金德发展(000639.sz)

下半年玉米油市场趋旺

熊峰　研究员
电话：0755-82083808
eMail：xf@gf.com.cn

玉米油作为健康食品，将越来越受到重视

近年来，随着高血压、冠心病等疾病的逐渐增多，人们开始由传统食用油消费向营养、健康、均衡的高端食用油转变。

玉米油价格主要由需求决定，与玉米价格相关度低

由于玉米胚芽占玉米的比重仅为10%，加上玉米胚芽除用来生产玉米油外的其他用途非常有限，所以，胚芽价格与玉米价格相关度低。

玉米油原料来源有保障

目前我国每年的玉米胚芽总供应量约为500万吨。我国2009年一年约消耗155万吨玉米胚芽。所以，我国国内玉米胚芽的供应量相当充裕。

国内食用油供不应求，玉米油成长性高

中国食用玉米油产量2003年-2009年复合增长率为43%，而国内食用植物油产量1997年—2009年复合增长率为9.3%。

国家政策大力支持玉米油产业

我国食用油市场对外依存度长期处于50%以上，早已超出国家战略安全警戒线。食用植物油行业受到政府产业政策的大力支持。

西王食品的行业地位

西王在散装玉米油的主要竞争对手为山东三星。在小包装玉米油市场的竞争对手既包括品牌商，也包括山东三星等玉米油生产企业。

西王食品盈利能力成长性好

未来几年西王食品具备产能进一步扩张的空间，且小包装玉米油占比的提升将进一步提高公司的盈利能力。

西王小包装玉米油开始开疆拓土，下半年玉米油市场趋旺

今年西王营销小包装玉米油的力度明显提高。下半年是玉米油的销售旺季，我们预计公司全年小包装玉米油的销售有望超过 5 万吨。

风险因素

关联交易风险，原材料风险，小包装玉米油销售的风险，以及此次资产重组和非公开发行能否获得证监会的批准的风险。

盈利预测与投资建议

按发行后总股本12550万股计算，金德2010-2012年EPS分别为0.65元，0.76元，0.86元。由于西王食品具备产能进一步扩张的空间，且小包装玉米油占比的提升将进一步提高公司的盈利能力，所以我们认为该公司具备较好的投资机会。给予“买入”的评级。

公司评级	买入
当前价格(元)	25.90
目标价格(元)	30.00
前次评级	持有

股价走势

市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	25.12%	18.37%	55.18%
沪深 300	11.69%	1.88%	-12.63%

股票数据

总股本(万股)	7,286.49
流通 A 股(万股)	5,762.70
主要股东:	
	山东永华投资有限公司
主要股东持股比例	17.43%
流通 A 股比例	79.09%

财务比率

ROE	-2.86%
ROA	2.10%
资产负债率	26.56%
每股净资产(元)	1.71

2009 年报数据.

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

玉米油作为健康食品，将随着人们生活水平和健康理念的提高，越来越受到重视

近年来，随着高血压、冠心病、肿瘤、肥胖症、心脑血管等疾病的逐渐增多，人们越来越注重自己的饮食安全健康，开始由传统食用油消费向营养、健康、均衡的高端食用油转变。正是在这种背景下，市场上出现了诸如玉米油、核桃油、葵花籽油、橄榄油等高端食用油。科学证明，它们不仅含有人体所需的营养成分，而且对预防和控制高血压、心脑血管疾病、肿瘤、肥胖症等疾病具有良好的功效。

玉米油中含有 86%的不饱和脂肪酸、丰富的维生素 E、磷脂和其它氨基酸等众多营养元素，营养价值十分丰富。

1、玉米油中含有人体自身不能合成的亚油酸。亚油酸是人体必须的脂肪酸，具有降低人体胆固醇、降血压、软化血管、预防和改善动脉硬化等作用。

2、玉米油含有亚油酸和谷胱肝肽，这两种物质具有抗癌作用。

3、玉米油中含有丰富的维生素 A、D，其中维生素 A 对改善视力、促进上皮组织及骨骼的发育和胎儿的生长发育有很好的作用；维生素 D 能促进人体对钙的吸收，有助于儿童骨骼发育。

4、玉米油中含有丰富的维生素 E，具有“柔肤美容”和“延缓衰老”的作用。

5、玉米油中的植物甾醇含量是其他食用油不能比拟的，该物质具有直接、有效、快速降低胆固醇的功效。

6、玉米油口味清淡、纯正，做菜清爽可口，无油腻感，符合人们清淡、自然、健康的饮食生活方式。

7、玉米油全部选用非转基因玉米为原料，是纯天然绿色无公害的食用油。

8、玉米油不含胆固醇、黄曲霉素，不添加人造香料、色素及抗氧化剂，是新世纪家庭首选健康食用油。

玉米油价格主要由需求决定，与玉米价格相关度低

玉米油是一个小油种，目前其本身还没有定价权，而是紧随大豆油定价，但随着玉米油逐渐被市场重视，玉米油将慢慢形成相对独立的定价权。近期，玉米价格大幅上涨，但由于玉米胚芽占玉米的比重仅为 10%，玉米的价格变化对玉米油成本的影响有限，加上玉米胚芽作为玉米深加工企业的副产品，除用来生产玉米油外的其他用途非常有限，所以，玉米胚芽价格主要由玉米油的需求决定，与玉米价格相关度低。

目前，小包装玉米油的出厂价在 11000 元/吨左右，玉米油在超市的终端价格为 75 元左右。玉米油散油的毛利率为 10-13%，现在已维持在这个水平，净利润率约为 9-10%。自有品牌小包装玉米油的毛利率 30-40%，去掉消费税、广告等各方面费用后的净利润率为 15%左右。

玉米油原料来源有保障

有些投资者担心玉米油原料的供应量有限而影响未来的产能扩张。作为玉米油原料的玉米胚芽是玉米深加工企业的副产品，目前我国目前玉米深加工能力超过约为 5000 万吨，按玉米胚芽占玉米的比重仅为 10%计算，每年的玉米胚芽总供应量约为 500 万吨。我国 2009 年玉米精炼油产量约为 70 万吨，按 45%的出油率计算，一年约消耗 155 万吨玉米胚芽。所以，我国国内玉米胚芽的供应量相当充裕。

国内食用油供不应求，玉米油成长性高

目前世界上11 种食用植物油为大豆油、菜籽油、棉籽油、花生油、葵花油、玉米油、芝麻油、棕榈油、椰子油、橄榄油和茶籽油。随着人们保健观念和生活水平的日益提高，高端食用油逐渐成为大众餐桌上的油类。其中，玉米胚芽油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。

食用油品种中，色拉油处于最底层、销量最大，中间层为调和油，最上层的是天然食用保健油，玉米胚芽油位于金字塔上层。联合国粮农组织和美国农业部数据显示，2007 年中国食用玉米油产量仅占食用植物油产量约1.27%，玉米油占食用油的市场份额很小。

我国玉米油生产始于1998 年，至2004 年以前主要以毛油的形式出口至国外为主，企业生产规模小，产量低；2004 年以后一级精炼玉米油才得到了快速发展。2008 年，财政部、国家税务总局发出《关于取消部分植物油出口退税的通知》，取消了36 个税号的植物油出口退税，鼓励食用油生产企业内销，生产玉米胚芽油的企业开始扩大产能，改作坊式生产为现代化生产。

1989年我国初榨的玉米油（毛油）产量仅2万吨，1999年发展到10.2万吨，2004年后玉米油开始迅速发展，2008年，我国玉米精炼油产量已达到55万吨。尽管玉米油占食用植物油的市场份额还很小，随着居民保健意识增强，对玉米产品认知和接受程度的提高，玉米油的市场空间广阔。

联合国粮农组织数据显示，中国食用玉米油产量2003年-2007年复合增长率为43%；相对而言，根据中国农业部数据，国内食用植物油产量1997年—2007年复合增长率为9.3%。玉米油市场的成长性高于食用植物油整体水平。

在美国，玉米油是产量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%。2008年，美国玉米油产量119.57万吨，按3.07亿人口计算，人均消费3.89千克，是中国的7.2倍。

国家政策大力支持玉米油产业

从1996 年以来，我国食用油市场对外依存度长期处于50%以上，早已超出国家战略安全警戒线，提升食用油自给率势在必行。据中国粮食行业协会2008年9 月发布的最新统计显示，中国食用油在2007 年对外依存度为59%，创下新高；6.2%的外资企业控制着全国45.6%的产量，产值和利润分别占到46.8%和56.3%。

食用油行业关系国计民生。在我国食用植物油对外依存度日益增加的情况下，食用植物油供给安全得到了国家重视，行业受到政府产业政策的大力支持。2007 年国务院办公厅发布《关于促进油料生产发展的意见》（国办发[2007]59 号），2008 年国务院发布《关于促进食用植物油产业健康发展保障供给安全的意见》（国发[2008]36 号）等文件，指出油料生产和供给必须坚持立足国内，同时充分利用两个市场两种资源，满足需求的不断增长；加快培育国有和民营油脂加工经营企业等。2008 年10 月19 日，《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》提出，要“采取有力措施支持发展油料生产，提高食用植物油自给水平”。

从玉米深加工行业的政策导向看，“十一五”期间主要是控制发展味精等国内供需基本平衡和供大于求的产品和限制发展以玉米为原料的柠檬酸、赖氨酸等供大于求、出口导向型产品，以及以玉米为原料的食用酒精和工业酒精。对淀粉和淀粉糖产品，政策上仍以稳定和提高供给为主。山东省是政策所扶持的淀粉和淀粉糖生产的重点区域，是淀粉和淀粉糖生产企业较为集中的省份。因此，从政策导向上看，不会对玉米胚芽的供给产生较大的负面影响。从2008年和2009年的整体情况看，玉米胚芽的市场供给较为稳定，市场价格与玉米油价格趋势基本一致。

西王食品的行业地位

1、散装玉米油销售的主要竞争对手情况

西王食品的主要市场竞争对手为在山东三星。该公司总部及主要营业地点为山东省邹平县韩店工业园。2009 年山东三星的产量为13.1 万吨，实现销售收入116,398.1 万元，净利润12,002.7 万元，均略高于西王食品。西王食品的油脂三厂建成后，精炼玉米油的产能达20 万吨，略高于山东三星的玉米油产能18.2 万吨。

除山东三星外，山东及东北三省等地还存在多家玉米油生产企业，其主要产品为毛油或精炼玉米油，但一般产量较小。

2、小包装玉米油的主要竞争对手情况

西王食品在小包装玉米油市场存在较多的竞争对手，既包括品牌商，也包括山东三星等玉米油生产企业。从目前的情况看，品牌商在玉米油市场占据较高的市场份额。

西王食品盈利能力成长性好

自 2007 年成立以来，西王食品主要从事玉米油的加工和销售。其主要产品为精炼玉米油，包括散装玉米油和小包装玉米油。

2008 年，销售散装玉米油7.85 万吨、小包装玉米油0.44 万吨，当年实现销售收入94,965.15 万元，实现净利润3,805.76 万元。

2009 年，国家出台宏观调控政策，提高油料自给比率，稳定油料价格，我国食用油价格整体回落，西王食品当年销售散装玉米油6.46 万吨、小包装玉米油1.79 万吨。西王食品当年实现销售收入100,650.46 万元，其中散装玉米油和小包装玉米油销售收入62,273.28 万元，糊精销售收入23,473.29 万元。2009 年共实现净利润7,012.76 万元。其中，小包装玉米油增长较快，销售量较上年增长了306.82%。西王食品的散装玉米油目前处于国内领先地位，其小包装玉米油产品在山东省内占有较高市场份额，随着西王食品加强对江苏、浙江、湖南、湖北及重庆等地的销售网络建设，小包装玉米油的销售量及市场份额明显提高。

2010 年3 月1 日“西王”牌玉米胚芽油（900 毫升，3 升和5 升塑料瓶装）被香港工业总会许可使用Q-Mark 标志，为西王食品进入香港市场打下了良好基础。

西王食品将以“关注心脑血管健康”为市场诉求，致力于打造“中国玉米油第一品牌”。

西王小包装玉米油开始开疆拓土，下半年玉米油市场趋旺

今年以来，西王营销小包装玉米油的力度明显提高。首先是聘请张国立夫妇作为形象代言人，在中央电视台推出小包装西王玉米油广告，并聘请职业经理人逐渐营销团队，并重点在山东、广东等六省市展开促销攻势。今年上半年小包装玉米油的销售就已超过2万吨。

据我们了解，下半年是玉米油的销售旺季，我们预计公司全年小包装玉米油的销售有望超过5万吨。

风险因素

1. 关联交易风险

2008 年和2009 年，西王食品从关联方采购的玉米胚芽占采购总额的比例分别为38.98%和42.55%。

2. 原材料风险

玉米胚芽是玉米油的主要原材料，是玉米深加工过程中的副产品，主要来自于淀粉及淀粉糖生产企业。

受国家行业政策影响，新建玉米深加工项目受到严格控制。从“十一五”期间产品结构调整方向上看，淀粉及淀粉糖以稳定和提高供给为主。政策的变化可能影响玉米胚芽的市场供给，存在不确定性。玉米胚芽的价

格如果出现大幅波动，可能对盈利产生较大的影响。

3. 小包装玉米油销售的风险

西王食品的主要产品为玉米精炼油，包括散装玉米油和小包装玉米油。在散装玉米油领域，西王食品具有较强的市场影响力。西王集团从事精炼玉米油的生产和销售，最早可追溯至2000年，一直以销售散装油为主。2008年以来，西王集团玉米油相关资产被逐步整合至西王食品，并开始生产小包装玉米油。西王食品的设立和从事小包装生产和销售业务的时间均较短，对市场的控制力和管理能力、销售团队的建设等方面有待进一步加强，因而存在不确定性。

销售自有品牌的小包装玉米油是西王食品未来的重点发展方向，目前已在山东、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。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。能否提高消费者对玉米油的认知和接受程度，有效推广自有品牌，扩大小包装玉米油的市场销售，对西王食品未来发展意义重大。

4. 此次资产重组和非公开发行能否获得证监会的批准，有很大的不确定性。

盈利预测与投资建议

上半年公司小包装玉米油的销量超过了2万吨，小包装价格也从去年的均价10319元/吨上升到今年的11341/吨。

但由于今年以来大豆油价格呈下降趋势，这也一定程度拉低了玉米散油和玉米胚芽的价格。

今年以来，西王食品在小包装上的推广较为激进，西王玉米油的“健”字号目前已经获得省批，国批正在审理过程中。

2010 年5 月5 日，西王集团与金德发展签署了《盈利预测补偿协议》，双方就本次重大资产重组涉及的盈利补偿事宜达成协议如下：

拟购买资产（即西王食品）2010-2012 年度的盈利预测情况为：2010 年度8,101.42万元，2011 年度9,472.97万元，2012 年度10,743.82万元。

金德发展与西王集团一致确认，如果在补偿测算期间西王食品各期实现的实际盈利数低于同期净利润预测数，西王集团同意将其本次认购的股份总数按一定比例计算股份补偿数，该部分股份将由金德发展以1元总价回购并予以注销。

我们认为，该盈利预测经过中介机构的反复论证，且一旦证监会通过，即具备法律效力，所以可信度较高。在借壳获批前我们对西王食品2010-2012年的盈利预测仍以此为基准。按发行后总股本12550万股计算，金德发展2010-2012年EPS分别为0.65元，0.76元，0.86元。由于西王食品具备产能进一步扩张的空间，且小包装玉米油占比的提升将进一步提高公司的盈利能力，所以我们认为该公司具备较好的投资机会。公司目前市值按发行后计算也只有30亿元人民币，低于香港上市的中国玉米油。我们认为通过证监会的审核的可能性较大，给予“买入”的投资评级。建议投资者密切关注证监会的审核进度。

资产负债简表 单位：百万元

报表项目	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	56.704	303.627	310	350
应收账款	19.288	107.101	110	113
预付款项	79.286	141.475	145	144
应收利息	0	0	0	0
应收股利	0	0	0	0
其他应收款	21.948	154.199	159	161
存货	32.687	84.695	91	92
流动资产合计	**209.92**	**791.19**	**811**	**819**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	280.549	267.247	269	269
在建工程	47.329	32.352	34	29
无形资产	108.935	109.765	110	110
长期待摊费用	0	0	0	0
递延所得税资产	0.0499	0.072	0	0
非流动资产合计	**436.864**	**409.437**	**421**	**427**
资产总计	**646.78**	**1200.63**	**1259**	**1278**
短期借款	0	320	350	450
应付票据	60	77	80	80
应付账款	13.426	58.37	61	69
预收款项	19.476	10.696	13	19
应付职工薪酬	1.838	3.339	4	4
应交税费	7.652	-2.447	0	0
应付利息	0	0.679	0	0
应付股利	0	0	0	0
其他应付款	10.155	53.63	55	55
流动负债合计	**112.549**	**521.269**	**533**	**533**
长期借款	0	75	75	75
应付债券	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0
预计负债	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
非流动负债合计	**0**	**75**	**75**	**75**
负债合计	**112.549**	**596.269**	**639**	**639**
股本	380	380	380	380
资本公积	121.564	121.564	122	122
盈余公积	4.9	15.419	17	28
未分配利润	27.766	87.375	151	199
少数股东权益	0	0	0	0
负债股东权益总计	**646.78**	**1200.627**	**1259**	**1278**
每股净资产(元)	1.71	1.70	8.01	8.75

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表 单位：百万元

报表项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	949.651	1006.504	1296.676	1561.1
营业成本	858.821	856.056	1091.080	1202.5
营业税金及附加	1.138	3.044	2301.05	2410.1
销售费用	27.94	46.116	70.845	75.00
管理费用	8.32	13.182	15.578	18.00
财务费用	4.012	5.213	21.073	23.00
资产减值损失	0.223	0.347	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	49.194	82.543	95.796	110.85
营业外收入	0.726	0.125	0	0
营业外支出	0.0143	0.0729	0	0
利润总额	49.252	82.595	95.796	110.85
所得税费用	11.194	12.468	14.369	16.12
净利润	38.057	70.127	81.426	94.73
归属于母公司净利润	38.057	70.127	81.426	94.73
少数股东损益	0	0	0	0
EPS(元)	0.3613	0.1846	0.6486	0.76

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表 单位：百万元

报表项目	2008	2009	2010E	2011E
经营活动现金流量	1000.13	1070.534	1189	1302
投资活动现金流量	-13.933	-67.228	-71	-30
筹资活动现金流量	55.625	297.208	321	328
现金及现金等价物净增加额	55.884	246.923	255	299
期末现金余额	56.704	303.627	326	349
每股经营活动现金流(元)	0.75	0.77	2.61	2.71

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

指标项目	2008	2009	2010E	2011E
营业收入增长率	63.00%	5.99%	18%	20%
营业利润增长率	5.18%	67.79%	17%	18%
毛利率	9.56%	14.95%	15%	15%
营业利润率	5.18%	8.20%	12%	12%
净利润率	4.01%	6.97%	7.8%	8.2%
净资产收益率	7.59%	13.98%	14.1%	14.4%
总资产收益率	5.88%	5.84%	6.01%	6.29%
流动比率	186.51%	151.78%	156%	154%
资产负债率	17.40%	49.66%	51.21%	52%
所得税税率	22.73%	15.10%	25%	25%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10％以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10％以上。

相关研究报告

金德发展(000639.sz)_公司调研简报	熊峰	2010-06-04

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。