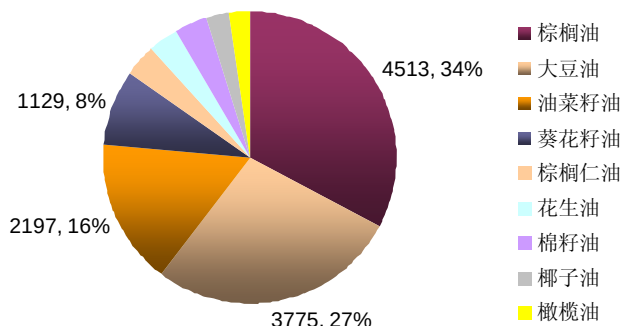
表 1：植物油品种介绍

大豆油	从大豆的豆粒中提炼而成，是世界上产量最高的油种之一，中国主要的食用油。
菜籽油	具有代表性的植物油，原料是油菜的种子，曾是中国南方的主要食用油。
花生油	从花生中提取，用来做色拉和油炸食品等。
棕榈油	从棕榈的果实中提取，也用来作为人造黄油的原料。
芝麻油	从芝麻的种子中提取而成，因其香味独特，常用来给菜肴添加香味。
橄榄油	从橄榄树的果实中提取，可用来制作色拉酱、油炸食品等。
葵花籽油	以向日葵的种子为原料，味道清香爽口，富含维生素 E。
棉籽油	摘取棉花后，从棉花种子中提取，常用来制作高级的色拉油。
玉米油	从玉米胚芽中提取，具有不饱和脂肪酸及维 E 含量高的特点。

资料来源：华泰联合证券研究所

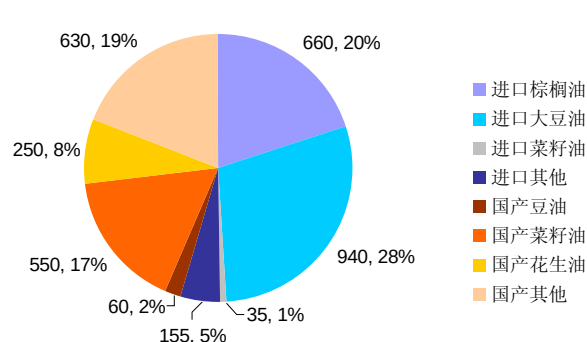
中国目前的食用油产量严重不足，主要依赖大豆油和棕榈油进口。09/10 年度我国的食用油消费达到 3230 万吨，其中进口量 1030 万吨，进口量中又有 630 万吨是棕榈油，230 万吨为大豆油。国内生产的食用油主要包括大豆油（780 万吨）、菜籽油（550 万吨）和花生油（250 万吨）。而国产大豆油的原料以进口大豆为主，2009 年中国进口大豆量约为 4000 万吨，按出油率 18%计算，折合大豆油 720 万吨。如果把进口大豆折算回进口豆油，那么我国的食用油进口量的占比达到了 55%。

图 3：全球植物油产量及占比



资料来源：USDA, 华泰联合证券研究所

图 4：中国食用油供应量分布：进口占比达 55%



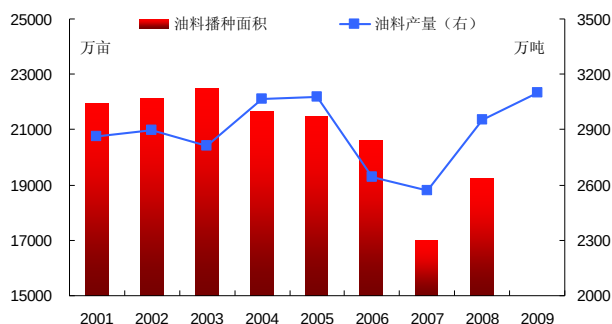
资料来源：USDA, 华泰联合证券研究所

我国油料作物产量稳中有降，而消费量增速超过 10%，未来进口依赖度将进一步提高。近年来，我国主要的油料作物如油料、花生和芝麻的播种面积及产量均出现稳中有降的趋势。这一方面是受到我国耕地资源整体有限的限制，另一方面也与我国近年

来重粮抑杂的农业政策有关。而我国大豆由于受到国外转基因大豆的冲击，其播种面积和产量均呈现连年下降的趋势。

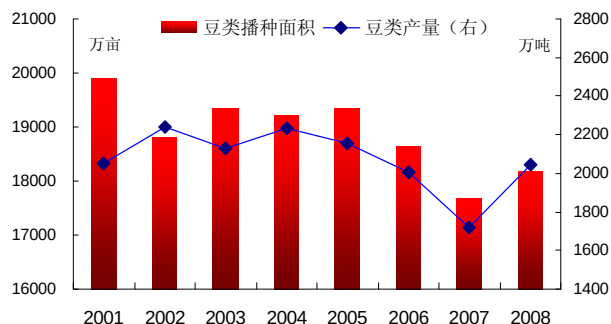
反观消费面，由于人均消费增长、人口自然增长以及城镇化等因素影响，我国食用油消费量的年均增速达到 10%，考虑到目前我国人均食用油消费量仍然处于较低水平，预计较长时间内这一高速增长趋势仍将持续。在国家耕地面积不能大幅增长，并且国家奉行保粮政策的前提下，我国油料种植的面积难以大幅提升。未来可能的增长来源只能是单位产量的提高，包括研发和使用良种，甚至是转基因种子，增加肥效水平等，但是这样的内生性增长幅度将远远达不到我国食用油需求增长的速度，未来我国食用油消费对进口的依赖程度将越来越高。

图 5：中国油料播种面积及产量：近年未见明显增长



数据来源：国家统计局,华泰联合证券研究所

图 6：中国大豆播种面积及产量：近年呈现下降趋势



数据来源：国家统计局,华泰联合证券研究所

传统市场尘埃落定 高端油市场面临激烈竞争

我们所说的食用油传统市场包括以大豆油、菜籽油和花生油等为主体的色拉油和调和油，这个市场已经被金龙鱼、福临门和鲁花等企业所垄断，这三个领先品牌市场占有率达到 50%以上，已形成垄断竞争的格局。

近年来，随着居民收入的提高及消费水平的升级，食用油市场上“健康”、“营养”等概念逐渐成为消费热点，具有独特风味和营养成分的小品种油开始流行。根据行业统计数据，玉米油、葵花籽油、橄榄油等新型的高端食用油目前已经占到食用油市场将近 20% 的市场份额。在小品种油市场上，传统食用油大鳄均已经大规模介入。如金龙鱼和福临门发力在玉米油市场，鲁花主攻葵花籽油；橄榄油市场则以外资品牌为主。

国内消费市场上，从超市食用油货架的直接观感受是：近两年葵花籽油、玉米油、橄榄油等高端小品种油在超市的铺货明显增多，而这些小品种油的定价也明显高于传统调和油和色拉油。以 5L 装的小包装为例，大豆调和油的价格在 50 元，而玉米油在 80 元左右，葵花籽油为 70-80 元，花生油的价格在 90 元，而进口橄榄油的售价在 300 元以上。虽然这些小品种油的售价较为昂贵，但是由于它们增加了消费的多样性，因此市场份额越来越大。

从进口情况看，2009 年中国直接进口油脂 950.3 万吨，同比增长 16.3%。其中豆油、棕榈油和菜籽油三大品种植物油进口量为 930 万吨，增长 14.3%；但是小品种油进口量达到 20.3 万吨，同比增长 5 倍以上。从进口数据也可以发现小品种油的消费在国内处于井喷期。

3、玉米油消费市场处于快速成长期

玉米油消费市场增速超过 25%

食用玉米油是从玉米胚芽中提取，经过提炼等深加工程序产生的食用油。玉米粒中胚芽的重量占比约为 7%-8%，而胚芽中的油脂含量为 40%-45%，综合而言玉米粒的毛油出油率约为 3%-3.5%。按我国近年来 1.6 亿吨的玉米产量计，玉米毛油的理论产量可以达到 400-500 万吨左右，而目前中国的玉米毛油产量仅为 50 万吨，利用率仅为 10%。

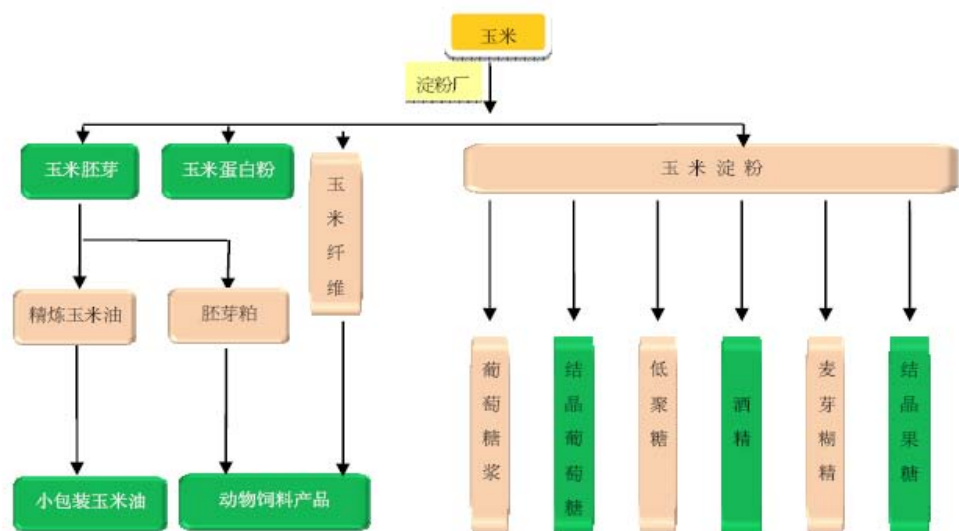
玉米油是一种高品质的食用植物油，它含有 86% 的不饱和脂肪酸，其中 56% 是亚油酸，人体吸收率可达 97% 以上；另外它还含有丰富的维生素 E，一种天然抗氧化剂。使用玉米油可以增强人体肌肉和心脏、血管系统的机能，提高机体的抵抗能力，因此在欧美国家被誉为“健康油”、“长寿油”。玉米油由于其高品质高营养，被定位于高端食用油，从全球来看，玉米油产量近年保持了 3% 左右的增长，2007 年全球食用玉米油的产量在 220 万吨左右，其中美国产量为 116 万吨，占全球的 50% 以上，也占到美国食用植物油产量的 9.7%（这一比例远高于其他国家）。

根据中国粮油学会的统计，我国食用玉米油产量从 05 年开始迅速增长，03-07 年的复合增长率达到了 43%，而同期我国食用油消费量的增速约为 10%。玉米油市场的增速远高于食用油整体市场，反映了行业正处于快速成长期。07、08 年的我国食用玉米油产量分别达到 20 万吨和 25 万吨（增速为 25%），其中位于山东邹平县的两家公司——西王食品和中国玉米油在这个行业中各占据了约 30% 的产量。

玉米胚芽油由于其不饱和脂肪酸含量高，富含维生素 E，具有特殊的营养价值，已经成为最为活跃的高端健康食用油。我们预计未来 3 年我国食用玉米油消费市场仍然能够保持 20% 以上的增速。

玉米胚芽供应稳定，未来难以大幅增长

图 7：玉米深加工产业链示意图：玉米淀粉为主、玉米油和玉米蛋白粉为辅



资料来源：公司公告

玉米精炼油需要的主要原材料是玉米胚芽，而玉米胚芽是玉米深加工过程产生的副产品（玉米胚芽重量占玉米颗粒重量的比例约为 7%），主要来自玉米淀粉、淀粉糖等企业。淀粉及淀粉糖行业主要分布于山东、吉林等玉米主产省份，属于比较成熟和稳定的行业。为了加强国内粮食安全，目前国家对玉米深加工行业的过快增长采取了调控的态度，2007 年国家发改委发布《关于促进玉米深加工业健康发展的指导意见》，原则上不再核准新建项目，对现有企业的改扩建项目也加强了核查，并定下目标将玉米深加工业用粮规模占玉米消费总量的比例控制在 26% 以内，因此国内玉米胚芽的供给量难以有大幅度的增长。

国内玉米绝大部分用于饲料，深加工的比例约为 25% 左右，因此实际的胚芽供应量并没有理论上的 1000 多万吨。根据我们的了解，目前全国玉米胚芽的供应量约在 200 万吨左右，其中 100 多万吨用于玉米油压榨。我国目前压榨产出的 60 万吨玉米毛油中，用于精炼生产食用玉米油的产量约为 30 万吨左右，在我国食用油的消费中占比仅为 2% 左右，从消费市场来看未来发展空间很大。

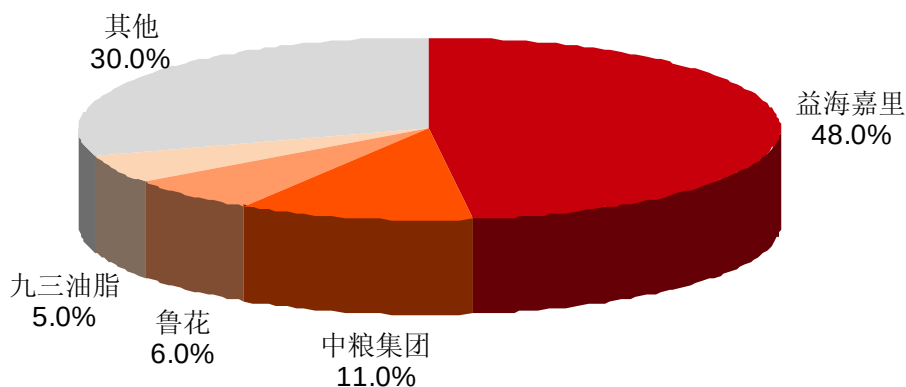
由于目前国内对玉米油的消费需求旺盛，而玉米胚芽的供应难以跟上消费市场的增长节奏。我们这种供需的矛盾将来可能需要通过进口玉米胚芽及毛油的方式来调节。

玉米油品牌竞争方兴未艾

在玉米油领域，占据 60% 全国产量的西王食品和中国玉米油两家公司也正从传统的贴牌生产（市场上大多数的食用玉米油均产自这两个企业）转向自主品牌的推广。2010 年开始，借中国玉米油在香港的 IPO 成功上市和西王食品借壳金德发展登陆 A 股市场获得突破进展的契机，两家公司都不约而同地加大了品牌营销的投入。

尽管传统色拉油和调和油市场的竞争格局已基本尘埃落定（金龙鱼、福临门和鲁花三大品牌占据近一半的市场份额），但是我们认为随着食用油市场的不断发展和丰富，在新的细分领域将会出现新的细分市场龙头。

图 8：食用油行业主要企业市场份额



资料来源：全国商业信息中心

群雄逐鹿玉米油市 专业油企胜出几率更大

如果说 1990 年代组建南海油脂成为中国小包装食用油市场上的“吃螃蟹者”成就了金龙鱼品牌，也成就了益海嘉里和中粮集团（1992 年创建了“福临门”品牌）这两家公司在调和油市场的地位的话。那么，后来的每一个食用油子领域的发展都将催生出了一个新的领导品牌。例如，鲁花花生油、胡姬花花生油、鲤鱼菜籽油、海狮葵花籽油、元宝大豆油均在各自的子领域占据了领先地位，而不是金龙鱼和福临门这两个传统品牌。其中的原因在于，金龙鱼和福临门等品牌经过多年的沉淀，其品牌定位已经牢牢地固定在色拉油和调和油这个领域，到了新的细分市场，消费者并不会对这些传统品牌买账。

食用植物油市场化程度较高。近年来，食用植物油品牌商纷纷加大玉米油产品的营销力度，玉米油产品的销售区域逐步扩大并基本覆盖全国。由于玉米油产品、特别是小包装玉米油存在较高的利润空间，各玉米油生产商还纷纷推出自有品牌，并加大市场投入。目前玉米油市场上的经营主体主要分为以下四类。

- （1）“金龙鱼”、“福临门”和“鲁花”等全国性品牌商。具有品牌优势。这些商家并不从事玉米油的生产或产量较小，主要是向玉米油生产商购入精炼油，自行灌装后贴牌出售。
- （2）西王食品、三星油脂等大型玉米油生产商，在其所在省份或其所在省份以外的其他部分省份具有较强的市场影响力。
- （3）部分中小品牌商。主要向玉米油生产商购入精炼油，自行灌装后贴牌出售，在局部区域占据一定的市场份额。
- （4）部分中小型玉米油生产商，将其精炼油产品灌装后以自有品牌出售，在局部区域占据一定的市场份额。

表 2：中国玉米油市场主要品牌及地域分布

玉米油主要品牌	销售区域
西王	华东、华南、华中、西南、北京等区域
长寿花	以北京、青岛、武汉等市场为主
金龙鱼	已覆盖全国市场
福临门	已覆盖全国市场

资料来源：华泰联合证券研究所

从小包装玉米油市场的竞争格局来看，我们认为目前占据原料优势和产能优势，并且专注于玉米油市场的西王食品和三星油脂更有可能从群雄逐鹿中突出重围。

4、西王：未来的食用玉米油主要品牌

图 9：玉米胚芽及西王玉米油示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

国内玉米胚芽油产能超过 10 万吨的企业主要有两家，分别为西王食品及三星油脂集团有限公司（以下简称“三星油脂”，其下属 China Corn Oil Company Limited 在香港联合交易所上市，股票代码 1006.HK），均位于山东省邹平县。同时，在周边地区及其他玉米主产区省份，还存在多家玉米油生产企业，但一般生产规模较小。部分玉米油生产企业仅生产毛油，不从事精炼油的生产。

目前西王食品的玉米胚芽加工量为 36 万吨，玉米毛油、玉米精炼油和小包装油的产能分别达到 15 万吨、20 万吨和 15 万吨，玉米胚芽粕的产能为 21 万吨。但是 2009 年公司的玉米精炼油产量仅为 8.5 万吨，产能利用率仅为 40%，未来的增长空间在 1 倍以上。

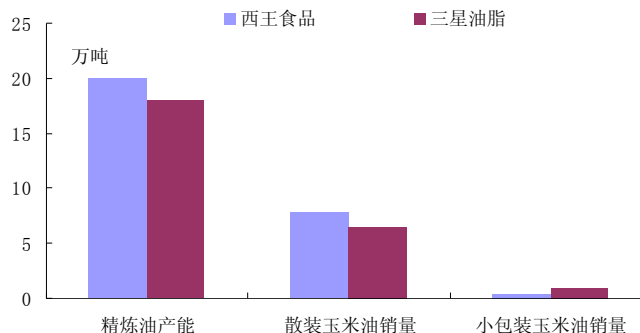
表 3：西王食品玉米油产能情况

厂房名称	玉米胚芽加工能力	毛油	胚芽粕	精炼油	小包装油
油脂一厂	108,000	45,900	62,100	—	—
油脂二厂	126,000	53,550	72,450	—	—
油脂三厂	126,000	53,550	72,450	—	—
毛油合计		153,000	207,000	—	—
精炼一厂	—	—	—	100,800	—
精炼二厂	—	—	—	100,800	—
精炼油合计	—	—	—	—	201,600
小包装厂	—	—	—	—	150,000
小包装玉米油合计	—	—	—	—	150,000

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

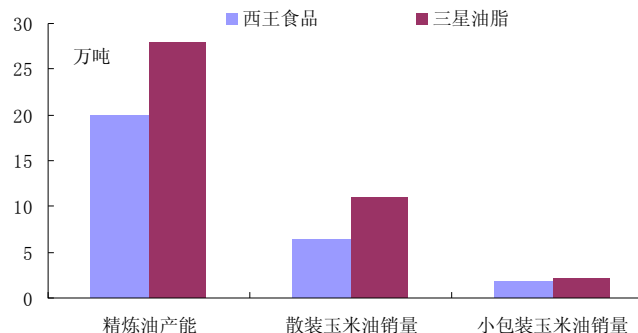
西王食品在 09 年有所落后，未来将会迎头赶上。

图 10：西王食品与三星油脂产能产量对比（2008 年）



资料来源：USDA, 华泰联合证券研究所

图 11：西王食品与三星油脂产能产量对比（2009 年）



资料来源：USDA, 华泰联合证券研究所

在 2008 年以前，西王集团与三星油脂在玉米油的产能和产量规模上基本是不相上下的。但是两者在 09 年采取了不同的发展战略，三星油脂大规模扩量，而西王食品则在总量没有明显增长的情况下专注于小包装油的推广。

如果从产销量和收入利润规模来看，西王食品在 09 年已经明显落后于三星油脂。主要原因是三星油脂利用 IPO 登陆港股为契机，大规模扩大了精炼油的产能和产量，其精炼油产能从 18 万吨增至 28 万吨，产量也从 7.4 万吨增至 13.1 万吨（增量主要来自外购玉米毛油）。而西王食品在 09 年的发展重点放在了小包装油的推广上，从结果来看也取得了较好的成绩，公司的小包装油销量增长了 3 倍以上（从 0.42 万吨至 1.84 万吨）。

- **上量只是时间和战略问题，并不存在技术障碍。**目前公司的精炼油产能为 20 万吨，而 09 年实际的精炼油产量仅为 8.5 万吨，利用率仅为 40%，即使保持现有产能，未来的产量扩张并不存在明显瓶颈。根据公司的发展规划，公司在 2010 和 2011 年将大幅扩张产量，精炼油的产量将从 8.5 万吨扩至 13 万吨和 15 万吨。
- **背靠大集团，拥有资源优势。**目前公司所需玉米胚芽中有 40% 左右可以从集团下得到供应。西王糖业的玉米淀粉糖与西王食品的玉米油产业的发展相得益彰。与其他竞争对手相比，原材料的保障程度更高。另一方面，集团也拥有公司拓展小包装市场所稀缺的资金和网络资源，能对公司发展形成有效支持。
- **玉米油资产上市谋求更好发展，目前落后只是暂时情况。**我们认为西王集团之所以将玉米油资产推向资本市场，是基于对该部分业务未来发展的良好预期。集团也希望借助资本平台将“西王”玉米油打造为玉米油小包装领域的领导品牌。

营销投入不遗余力 未来 2 年将是关键时期

我们判断，未来我国中低端收入人群的收入增长将远高于高端人群。因此二线、三线城市的大众消费增长潜力将会非常大。随着二三线城市居民收入水平、健康意识等方面的提高，以高品质、健康性为卖点的玉米油将会有广阔的市场。

但同时“西王”玉米油还面临行业内异常激烈的竞争，中粮旗下的“福临门”、益海嘉里旗下的“金龙鱼”以及三星油脂下属的“长寿花”等品牌均在最近一两年介入了

小包装玉米油市场，并且在这个市场上建立了一定的知名度。我们认为竞争的格局将会异常扑朔迷离，未来的 2-3 年将是玉米油市场狼烟四起的时期。而这段时期也将是西王食品小包装油业务发展的关键时期，如果能够通过营销努力在玉米油品牌市场上获得较高的品牌美誉度和占有率，将会奠定公司在该领域的长期发展基础。

我们从公司了解到，2010 年公司的营销投入将有大幅的增长，从去年的 2000 多万增至 5000 万 - 1 个亿左右，将来投入还会进一步加大。从广告的投放来看，由张国立和徐帆主演的广告已经在江苏卫视等电视台开始播出，并取得较好反响。

表 4：西王食品分产品产销量预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
加工胚芽量（万吨）	17.00	17.00	27.10	29.80	29.80	30.00	30.00
精炼玉米油销量（万吨）	8.26	8.24	13.10	15.00	16.00	17.00	17.00
其中：小包装玉米油销量	0.44	1.79	3.50	5.00	7.00	9.00	10.00
散装玉米油销量	7.82	6.45	9.60	10.00	9.00	8.00	7.00
玉米粕销量（万吨）	9.60	9.60	15.31	16.84	16.84	16.95	16.95

资料来源：华泰联合证券研究所

目前公司已在山东、江苏、浙江、湖南、湖北及重庆 5 省 1 市铺建了销售网络，并逐步向其他省份延伸。但是从全国范围看，西王食品尚未对终端个人消费者形成较大的影响力。公司的目标是在未来 3 年将小包装的销量由目前的 2 万吨增长至 4 万吨、7 万吨和 10 万吨。我们即使保守考虑，**公司未来 3 年的小包装销量也有可能达到 3.5 万吨、5 万吨和 7 万吨。**

中国玉米油消费市场处于高速增长期，传统食用油品牌商具有如金龙鱼、福临门等都将在该领域发力，而主要的玉米油生产商三星油脂和西王食品两家公司在最近两年也将会大力拓展玉米油终端市场，寻求其自有品牌小包装产品的推广。

我们的判断是玉米油生产商由于直接掌握产量和生产技术，在产品品质、原料等方面都具有先天的优势，未来能在玉米油市场这个细分领域领先传统的品牌商。而西王食品则由于其聚焦小包装的战略以及背靠集团的资源优势，未来将能够与其他生产商的营销竞争中取得优势。我们认为“西王”未来将能够成为玉米油消费市场上的一个主要品牌。

5 盈利预测和投资建议

核心假设条件：

- **产量：**预计 10-13 年西王食品加工胚芽量 27 万吨、30 万吨、30 万吨和 30 万吨。相应玉米精炼油的产量分别达到 13 万吨、15 万吨、16 万吨和 17 万吨（部分精炼油来自外购毛油加工）。
- **小包装油销量：**基于对玉米油市场增速 20%以上，以及西王食品对小包装市场的开拓取得较高的市场占有率的假设，预计 10-13 年小包装油的销量分别达到 3.5 万吨、5 万吨、7 万吨和 9 万吨。

- 价格：据公司的统计，05-09 年公司玉米胚芽、胚芽粕、毛油和散装玉米油的价格年均增长率分别为 6.7%、9.7%、5.2%和 4.9%。小包装油的定价除了与毛油的价格相关外，更多地与品牌定位有关。2009 年全年的均价保持在万元以上，目前的售价也在该水平企稳。我们预计未来玉米胚芽和散装油价格均保持 5%的增速，而小包装油则由于品牌竞争加剧，未来价格增速将低于散装油，基本保持平稳或略有增长。
- 毛利率：散装玉米油保持在 12%；自有小包装保持在 25%-30%。
- 资产重组在 2010 年末完成并实现并表，公司股本变为 125 亿股。

基于以上假设，我们对公司未来 5 年的分业务收入成本预测如下表所示：

表 5：西王食品分产品产销量及收入成本预测（百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
公司总体							
收入	949.65	1006.50	1262.41	1518.88	1712.17	1909.96	1995.40
成本	858.82	856.06	1054.28	1258.53	1399.83	1548.58	1616.76
毛利	90.83	150.45	201.37	252.77	304.61	353.44	370.54
综合毛利率	9.56%	14.95%	15.95%	16.64%	17.79%	18.50%	18.57%
小包装玉米油							
销量(万吨)	0.44	1.79	3.50	5.00	7.00	9.00	10.00
吨价格(元/吨)	11909.61	10307.12	10513.27	10723.53	10938.00	11156.76	11379.90
收入	52.40	184.50	367.96	536.18	765.66	1004.11	1137.99
成本	46.72	129.50	261.25	386.05	558.93	743.04	853.49
毛利	5.6862	55.00	106.71	150.13	206.73	261.07	284.50
毛利率	10.85%	29.81%	29.00%	28.00%	27.00%	26.00%	25.00%
散装玉米油							
销量(万吨)	7.82	6.45	9.60	10.00	9.00	8.00	7.00
吨价格(元/吨)	9643.30	6794.35	7170.00	7528.50	7904.93	8300.17	8715.18
收入	754.11	438.24	688.32	752.85	711.44	664.01	610.06
成本	687.25	386.66	605.72	662.51	626.07	584.33	536.86
毛利	66.85	51.58	82.60	90.34	85.37	79.68	73.21
毛利率	8.87%	11.77%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
胚芽粕							
销量(万吨)	10.96	11.24	15.31	16.84	16.84	16.95	16.95
吨价格(元/吨)	1173.56	1161.36	1219.42	1243.81	1268.69	1294.06	1319.94
收入	128.62	130.54	186.69	209.46	213.65	219.34	223.73
成本	123.68	125.81	179.94	201.88	205.91	211.40	215.63
毛利	4.95	4.72	6.76	7.58	7.73	7.94	8.10
毛利率	3.85%	3.62%	3.62%	3.62%	3.62%	3.62%	3.62%

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测：未来 3 年 EPS 分别为 0.69 元、0.85 元和 1.08 元

未来 2-3 年将是公司发展的关键时期，自有品牌的小包装油能否在行业快速增长的过程中抓住机遇迎头赶上将在很大程度上决定公司未来的价值。我们预计公司未来 3 年投入营销网络建设的营业费用将有大幅的提升，占公司营业收入的比例将达到 6% 左右。10-12 年的营业费用分别达到 78、93 和 103 百万元。根据我们的预测，公司 10-12 年摊薄后的 EPS 将达到 0.69 元、0.85 元和 1.08 元。

表 6：西王食品未来三年利润表预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入	1262	1519	1712
营业成本	1054	1259	1400
营业税金及附加	4	5	5
营业费用	78	93	103
管理费用	17	20	22
财务费用	8	19	23
投资净收益	0	0	0
营业利润	101	125	159
利润总额	102	125	159
所得税	15	19	24
净利润	86	106	136
少数股东损益	0	0	0
归属母公司净利润	86	106	136
EPS（元）	0.69	0.85	1.08

资料来源：华泰联合证券研究所

投资建议：“买入”评级

我们选取同处食用油行业的上市公司进行对比，A 股中选取了东凌粮油，另外港股中的中国玉米油和中国粮油控股也列入了我们的考量范围。由于市场的不一致性，港股中的两个公司估值仅为 16X 和 13X，显著低于 A 股东凌粮油的 36X。我们认为金德发展在 A 股上市后的估值应当更多地与东凌粮油可比，考虑到金德发展所处的玉米油行业正处于高速成长期，并且公司在该领域占据了龙头地位；在自有小包装方面与东凌相比有更好的表现，因此应当享受比东凌更高的估值。若按照 2010 年 40XPE 计算，金德发展重组完成后的合理价值应为 27.6 元，我们对该公司的评级为“买入”。

表 7：食用油行业相关公司估值对比

公司简称	代码	股价	2009	2010E	2011E	2010PE
东凌粮油	000893	23.85	0.25	0.66	0.91	36
中国玉米油	1006.HK	5.42	0.36	0.34	0.46	16
中国粮油控股	0606.HK	9.48	0.52	0.72	0.885	13
金德发展	000639	23.06	-0.05	0.69	0.85	33

资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

6 风险提示

重组进程未达预期。公司的重组方案目前已经经过董事会和股东大会的批准，前还需等待证监会的核准。正常情况下应于今年年末或明年年初完成全部的重组进程，但是若出现意外情况使得重组无法完成，那么金德发展目前的高股价将无法维持。

小包装油市场开拓效果不利的风险。西王食品能否提高消费者对“西王”品牌的认知和接受程度，有效推广自有品牌，扩大小包装玉米油的市场销售，对公司未来发展意义重大。小包装玉米油的市场开拓具有一定不确定性。

附录 1、金德发展重组进展

2010 年 1 月 6 日，金德发展公布股东变更公告，西王集团通过旗下永华投资受让其原第一大股东深圳赛格 1270 万股成公司实际控制人，随后西王集团对公司展开了一系列人事调整。（经山东永华提名，上市公司 2010 年第一次临时股东大会决议通过，西王集团董事长王勇、副总经理孙新虎担任上市公司董事，西王集团监事韩忠担任上市公司监事。经山东永华提名，上市公司 2010 年第二次临时股东大会决议通过，西王食品总经理王红雨、副总经理吴振金担任上市公司董事，吴燕担任监事。王勇先生现任上市公司董事长、法定代表人。）

2 月 4 日，金德发展公布资产出售及发行股份预案，拟向西王集团转让全部资产和负债，同时以 14.83 元/股向西王集团发行 5257.26 万股，购买西王集团旗下西王食品 100% 股权，本次交易完成后，西王集团将直接及间接持有金德发展 52.04% 股权，成为公司的控股股东。

5 月 24 日至 25 日，公司召开临时股东大会，审议通过了《关于公司重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易具体方案》等涉及资产重组的议案，这意味着公司的资产重组已经通过了公司层面的审核，下面还需经过证监会等有关部门的审核。

附录 2：山东三星油脂简单介绍

三星油脂集团下属的中国玉米油（1006.HK）借助 IPO 契机，已经在 2009 年大幅提升了产销规模，目前领跑行业。

三星油脂 2009 年在香港市场成功上市并募集 7.2 亿港元资金后，实力大增，公司在 2009 年经历了一个大规模扩量的过程，销售量由 08 年的 7.45 万吨大幅增长至 13.1 万吨，其中自有小包装油由 0.98 万吨增至 2.15 万吨。2009 年其收入和盈利分别增长 24.6% 和 31.4% 至 11.64 亿元和 1.2 亿元，自有品牌的玉米油的毛利率由上一年的 17% 升至 24%，公司整体毛利率由 10.7% 升至 12.9%。但是根据我们的了解，公司所生产销售的精炼油中，有将近一半来自于外购毛油精炼而成。

公司致力于保持食用油生产商地位的同时，将自有的“长寿花”品牌发展为玉米油市场的领先品牌。

产能方面，2010 年 6 月新精炼厂投产后，总产能将由之前的 18 万吨提升至 28 万吨。品牌拓展方面，公司自有品牌玉米油的销售量从上一年的 0.98 万吨增至 2.15 万吨，占比达到 17%。在自有品牌“长寿花”和“金银花”的拓展方面，公司投入了大量资源。公司计划将自有品牌的玉米油占比从目前的 17% 在未来 3 年提升至 50%。

品牌地位：玉米油行业前三，福临门、金龙鱼和长寿花三个品牌在玉米油市场上的占比超过 50%。销售网络：以二线城市为主，现已覆盖国内 20 多个省市，未来还将继续拓展。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	111	1138	1367	1536	营业收入	70	1262	1519	1712
现金	26	546	657	741	营业成本	52	1054	1259	1400
应收账款	47	38	45	51	营业税金及附加	2	4	5	5
其他应收款	0	180	217	244	营业费用	3	78	93	103
预付账款	16	174	208	231	管理费用	9	17	20	22
存货	21	104	125	138	财务费用	7	8	19	23
其他流动资产	0	96	115	130	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	76	109	141	172	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	72	102	131	160	营业利润	-2	101	125	159
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	0	0	0	1
其他非流动资产	2	6	9	11	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	187	1247	1508	1708	利润总额	-2	102	125	159
流动负债	50	488	643	707	所得税	1	15	19	24
短期借款	25	290	410	450	净利润	-3	86	106	136
应付账款	14	72	86	95	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	10	126	147	162	归属母公司净利润	-4	86	106	136
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	11	114	149	190
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.05	0.69	0.85	1.08
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	50	488	643	707	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	13	13	13	13	成长能力				
股本	73	126	126	126	营业收入	-33.8%	1694.2%	20.3%	12.7%
资本公积	11	494	494	494	营业利润	-158.7%	5277.3%	23.1%	27.5%
留存收益	40	127	233	369	归属于母公司净利润	-632.2%	2319.7%	23.1%	27.5%
归属母公司股东权益	125	747	853	989	获利能力				
负债和股东权益	187	1247	1508	1708	毛利率(%)	26.6%	16.5%	17.1%	18.2%
现金流量表					净利率(%)	-5.1%	6.8%	7.0%	7.9%
单位: 百万元					ROE(%)	-2.9%	11.6%	12.5%	13.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	5.8%	18.5%	19.7%	21.8%
经营活动现金流	42	-233	48	106	偿债能力				
净利润	-3	86	106	136	资产负债率(%)	26.6%	39.1%	42.6%	41.4%
折旧摊销	6	5	6	8	净负债比率(%)	50.39%	59.46%	63.79%	63.64%
财务费用	7	8	19	23	流动比率	2.24	2.33	2.13	2.17
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.81	2.12	1.93	1.98
营运资金变动	32	-344	-86	-63	营运能力				
其他经营现金流	0	12	3	2	总资产周转率	0.31	1.76	1.10	1.06
投资活动现金流	-0	-39	-39	-39	应收账款周转率	1	28	36	35
资本支出	0	39	39	39	应付账款周转率	3.61	24.42	15.96	15.45
长期投资	0	0	-0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	-0.03	0.69	0.85	1.08
筹资活动现金流	-79	792	101	17	每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-1.86	0.39	0.84
短期借款	-73	265	120	40	每股净资产(最新摊薄)	0.99	5.95	6.79	7.87
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	53	0	0	P/E	-772.28	31.92	25.92	20.33
资本公积增加	0	483	0	0	P/B	22.11	3.69	3.23	2.79
其他筹资现金流	-6	-9	-19	-23	EV/EBITDA	146	14	11	8
现金净增加额	-37	520	111	84					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com