

金德发展 (000639.SZ)

快速增长的玉米油行业隐形冠军

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **43.09-47.62**

分析师

谢刚

S0740210090003

021-20315178

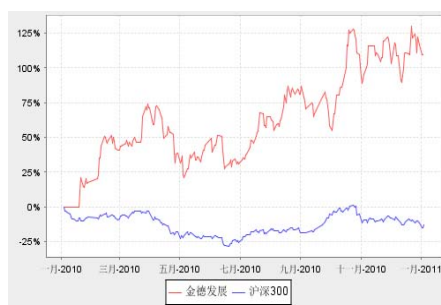
xiegang@qlzq.com.cn

2011年1月20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)	32.97
市值(百万元)	2402.36
流通市值(百万元)	1900.05

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	949.65	1,006.5	1,316.3	2,002.8	2,578.4
营业收入增速	631.73	5.99%	30.79%	52.15%	28.74%
净利润增长率	1056.72	84.27%	24.78%	54.55%	26.32%
摊薄每股收益(元)	0.10	0.56	0.70	1.08	1.36
前次预测每股收益(元)	0.10	0.56	0.67	1.04	1.20
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	28.20	47.69	32.18	25.47
PEG	0.00	0.33	1.92	0.59	0.97
每股净资产(元)	1.12	5.76	6.45	7.53	8.89
每股现金流量	0.00	0.00	1.03	0.06	0.57
净资产收益率	8.98%	9.70%	10.80%	14.30%	15.30%
市净率	0.00	2.74	5.15	4.60	3.90
总股本(百万股)	380.00	125.55	125.55	125.55	125.55

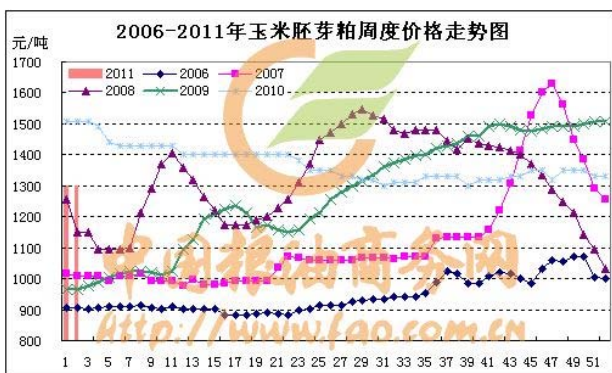
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2010年底,金德发展获得证监会批准,西王食品100%股权正式过户并即将完成更名——西王食品,这个曾经的中国玉米油隐形冠军开始正式走上食用油脂产业和资本市场的前台。
- 作为2011年我们重点推荐品种之一的金德发展,在刚刚过去的2010年可谓完美收官,不仅体现在大手笔的借壳上市、资产注入、业绩承诺和补偿机制方面,而且体现在生产和营销领域的厚积薄发: (1) 小包装产能拟扩张100%。预计2011-12年将新建15万吨小包装玉米油生产线,相较当前翻一番; (2) 2010小包装销量较09年增长近3倍,提前一个月完成全年销售任务,相对09年的1.8万吨产销量,我们预计10年实际销量在4.5-5万吨上下; (3) 品牌建设卓有成效。聘请邓婕、张国立夫妇为形象代言人,在央视1套、2套、3套、8套、人民大会堂进行投放广告和品牌推广; (4) 6+6市场布局建设启动。在原有6个成熟市场的基础上,积极拓展6个相对薄弱的市场并取得显著成效。公司西王玉米油开始进入北京、山东、江苏、浙江、重庆等一二线市场并保持迅猛发展势头,其中山东、重庆等地市场占有率居首; (5) 渠道扩张和广告投放强力推进保障公司经营成绩不断超预期。2010年初西王玉米油在全国拥有1万多个超市终端,到2010年4季度初已经突破2万多个渠道终端,预计公司去年广告投放近1亿元,2011年至少增长50%甚至可能翻一番以上,这将有力保障公司盈利不断超出预期。
- 总结一下我们的观点,量、价、成本三重因素是我们上调公司盈利预测和目标价位的主要理由:
- 其一,我们预计驱动西王2011年盈利超出公司承诺底线的关键——除了玉米没价格上涨可能超预期外(更大程度受国际大宗农产品价格波动影响),小包装销量增长更是至关重要。我们保守预计2011年公司有望实现8万吨小包装玉米油销量,2012年实现12万吨销量,相对公司大手笔的营销投入和渠道扩张步伐,我们认为这一假定仍然是客观而略偏谨慎的。

- 其二，2011 年大豆是我们最看涨的农产品，大豆油会驱动玉米油价格稳定上涨。我们预计 2011 年公司散装玉米油将突破 10000 元/吨，小包装玉米油出厂价接近 13000 元/吨，这会进一步驱动公司盈利弹性向上。
- 其三，原材料玉米胚芽价格总体稳中趋涨。截至 2011 年 1 月 17 日，国内玉米胚芽价格整体保持稳定，局部地区仍偏强。其中东北，黑龙江肇州地区含油 40% 的玉米胚芽价格 3800 元/吨，绥化地区含油 40% 左右的玉米胚芽价格 3600 元/吨；华东，山东聊城地区含油 35% 的玉米胚芽价格在 3500 元/吨；江苏邳州地区某加工企业报含油 40% 的玉米胚芽价格 3780 元/吨，厂家以执行合同为主，有少量现货库存；华北，河北秦皇岛地区某加工企业报含油 42% 的玉米胚芽的价格 3900 元/吨；西南，四川彭山某深加工企业报含油 42% 以上的玉米胚芽价格 4000 元/吨，厂家走货较好，有少量现货库存。我们预计 2011 年玉米胚芽价格总体保持稳定或小幅上涨的态势，产品涨幅远大于成本涨幅将构成金德玉米油盈利爆发式增长的基本逻辑。
- 其四，除了上述产销规模扩张和产品涨价外，公司通过技改有效控制了生产成本，使毛利率保持在较高水平。2010 年公司解决了小包罐装能力不足的问题，并在降低粕残、一级油回色、二级油浑浊等质量问题上取得了积极效果。
- 基于以上四点理由，我们小幅上调金德发展 2010-2012 年净利润至 87.5 百万元、135.23 百万元、170.82 百万元，同比增长 24.8%、54.5%、26.3%，对应 EPS 为 0.70、1.08、1.36 元。
- 考虑到 EPS 预测的谨慎性原则，PE 可以按照品牌消费品的估值给予适当溢价，上调金德发展目标价位至 43.09-47.62，对应 40×11PE 和 35×12 年 PE，重申“买入”建议。

图表 1：2011 年玉米胚芽粕价格走势平稳



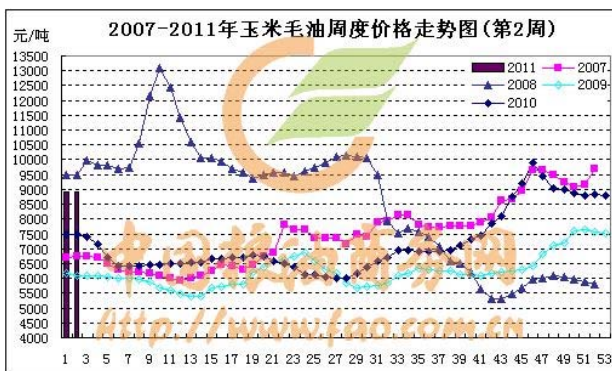
来源：中国粮油信息网，齐鲁证券研究所

图表 2：连豆油现货价格维持 10300 元/吨高位



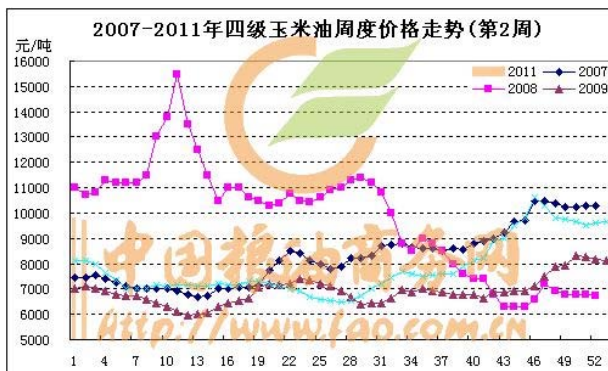
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：玉米毛油价格反弹至 9200 元/吨



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：玉米油精炼油价格在万元关口强势整理



来源：齐鲁证券研究所

图表 5：金德发展玉米胚芽粕产销量及价格假定

玉米胚芽粕	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
压榨玉米胚芽	19.62	19.22	26.78	28.80	28.80
理论压榨能力（万吨）	23.40	23.40	33.48	36.00	36.00
产能（万吨）	13.46	13.46	19.25	20.70	20.70
产量（万吨）	11.28	11.05	15.40	16.56	16.56
产能利用率	0.84	0.82	0.80	0.80	0.80
销量（万吨）	10.96	11.24	15.40	16.56	16.56
产销率	97%	102%	100%	100%	100%
单价（元/吨）	1173.56	1161.36	1312.33	1509.18	1690.28
市场均价	1216.67	1212.50			
销售收入（百万元）	128.62	130.54	202.11	249.92	279.91
销售成本（百万元）	123.68	125.81	194.43	240.42	269.27
毛利额	4.95	4.72	7.68	9.50	10.64
毛利率	4.0%	3.75%	3.8%	3.8%	3.8%

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：金德发展散装油销量及价格假定

精炼油-散装	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
产能（万吨）	20.16	20.16	20.16	20.16	20.16
精炼油产量	7.99	8.48	13.00	15.00	17.00
产能利用率	0.40	0.42	0.64	0.74	0.84
产量（万吨）	7.57	6.62	8.50	7.00	5.00
销量（万吨）	7.85	6.46	8.50	7.00	5.00
产销率	104%	98%	100%	100%	100%
单价（元/吨）	9606.44	6783.83	6987.34	10120.00	11132.00
销售收入（百万元）	754.11	438.24	593.92	708.40	556.60
单位成本（元/吨）	8754.83	5985.39			
销售成本	687.25	386.66	531.83	637.62	506.04
毛利额	66.85	51.58	62.10	70.78	50.56
毛利率	8.9%	11.8%	10.5%	10.0%	9.1%

来源：齐鲁证券研究所

图表 7：金德发展小包装玉米油销量及价格假定

小包装玉米油	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
产能（万吨）	15.00	15.00	15.00	15.00	30.00
产量（万吨）	0.42	1.86	4.50	8.00	12.00
产能利用率	2.80%	12.40%	30.00%	53.33%	40.00%
销量（万吨）	0.44	1.79	4.50	8.00	12.00
产销率	1.05	0.96	1.00	1.00	1.00
单价（元/吨）	11909.61	10307.12	11131.69	12801.45	14337.62
销售收入（百万元）	52.40	184.50	500.93	1024.12	1720.51
单位成本（元/吨）	10617.30	7234.51	8124.96	9535.73	10852.07
销售成本	46.72	129.50	365.62	762.86	1302.25
毛利额	5.69	55.00	135.30	261.26	418.27
毛利率	10.9%	29.8%	27.0%	25.5%	24.3%

来源：齐鲁证券研究所

图表 8: 销售收入预测表

项 目	2009	2010E	2011E	2012E
精炼油-小包装				
平均售价 (元/吨)	10,307.12	11,131.69	12,801.45	14,337.62
增长率 (YOY)	—	8.00%	15.00%	12.00%
销售数量 (万吨)	1.79	4.50	8.00	12.00
增长率 (YOY)	—	151.40%	77.78%	50.00%
销售收入 (百万元)	184.50	500.93	1,024.12	1,720.51
增长率 (YOY)	—	171.51%	104.44%	68.00%
毛利率	29.81%	27.01%	25.51%	24.31%
销售成本 (百万元)	129.50	365.62	762.86	1,302.25
增长率 (YOY)	—	182.34%	108.65%	70.71%
毛利 (百万元)	55.00	135.30	261.26	418.27
增长率 (YOY)	—	146.01%	93.09%	60.10%
占总销售额比重	18.33%	38.05%	51.13%	66.73%
占主营业务利润比重	36.51%	62.99%	74.71%	86.08%
精炼油-散装				
平均售价 (元/吨)	6,783.83	6,987.34	10,120.00	11,132.00
增长率 (YOY)	—	3.00%	44.83%	10.00%
销售数量 (万吨)	6.46	8.50	7.00	5.00
增长率 (YOY)	—	31.58%	-17.65%	-28.57%
销售收入 (百万元)	438.24	593.92	708.40	556.60
增长率 (YOY)	—	35.53%	19.27%	-21.43%
毛利率	11.77%	10.46%	9.99%	9.08%
销售成本 (百万元)	386.66	531.83	637.62	506.04
增长率 (YOY)	—	37.55%	19.89%	-20.64%
毛利 (百万元)	51.58	62.10	70.78	50.56
增长率 (YOY)	—	20.39%	13.99%	-28.57%
占总销售额比重	43.54%	45.12%	35.37%	21.59%
占主营业务利润比重	34.24%	28.91%	20.24%	10.41%
玉米胚芽粕				
平均售价 (元/吨)	1,161.36	1,312.33	1,509.18	1,690.28
增长率 (YOY)	—	13.00%	15.00%	12.00%
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	249.92	279.91
增长率 (YOY)	—	54.83%	23.66%	12.00%
毛利率	3.75%	3.80%	3.80%	3.80%
销售成本 (百万元)	125.64	194.43	240.42	269.27
增长率 (YOY)	—	54.75%	23.66%	12.00%
毛利 (百万元)	4.90	7.68	9.50	10.64
增长率 (YOY)	—	56.76%	23.66%	12.00%
占总销售额比重	12.97%	15.35%	12.48%	10.86%
占主营业务利润比重	3.25%	3.58%	2.72%	2.19%
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%	1.48%	1.02%	0.83%
占主营业务利润比重	7.84%	4.52%	2.33%	1.32%
销售收入小计 (百万元)	1006.50	1316.39	2002.84	2578.44
销售成本小计 (百万元)	855.88	1101.59	1653.14	2092.55
毛利 (百万元)	150.62	214.79	349.70	485.89
平均毛利率	14.97%	16.32%	17.46%	18.84%

来源: 齐鲁证券研究所

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: 021-20315181

手机:13641659577

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

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: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308