

金德发展 (000639.SZ)

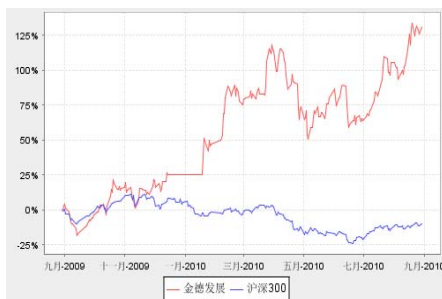
延长补偿年限有利于提升投资的安全边际

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **30.23-41.57**
 联系人: 作者
 谢刚: 周涛
 齐鲁消费品小组: S0740210070008
 021-58208304: 021-58205874
 xiegang@qlzq.com.cn: huyc@qlzq.com.cn
 2010年9月14日

基本状况

总股本(百万股)	72.86
流通股本(百万股)	57.63
市价(元)	28.49
市值(百万元)	2075.92
流通市值(百万元)	1641.87

股价与行业-市场走势对比



备考业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)		1,006.5	1,303.9	1,723.4	2,142.8
营业收入增速		5.99%	29.55%	32.17%	24.33%
净利润增长率		84.27%	20.29%	54.68%	15.59%
摊薄每股收益(元)		0.56	0.67	1.04	1.20
前次预测每股收益(元)		NA	NA	NA	NA
市场预测每股收益(元)		NA	NA	NA	NA
偏差率(本次-市场/市场)		NA	NA	NA	NA
市盈率(倍)	28.20	38.10	24.63	21.31	
PEG	0.33	1.88	0.45	1.37	
每股净资产(元)	5.76	6.43	7.47	8.67	
每股现金流量	0.00	1.03	0.53	0.68	
净资产收益率	9.70%	10.45%	13.92%	13.86%	
市净率	2.74	3.98	3.43	2.95	
总股本(百万股)	125.55	125.55	125.55	125.55	

备注: 假设 2010 年重组完成后并表, 按摊薄后股本计算 EPS

投资要点

- 背景说明:** 金德发展的重组预案目前正在等待证监会的批准, 重组成功后西王集团对金德发展直接和间接持股比例达到 52.08%, 公司将变身拥有自主品牌的小包装玉米油龙头企业。
- 投资事件:** 金德发展 11 日发布公告称, 西王食品和公司签订新的补充协议, 以更好的保护中小股东的利益。
 - 将盈利预测补偿协议的期限延长一年至 2013 年:** 新协议的补偿测算期间为本次重组实施完毕当年及其后三个会计年度, 即 2010 年度、2011 年度、2012 年度及 2013 年度, 若当年实际利润低于 8,101 万元、9,473 万元、10,743 万元和 11,899 万元(对应摊薄后 EPS 为 0.65、0.76、0.86、0.95 元), 则西王集团将就利润差额进行股份补偿。
 - 新协议认定补偿数额的不可调整:** 原协议中认定如果发生不可抗力 and 行业政策变动可以调整减免补偿责任, 新协议认定原协议这一条款无效, 补偿数额不可调整。
 - 增加所得税税率调整风险补偿条款:** 西王食品 2009 年被认定为高新技术企业, 2009-2011 三年所得税率按 15% 优惠征收, 若西王食品 2012 年不再享受 15% 的所得税率, 则由西王集团现金补偿金德发展 1,479.84 万元。
 - 增加资产减值测试:** 当补偿期限届满时, 金德发展对西王食品 100% 股权进行减值测试, 如果其期末减值额除以标的资产作价所得大于补偿期限内已补偿股份总数除以认购股份总数所得, 则西王集团另行补偿股份。
- 我们认为,** 西王食品此举彰显了对公司未来经营状况的信心, 及对重组成功的高度重视。对投资者来说, 新的补充协议更好地保证了中小股东的利益, 提高了投资的安全边际, 有助于提升流通股东的持股信心。
- 我们预计** 西王富有进攻性的营销能力和小包装玉米油的市场开拓策略将保障金德发展未来盈利稳步增长, 并且逐步过渡到品牌消费品, 享受消费品公司的估值溢价。

- 公司营销能力突出，目前国内终端销售网点数量快速增长，前期重点开拓市场的销售已经开始放量，我们保守预测公司 2010-12 年公司小包装玉米油的销量达到 4、6.5、8 万吨，一举奠定公司在玉米油小包装市场的领先优势。
- 维持盈利预测，重申买入建议。预计 2010-12 年净利润为 84、130、151 百万元，增长 20%、55%、16%，EPS 为 0.67、1.04、1.20 元，合理价格为 30.23 - 41.57 元，最多还有 40% 涨幅空间，建议买入。
- 作为稀缺的细分行业消费品，金德发展我们后期仍会持续重点关注，具体观点敬请参阅 8 月 30 日《金德发展投资价值分析报告——致力于自主品牌开发的小包装玉米油龙头》。
- 重大风险提示：目前公司的重组进程仍需要等待证监会的批准通过，如果重组出现波折，则金德发展股价会面临较大的下跌风险。

图表 1：盈利预测补偿协议的期限延长一年至 2013 年

期限	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
预测净利润（万元）	8,101.42	9,472.97	10,743.82	11,898.67
对应摊薄后EPS	0.645	0.755	0.856	0.948

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2：预计 2010-20 年小包装油的销量达到 4、6.5、8 万吨

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
压榨玉米胚芽（万吨）	19.62	19.22	26.78	28.80	28.80
精炼油销量（万吨）	8.29	8.25	13.00	15.00	17.00
其中：散装油	7.85	6.46	9.00	8.00	7.00
小包装油	0.44	1.79	4.00	6.50	8.00

来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 金德发展重组后玉米油业务销售收入假定

项 目	2009	2010E	2011E	2012E
精炼油-小包装				
平均售价 (元/吨)	10,307.12	11,337.84	12,471.62	13,718.78
增长率 (YOY)	—	10.00%	10.00%	10.00%
销售数量 (万吨)	1.79	4.00	6.50	8.00
增长率 (YOY)	—	123.46%	62.50%	23.08%
销售收入 (百万元)	184.50	453.51	810.66	1,097.50
增长率 (YOY)	—	145.81%	78.75%	35.38%
毛利率	29.81%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本 (百万元)	129.50	326.53	583.67	790.20
增长率 (YOY)	—	152.15%	78.75%	35.38%
毛利 (百万元)	55.00	126.98	226.98	307.30
增长率 (YOY)	—	130.88%	78.75%	35.38%
占总销售额比重	18.33%	34.78%	47.04%	51.22%
占主营业务利润比重	36.51%	60.43%	73.34%	78.23%
精炼油-散装				
平均售价 (元/吨)	6,783.83	6,987.34	7,686.08	8,454.69
增长率 (YOY)	—	3.00%	10.00%	10.00%
销售数量 (万吨)	6.46	9.00	8.50	9.00
增长率 (YOY)	—	39.32%	-5.56%	5.88%
销售收入 (百万元)	438.24	628.86	653.32	760.92
增长率 (YOY)	—	43.50%	3.89%	16.47%
毛利率	11.77%	10.46%	9.99%	9.08%
销售成本 (百万元)	386.66	563.11	588.04	691.80
增长率 (YOY)	—	45.64%	4.43%	17.65%
毛利 (百万元)	51.58	65.75	65.28	69.12
增长率 (YOY)	—	27.47%	-0.72%	5.89%
占总销售额比重	43.54%	48.23%	37.91%	35.51%
占主营业务利润比重	34.24%	31.29%	21.09%	17.60%
玉米胚芽粕				
平均售价 (元/吨)	1,161.36	1,312.33	1,443.57	1,587.92
增长率 (YOY)	—	13.00%	10.00%	10.00%
销售数量 (万吨)	11.24	15.40	16.56	16.56
增长率 (YOY)	—	37.02%	7.53%	0.00%
销售收入 (百万元)	130.54	202.11	239.05	262.96
增长率 (YOY)	—	54.83%	18.28%	10.00%
毛利率	3.75%	3.80%	3.80%	3.80%
销售成本 (百万元)	125.64	194.43	229.97	252.97
增长率 (YOY)	—	54.75%	18.28%	10.00%
毛利 (百万元)	4.90	7.68	9.08	9.99
增长率 (YOY)	—	56.76%	18.28%	10.00%
占总销售额比重	12.97%	15.50%	13.87%	12.27%
占主营业务利润比重	3.25%	3.66%	2.94%	2.54%
其他				
销售收入 (百万元)	18.50	19.43	20.40	21.42
毛利率	63.81%	50.00%	40.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	6.70	9.71	12.24	14.99
毛利 (百万元)	11.81	9.71	8.16	6.43
占总销售额比重	1.84%	1.49%	1.18%	1.00%
占主营业务利润比重	7.84%	4.62%	2.64%	1.64%
销售收入小计 (百万元)	1006.50	1303.91	1723.43	2142.80
销售成本小计 (百万元)	855.88	1093.78	1413.92	1749.96
毛利 (百万元)	150.62	210.13	309.50	392.84
平均毛利率	14.97%	16.12%	17.96%	18.33%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-8-30	买入	25.60	30.23 ~ 32.28
2	2010-9-6	买入	29.45	30.23 ~ 41.57
3	2010-9-14	买入	29.05	30.23 ~ 41.57

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表（人民币百万元）

	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,304	1,723	2,143
增长率	29.5%	32.2%	24.3%
营业成本	-1,094	-1,414	-1,750
% 销售收入	83.9%	82.0%	81.7%
毛利	210	310	393
% 销售收入	16.1%	18.0%	18.3%
营业税金及附加	-4	-5	-6
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-78	-121	-171
% 销售收入	6.0%	7.0%	8.0%
管理费用	-18	-26	-34
% 销售收入	1.4%	1.5%	1.6%
息税前利润（EBIT）	110	158	181
% 销售收入	8.4%	9.2%	8.4%
财务费用	-10	-4	-3
% 销售收入	0.8%	0.3%	0.2%
资产减值损失	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0
投资收益	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	99	154	177
营业利润率	7.6%	8.9%	8.3%
营业外收支	0	0	0
税前利润	99	154	177
利润率	7.6%	8.9%	8.3%
所得税	-15	-23	-27
所得税率	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	84	130	151
少数股东损益	0	0	0
归属于母公司的净利润	84	130	151
净利率	6.5%	7.6%	7.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2010E	2011E	2012E
净利润	84	130	151
少数股东损益	0	0	0
非现金支出	17	18	18
非经营收益	20	13	13
营运资金变动	8	-95	-97
经营活动现金净流	129	66	85
资本开支	0	0	0
投资	0	0	0
其他	0	0	0
投资活动现金净流	0	0	0
股权募资	0	0	0
债权募资	-200	0	0
其他	-20	-13	-13
筹资活动现金净流	-220	-13	-13
现金净流量	-91	53	72

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2010E	2011E	2012E
货币资金	345	398	470
应收款项	246	325	404
存货	75	97	120
其他流动资产	180	233	289
流动资产	846	1,052	1,282
% 总资产	68.3%	73.8%	78.2%
长期投资	0	0	0
固定资产	283	265	247
% 总资产	22.8%	18.5%	15.1%
无形资产	110	110	110
非流动资产	392	374	356
% 总资产	31.7%	26.2%	21.8%
资产总计	1,238	1,427	1,638
短期借款	160	160	160
应付款项	176	229	284
其他流动负债	19	25	31
流动负债	356	414	475
长期贷款	75	75	75
其他长期负债	0	0	0
负债	431	489	550
普通股股东权益	807	938	1,088
少数股东权益	0	0	0
负债股东权益合计	1,238	1,427	1,638

比率分析

	2010E	2011E	2012E
每股指标			
每股收益（元）	0.672	1.039	1.201
每股净资产（元）	6.428	7.468	8.669
每股经营现金净流（元）	1.026	0.526	0.679
每股股利（元）	0.000	0.000	0.000
回报率			
净资产收益率	10.45%	13.92%	13.86%
总资产收益率	6.81%	9.15%	9.21%
投入资本收益率	13.37%	17.31%	17.99%
增长率			
营业总收入增长率	29.55%	32.17%	24.33%
EBIT增长率	24.54%	43.85%	14.48%
净利润增长率	20.29%	54.68%	15.59%
总资产增长率	-7.09%	15.25%	14.83%
资产管理能力			
应收账款周转天数	9.1	9.1	9.1
存货周转天数	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	15.3	15.3	15.3
固定资产周转天数	77.0	57.9	43.5
偿债能力			
净负债/股东权益	-13.58%	-17.34%	-21.57%
EBIT利息保障倍数	10.5	36.4	55.2
资产负债率	34.81%	34.29%	33.57%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501