



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

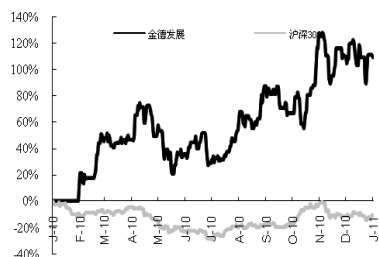
农林牧渔

Farming & forestry & animal
husbandry & fishery

2011 年 01 月 06 日

市场数据	2010 年 01 月 05 日
当前价格 (元)	32.94
52 周价格区间 (元)	
总市值 (百万)	2400.17
流通市值 (百万)	1898.23
总股本 (万股)	7286
流通股 (万股)	5763
日均成交额 (百万)	40
近一月换手 (%)	35.83
Beta (2 年)	1.18
第一大股东	
公司网址	

市场表现



表现%	1m	3m	12m
金德发展	-0.2	25.4	109.1
沪深 300	0.6	8.2	-10.9

相关报告

魏芳 郭伟明 (协助)

+86 755 21517994

guowm@jyzq.cn

执业证书编号

魏 芳: S0370207120041

金德发展 (000639) 调研报告

—西王飞出的金凤凰 合理的价格区间为 43-52 元。

评级: 买入

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入 (百万元)	106	70	1333	1873	2162
增长率 (%)	-18.12	-33.78	1794.96	40.47	15.45
归属于母公司所有者 的净利润 (百万元)	1	-4	126	217	287
增长率 (%)	-79.62	-632.15	3622.01	72.9	32.25
全面摊薄每股收益 (元)	0.01	-0.03	1.00	1.73	2.28

资料来源: 金元证券研究所

- **重组获批, 注入优质的玉米油资产。**10 年 2 月金德发展与西王集团签署了协议: 1、金德发展向西王集团出售全部资产和负债; 2、金德发展向西王集团发行股份, 认购西王集团旗下的西王食品 100% 股权。西王食品是国内最大的玉米胚芽油生产企业。10 年 11 月交易获得了证监会发审委有条件通过。
- **玉米油小市场却有发展。**根据 FAO 数据, 09 年中国玉米油产量占主要植物油产量的 1%, 美国的比例为 10%。00-09 年中国玉米油产量复合增长率 13.01%, 高于同期主要植物油总产量的复合增长率 5.60%。随着人们保健观念提升和生活水平提高, 未来中国玉米油空间广阔。中国若玉米油消费比例提高到 4%, 则有 100 万吨的需求量, 远远超过现有产能。
- **未来 2-3 年小包装玉米油是公司发展重心。**09 年, 公司销售散装玉米油 6.46 万吨、自有品牌小包装玉米油 1.79 万吨, 分别减少 17.71% 和增长 306.82%。公司小包装玉米油毛利 30%, 而散装的仅仅 10% 左右。10 年西王食品制定了“6+6”的区域规划方案, 预计未来 2-3 年西王食品小包装玉米油的销量仍将大幅增长, 10-12 年分别达到 5.5 万吨、10.5 万吨和 12.5 万吨。
- **金德发展未来的空间:** 1、自身品牌建设, 提升产品毛利率; 2、扩充产能, 预估极限值可达 60 万吨; 3、积极开拓其他高端植物食用油。
- **估值与投资建议:** 我们预估公司 10-12 年 EPS 为 1.00 元、1.73 元和 2.28 元。相对于同类上市公司, 我们给予 11 年 25-30 倍 PE, 合理的价格区间为 43.3-51.9 元, 目标价 50 元, 首次给予买入评级。
- **风险提示:** 原料供应; 植物油价格管制

1、重组获批 玉米油龙头上市箭在弦上

1.1 重组获批 注入优质的玉米油资产

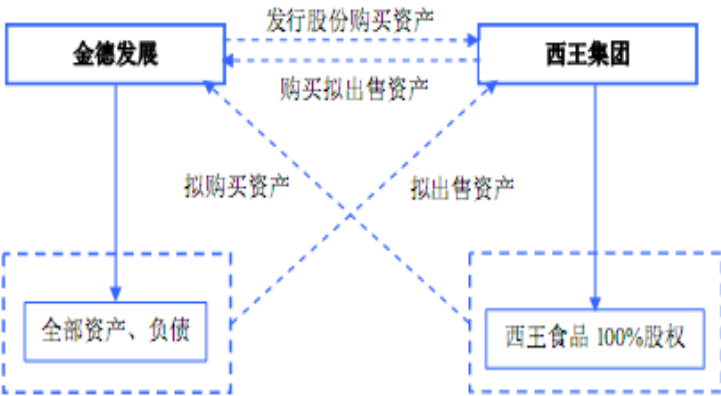
2010 年 2 月金德发展与西王集团签署了《出售资产及发行股份购买资产协议》及其后的补充协议规定，本次交易包括两项内容：重大资产出售和发行股份购买资产。

1、金德发展向西王集团出售全部资产和负债，确定资产出售价格为 13,179 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 5,268 万股股份，发行价格为 14.83 元/股。西王集团以其持有的西王食品 100%股权认购金德发展发行的股份。

2010 年 11 月 30 日，本次交易获得了证监会发审委有条件通过。

图表 1 交易具体方案

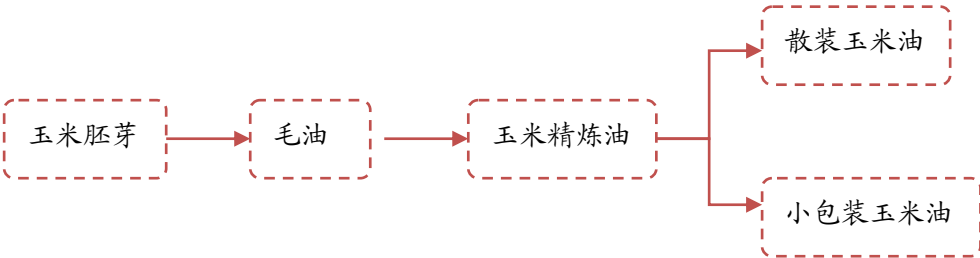


资料来源：公司公告

1.2 西王食品是国内玉米油龙头企业

西王集团是一家以玉米深加工和特钢为主业的大型工业企业，控股西王糖业（香港 002088）和金德发展（深圳 000639）两家上市公司。而此次金德发展认购的西王食品是国内最大的玉米胚芽油生产企业，拥有国内一流的玉米油生产线。

图表 2 公司玉米油生产工艺流程



资料来源：金元证券研究所

西王食品下设 3 家油脂厂、2 家精炼厂和 1 家小包装厂。3 家油脂厂产品为玉米毛油，年加工玉米胚芽能力分别为 10.8 万吨、12.6 万吨和 12.6 万吨，合计产能 36 万吨，其中油脂三厂于 2010 年 1 月建成，2010 年 3 月正式投产。2 家精炼厂产品为玉米精炼油，产能均为年产玉米精炼油 10.08 万吨，此外拟新增 15 万吨精炼油生产线，共计产能 35.16 万吨。

08 年，西王食品销售散装玉米油 7.85 万吨、小包装玉米油 0.44 万吨；实现销售收入 94,965 万元，实现净利润 3,806 万元。09 年，销售散装玉米油 6.46 万吨、小包装玉米油 1.79 万吨，分别减少 17.71% 和增长 306.82%；当年实现销售收入 100,650 万元，实现净利润 7,013 万元。

图表 3 西王食品产能分布情况

厂房名称	玉米胚芽加工能力（万吨）	产品（万吨）			
		毛油	胚芽粕	精炼油	小包装玉米油
油脂一厂	10.80	4.59	6.21	—	—
油脂二厂	12.60	5.36	7.25	—	—
油脂三厂	12.60	5.36	7.25	—	—
毛油合计	36.00	15.30	20.70	—	—
精炼一厂	—	—	—	10.08	—
精炼二厂	—	—	—	10.08	—
拟新增生产线一条	—	—	—	15	—
精炼油合计	—	—	—	35.16	—
小包装厂	—	—	—	—	15.00

资料来源：公司公告

2、小市场 大机会

2.1 健康的玉米油逐渐被市场接受

目前世界食用植物油有大豆油、棕榈油、菜籽油、玉米油和花生油等 11 种。其中，玉米胚芽油不饱和脂肪酸含量高，吸收率可达 97%，富含维生素 E。起初我国玉米油的生产和消费大多加工成毛油，供肥皂生产之需。04 年之后，精炼玉米油才得到快速发展，特别是 08 年国家取消植物油出口退税鼓励内销，加速了玉米胚芽油行业发展和企业壮大。

图表 4 食用植物油饱和、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)
菜油	3.940	1.031
玉米油	7.436	1.761
黄豆油	5.114	2.026
花生油	4.320	2.282

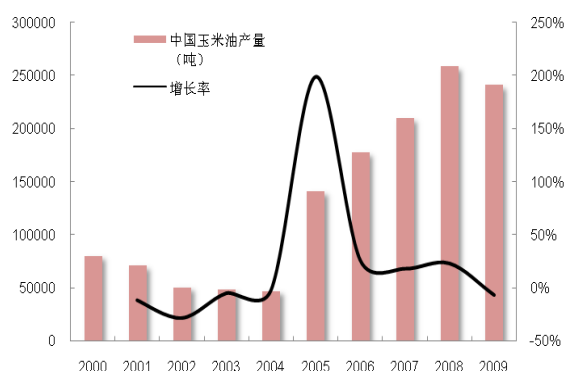
资料来源: USDA

玉米油市场占比小,但成长性高于整体。根据 FAO 数据显示, 09 年中国玉米油产量占食用植物油产量的 1%,若考虑进口植物油的影响,实际玉米油消费量远低于 1%。而在美国,玉米油是仅次于大豆油的第二大食用植物油,09 年占全美食用植物油产量的 10%。目前中国每年食用油总量约为 2500 万吨,如果中国的玉米油消费比例提高到 4%,则有 100 万吨的需求量,远远超过现有产能。

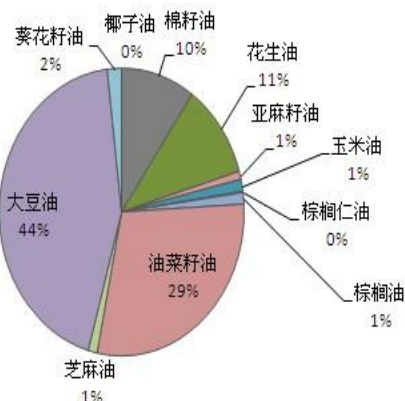
另据 FOA 数据显示,00-09 年中国玉米油产量复合增长率 13.01%,高于同期主要植物油总产量的复合增长率 5.60%。09 年美国玉米油产量 110 万吨,人均占有量 3.57 千克(美国人口 3.08 亿),中国玉米油产量 24.13 万吨,人均占有量不足 0.2 千克(中国人口 13.31 亿),约美国的二十分之一。

随着人们保健观念提升和生活水平提高,未来中国玉米油空间广阔。此外,玉米油对国外市场依存度低,成长空间要好于大豆油。

图表 5 中国玉米油复合增长率 13%

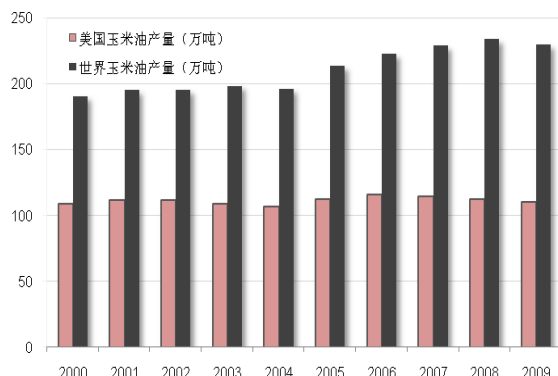


图表 6 玉米油产量占比约为 1%

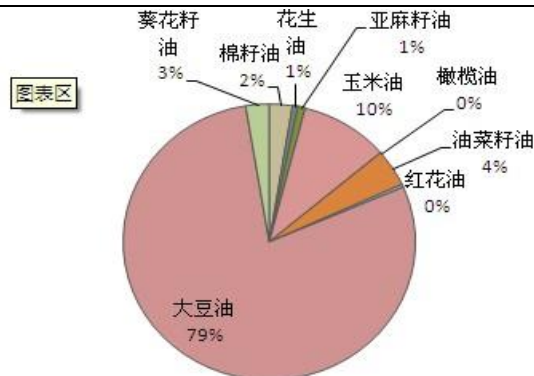


资料来源: FAO

图表 7 美国玉米油产量维持在 110 万吨左右



图表 8 09 年美国玉米油产量占比 10%



资料来源: FAO

2.2 未来 2-3 年小包装玉米油是公司发展重心

西王食品的小包装玉米油产品在山东省内占有较高市场份额。2010 年，西王食品制定了“6+6”的区域规划方案，巩固已相对成熟的 5 省 1 市（山东、江苏、浙江、湖南、湖北及重庆），选定京津、安徽、河北、河南、江西和四川市场作为重点待开发市场，大力开发经销商和意向客户，通过内部选派和外部招聘等方式向上述重点待开发市场输送销售人员。预计未来 2-3 年西王食品小包装玉米油的销量仍将大幅增长，10-12 年分别达到 5.5 万吨、10.5 万吨和 12.5 万吨。

2.3 公司可通过提价转嫁成本压力

10 年 CBOT 玉米期货主力合约价格上涨 32%，国内 DCE 玉米期货上涨 21%，国内主产区玉米平均价格上涨 0.26 元/公斤，至 2.13 元/公斤。由于国内下游对玉米需求保持旺盛，供应偏紧的情况下玉米价格将持续上涨。

对于玉米价格上涨带来的压力，公司可通过提价转嫁成本。10 年第四季度公司将 5L 精炼油出厂价从原来 59 元提升至 65 元，相应的终端价从 75 元上涨至 80 元。

图 3 玉米期货价格

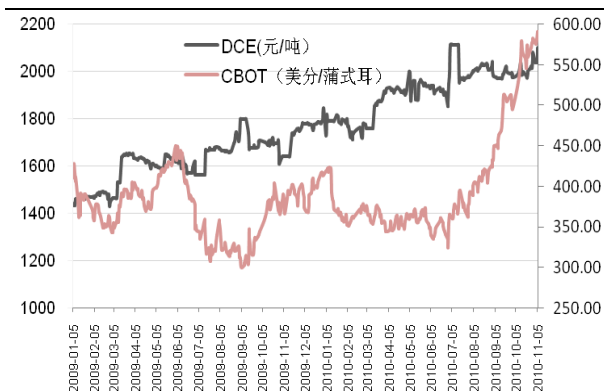
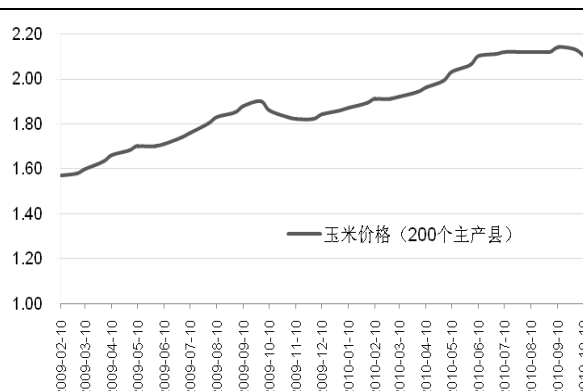


图 4 国内玉米现货价格



资料来源：wind 国家统计局

3、试问金德发展空间多大？

3.1 自身品牌建设 提升产品毛利率

近年来，玉米油市场竞争较为激烈，进入市场经营主体主要有三：1、“金龙鱼”、“鲁花”等有品牌实力和市场影响力的企业。其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、山东三星等玉米油生产商。其在所在省份或其他部分省份具有较强的市场影响力。3、在局部市场有一定市场份额在小玉米油生产商。

公司在提出以小包装玉米油为发展重心之前，一直以散装玉米油生产销售为主。小包装玉米油毛利率在 30% 左右，散装玉米油毛利率 10%，公司每多销售一吨自有品牌玉米油比散装多获得 3000 元毛利，这将显

著提高公司利润水平。

3.2 扩充产能到几何？

国内玉米胚芽油产能超过 10 万吨的企业主要有两家，分别为西王食品及山东三星，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。

中国每年玉米消费量大约为 1.56 亿吨（USDA 数据），按照发改委颁布的《关于促进玉米深加工健康发展的指导意见》，其中深加工比例控制在 26% 以内，那么深加工的玉米极限值约 4056 万吨。若玉米胚芽剥离出品率为 7%，胚芽的出油率约为 42%，因此得到中国玉米油极限产量约为 119 万吨。再假设未来西王食品市场占有率 50%，那么西王食品玉米油最终极限产能可扩充至 60 万吨，按照目前公司 35 万吨精炼油产能，尚有 70% 的提升空间。

3.3 积极开拓其他高端植物食用油

公司若激进地扩充玉米油产能，可能会面临原料短缺局面。因此我们认为公司可适当关注其他高端食用植物油，如菜籽油和山茶油等，特别是可以利用金浩茶油致癌物超标之天时，携公司注册地在湖南之地利，攻陷湖南茶油高地。

4、估值与投资建议

关键假设：公司 10-12 年小包装玉米油毛利率 30%，销售量分别为 5.5/10.5/12.5 万吨，销售价格 12/13/15 元/千克；散装玉米油毛利率 10%，销售量 6.9/3.9/2.9 万吨，销售价格 7/8/9 元/千克。

我们预估公司 10-12 年 EPS 为 1.00 元、1.73 元和 2.28 元。相对于同类上市公司，我们给予 11 年 25-30 倍 PE，合理的价格区间为 43.3-51.9 元，目标价 50 元，首次给予买入评级。

图表 9 主营业务预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
小包装玉米油					
收入（百万）	52	184	660	1386	1815
增长率（%）		252.08	257.73	110.00	30.95
成本（百万）	47	129	462	970	1271
销售量（万吨）	0.44	1.79	5.50	10.50	12.50
单价（元/公斤）	12	10	12	13	15
单位成本（元/公斤）	11	7	8	9	10
毛利（百万）	6	55	198	416	545
毛利率（%）	10.85	29.81	30.00	30.00	30.00
散装玉米油					
收入（百万）	754	438	515	320	172
增长率		(0.42)	0.17	(0.38)	(0.46)
成本（百万）	687	387	463	288	154

销售量(万吨)	7.85	6.46	6.90	3.90	1.90
单价(元/公斤)	10	7	7	8	9
单位成本(元/公斤)	9	6	7	8	9
毛利(百万)	67	52	51	32	17
毛利率(%)	8.87	11.77	10.00	10.00	10.00
胚芽粕					
收入(百万)	129	131	138	147	156
增长率					
成本(百万)	124	126	133	141	150
销售量(万吨)	10.96	11.24	11.80	12.39	13.01
单价(万元/吨)	1174	1161	1173	1185	1197
单位成本(元/公斤)	1128	1119	1129	1141	1152
毛利(百万)	5	5	5	5	6
毛利率(%)	3.85	3.62	3.73	3.67	3.70
糊精					
收入(百万)		235			
成本(百万)		207			
毛利(百万)		27			
毛利率(%)		11.65			
其他					
收入(百万)	15	19	20	20	20
成本(百万)	1	7	10	10	10
毛利(百万)	13	12	10	10	10
毛利率(%)	91.90	63.81	50.00	50.00	50.00
西王食品主营收入					
收入(百万)	950	1007	1333	1873	2162
成本(百万)	858	849	1059	1400	1575
毛利(百万)	92	157	275	473	587
毛利率(%)	9.69	15.61	20.60	25.27	27.17

资料来源：金元证券研究所

图表 10 损益表预测

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	106	70	1333	1873	2162
其中：营业收入	106	70	1333	1873	2162
二、营业总成本	103	72	1189	1623	1831
其中：营业成本	76	52	1059	1400	1575
营业税金及附加	2	2	32	47	54
销售费用	3	3	51	75	86
管理费用	11	9	40	94	108
财务费用	8	7	7	7	7
资产减值损失	2	1	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0	0

汇兑收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	3	(2)	145	250	332
加：营业外收入	1	0	3	3	3
减：营业外支出	0	0	2	2	2
四、利润总额	4	(2)	146	252	333
减：所得税费用	3	1	20	35	47
五、净利润	1	(3)	126	217	287
归属于母公司所有者的净利润	1	(4)	126	217	287
少数股东损益	1	0	0	0	0
六、每股收益：					
全面摊薄每股收益	0.01	(0.03)	1.00	1.73	2.28

资料来源：金元证券研究所

5、风险提示

1、原料供应：玉米胚芽是玉米深加工产物，由于国家政策限制，市场玉米胚芽供应有限。若公司持续增加压榨能力，原料供应风险将加大；**2、食用油限价或者价格管制。**

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票 投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.