

农业—粮油加工业

署名人: 王义国

执业证书号: S0960200010020

wangyiguo@cjis.cn

0755-82026749

6-12 个月目标价: 55 元

当前股价: 30.02 元

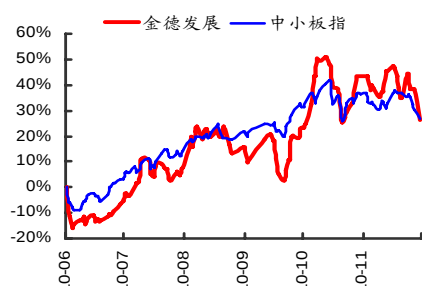
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2781
总股本(百万)	125
流通股本(百万)	57.62
流通市值(亿)	17.1
11EPS 预测	1.44
每股净资产(元)	4.8
资产负债率	50%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金德发展	-11	9	26
中小板指数	-7	4	26



相关报告

《金德发展: 西王食品成为玉米油行业双寡头竞争者的价值》

3/23/2010

金德发展

000639

强烈推荐

西王玉米油明年小包装量倍速增长

事件: 公司27晚日公布, 公司重大资产重组方案获得中国证监会核准及控股股东获得中国证监会豁免要约收购义务。

投资要点:

- **年底有望完成资产置换的工作, 股票将更名为“西王粮油”** 我们认为, 公司可望年底前完成西王玉米油资产和金德管业资产的全部置换工作, 在工商登记完成后, 公司股票将更名为“西王粮油”。这是 A 股上市公司中第一个有终端消费品牌的油脂公司。
- **西王玉米油明年成为国内玉米油第一品牌** 随着玉米油市场的迅速成长, 公司西王品牌小包装油从 09 年的 1.8 万吨, 增长到 10 年的 5 万多吨, 公司规划自有品牌小包装油量明后年为 10 万吨和 15 万吨, 公司明年将成为国内玉米油销量最大的第一品牌, 超过金龙鱼和福临门玉米油品牌。我们认为, 公司将复制滨州隔邻莱阳鲁花花生油的高成长之路 (03-09 年销量从 4.6 万吨扩大到 39 万吨, 年均增长 43%)。
- **西王玉米油快速发展的推动力** 我们认为, 西王玉米油快速发展得益于玉米油在国内巨大市场空间、西王食品公司较好地控制国内玉米胚芽原料、优异的产品质量以及西王品牌非常迅捷的建设。
- **西王玉米油明年小包装量倍速增长** 公司规划小包装油销量明年为 10 万吨, 后年为 15 万吨, 散装玉米油在 8 万吨左右, 推广费用从 1 亿增加到 2.5 亿元, 我们预测明后两年的盈利为 1.8 亿元和 2.5 亿元, 相当于增发后每股盈利 1.5 元和 2.0 元。
- **投资评级上调到强烈推荐** 公司是国内粮油加工企业中难得的好公司, 按我们预测的公司业绩计算, 股票内在价值为 55 元。股票现价比公司内在价值低 45%, 我们有理由将公司投资评级从“推荐”上调到“强烈推荐”。

风险因素: 原料玉米胚芽价格涨幅过大和政府对于终端食用油价格的部分管制。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1006	1395	2016	2660
同比(%)	6%	38%	44%	32%
归属母公司净利润(百万元)	70	106	183	254
同比(%)	75%	51%	71%	39%
毛利率(%)	12.1%	18.5%	24.7%	24.7%
ROE(%)	11.6%	15.8%	23.7%	26.7%
每股收益(元)	不适用	不适用	1.46	2.03
P/E			20.5	14.8
P/B			4.90	3.75

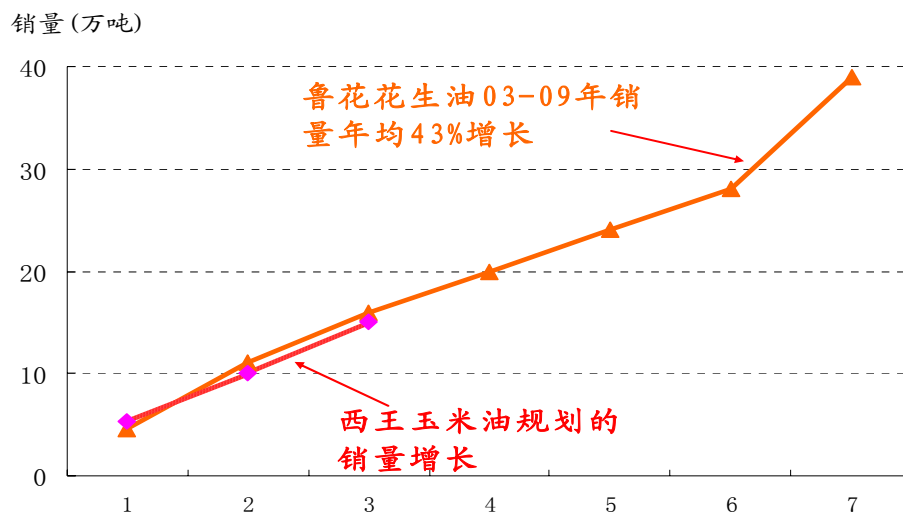
资料来源: 中投证券研究所

图表 1: 西王玉米油小包装油销量超预期部分

单位: 万吨	2009	2010E	2011E	2012E
小包装油销量 原先	1.78	4	7	10
新的	1.78	5.3	10	15

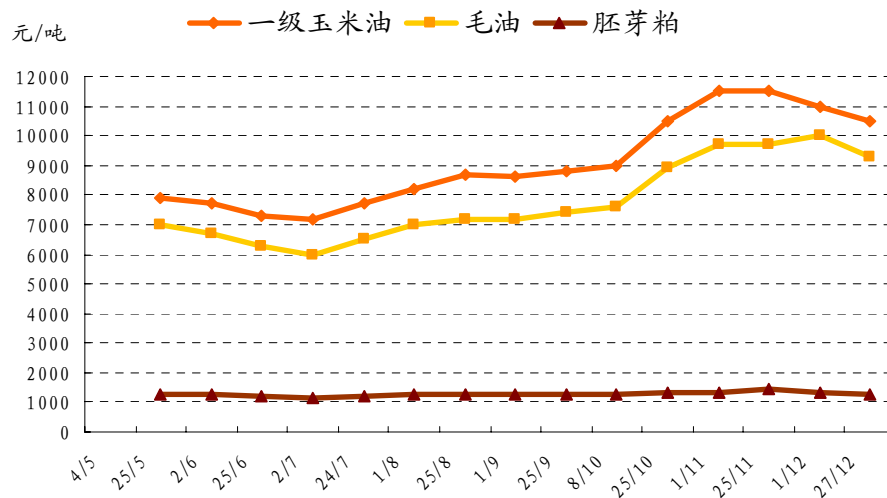
来源: 西王集团网、中投证券

图表 2: 西王玉米油将复制鲁花花生油的高成长之路



来源: 鲁花集团网、中投证券

图表 3: 山东滨州玉米油、毛油和胚芽粕近期价格走势



来源: 天下粮仓网

图表 4: 公司业务假定

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1、散装销量(万吨)	7.39	6.51	9.00	8.0	8.0
销售价-出厂	10773	7989	9000	10000	10300
销售价-税后(17%)	9208	6828	7692	8547	8803
2、小包装销量(万吨)	0.42	1.78	5.34	10.00	15.00
销售价-出厂	13885	12073	12000	13000	13500
销售价-税后(17%)	11868	10319	10256	11111	11538
3、粕(万吨)	11.60	11.19	14.58	17.60	17.60
销售价-出厂	1372	1358	1250	1299	1320
销售价-税后(17%)	1173	1161	1068	1110	1128
4、湖精收入	8268	24838			
湖精成本	7006	22580			
胚芽加工量	20	19.30	26.50	32.00	32.00
胚芽收购价	3678	2675	3220	3300	3450
胚芽收购价-税后 13%	3255	2367	2850	2920	3053
每吨毛油需要胚芽量	2.70	2.70	2.50	2.50	2.50
胚芽压榨获得毛油量	7.4	7.1	10.6	12.8	12.8
毛油外购量(万吨)	1	2	3.5	5.5	10.50
毛油收购价	9200	6400	7800	8500	8,900
毛油收购价-税后 13%	7863	5470	6667	7265	7607
原料成本	79967	79208	98847	133409	177571
吨油其他成本	1174	1114	1069	1010	970
销售收入	94900	100650	139572	201592	266002
销售成本	89136	88443	113813	151892	200172
毛利率	6.1%	12.1%	18.5%	24.7%	24.7%

来源: 公司报告、中投证券

图表 5: 盈利预测假定

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	94900	100650	139572	201592	266002
销售成本	89136	88443	113813	151892	200172
毛利率	6.1%	12.1%	18.5%	24.7%	24.7%
三项费用	1,053	3966	13259	28223	35910
费用占收入比	1.11%	3.94%	9.50%	14.00%	13.50%
利润总额	4711	8241	12500	21477	29920
所得税 (15%)	707	1236	1875	3222	4488
净利润	4004	7005	10625	18256	25432
EPS			不适用	1.46	2.03

来源: 中投证券预测

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

王义国: 中投证券研究所农业行业分析师, 3 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、南宁糖业、好当家、大湖股份、新赛股份、东凌粮油、开创国际、山下湖、亚盛集团、东方园林、圣农发展、金德发展等

免责声明

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434