

金德发展 (000639)

买入/维持评级

股价: RMB33.32

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

wuxd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

前端产能扩张 提高盈利预期 11-01-06

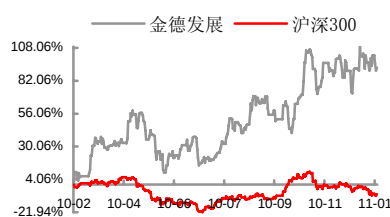
重组进程更近一步 10-07-05

西王入主 决战玉米油品牌市场 10-06-24

基础数据

总股本 (百万股)	126
流通 A 股 (百万股)	126
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,183

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

重组进程尘埃落定 即将更名西王食品

- 事件:** 公司日前公告了股份变动暨新增股份上市报告书及关于重组相关方承诺的公告书; 公司股本自 1 月 24 日起正式由 7286 万股变更为 12555 万股, 根据补充协议, 西王食品 2010 至 2013 年预测的净利润为 8101 万元、9473 万元、10744 万元和 11899 万元, 折合 EPS 为 0.65 元、0.75 元、0.86 元和 0.95 元, 若不达预测值, 西王集团将以现金补足。根据公司董事会决议公司即将更名为西王食品, 重组进程即将完成。
- 玉米油行业整体超预期, 公司销量将超原有规划。** 公司在 2010 年中的重组预案中提到品牌化将是公司未来的主要发展方向, 2010-2012 年规划销售小包装数量 4 万吨、7 万吨和 10 万吨。一方面得益于国内品牌玉米油市场的蓬勃发展, 另一方面公司大力进行营销投入、并准确定位于二线城市作为首选市场, 预计小包装销量将从 09 年 1.8 万吨增至 5 万吨左右。2011 年公司将复制之前的成功模式, 以六个成熟市场带动六个新市场, 争取做到 10 万吨的销量, 这将提前一年实现原有规划的目标。
- 公司长期发展路径明确, 目前正处于第二阶段。** 我们设想西王食品的发展路径分为以下三步走: 1、在现有产能集中突破自有品牌, 尽可能将散油转化为自有品牌小包装销售; 2、在产量达到上限前 1-2 年对精炼油及小包装产能进行扩容; 3、公司在玉米油市场形成品牌影响力, 树立高端食用油品牌形象; 同时开始在玉米油市场相对饱和后利用“西王”品牌贴牌运作其他高端油品。从跟踪的情况来看, 公司已经部分完成第一阶段的工作并进入了第二阶段(对精炼油产能扩产 15 万吨)。我们预计在 2 年左右的时间, 公司将会完成 10-15 万吨的自有品牌小包装销量, 在全国主要的二线城市完成布局。公司目前正处于关键的品牌塑造期, 从实际的效果来看公司正处于良性的发展轨道中, 未来我们将密切跟踪公司品牌拓展进度。
- 维持盈利预测及“买入”评级。** 我们假设公司 2010-2012 年的玉米油小包装销售分别在 5.1、10、14 万吨, 散油销量分别为 7.1、4.6、5 万吨, 对应 EPS 分别为 0.80、1.40、1.97 元, 维持买入评级。
- 风险提示:** 小包装拓展进度低于预期。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	70.4	1288.0	1748.0	2365.0
(+/-%)	-33.8	1730.5	35.7	35.3
归属母公司净利润(百万元)	-3.6	100.0	176.0	247.0
(+/-%)	-632.2	2902.5	76.0	40.3
EPS(元)	-0.03	0.80	1.40	1.97
P/E(倍)	-1172.4	41.3	23.5	16.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表 1：西王食品主营业务收入及盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
公司整体					
收入	949.65	1006.50	1288.12	1748.20	2364.99
成本	858.82	856.06	1042.96	1351.63	1816.06
毛利	90.8296	150.4477	238.58565	388.5104	538.25416
综合毛利率	9.56%	14.95%	18.52%	22.22%	22.76%
小包装玉米油					
销量(万吨)	0.44	1.79	5.10	10.00	14.00
吨价格(元/吨)	11909.61	10307.12	11337.84	11564.59	11795.88
收入	52.40	184.50	578.23	1156.46	1651.42
成本	46.72	129.50	410.54	821.09	1172.51
毛利	5.6862	55.00	167.69	335.37	478.91
毛利率	10.85%	29.81%	29.00%	29.00%	29.00%
散装玉米油					
销量(万吨)	7.82	6.45	7.10	4.63	5.02
吨价格(元/吨)	9643.30	6794.35	7170.00	7528.50	7904.93
收入	754.11	438.24	508.71	348.87	397.16
成本	687.25	386.66	450.21	308.75	351.49
毛利	66.85	51.58	58.50	40.12	45.67
毛利率	8.87%	11.77%	11.50%	11.50%	11.50%
胚芽粕					
销量(万吨)	10.96	11.24	14.91	17.89	23.25
吨价格(元/吨)	1173.56	1161.36	1219.42	1243.81	1268.69
收入	128.62	130.54	181.76	222.47	294.99
成本	123.68	125.81	175.18	214.41	284.31
毛利	4.95	4.72	6.58	8.05	10.68
毛利率	3.85%	3.62%	3.62%	3.62%	3.62%
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所					

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	111	1153	1548	2091	营业收入	70	1288	1748	2365
现金	26	557	756	1023	营业成本	52	1043	1352	1816
应收账款	47	38	52	71	营业税金及附加	2	4	5	7
其他应收款	0	184	249	337	营业费用	3	82	124	168
预付账款	16	172	223	300	管理费用	9	23	30	40
存货	21	103	134	180	财务费用	7	18	31	44
其他流动资产	0	98	133	180	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	76	109	141	172	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	72	102	131	160	营业利润	-2	117	207	290
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	0	0	0	1
其他非流动资产	0	6	9	11	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	187	1261	1689	2263	利润总额	-2	118	207	291
流动负债	50	488	740	1067	所得税	1	18	31	44
短期借款	25	292	490	737	净利润	-3	100	176	247
应付账款	14	71	92	124	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	125	158	206	归属母公司净利	-4	100	176	247
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	5	140	244	342
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.03	0.80	1.40	1.97
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	50	488	740	1067	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	13	13	13	13	成长能力				
股本	73	126	126	126	营业收入	-33.8%	1730.7	35.7%	35.3%
资本公积	11	494	494	494	营业利润	0.0%	6132.0	76.0%	40.4%
留存收益	40	141	316	563	归属母公司净利	0.0%	2703.2	75.9%	40.3%
归属母公司股	125	760	936	1183	获利能力				
负债和股东权	187	1261	1689	2263	毛利率(%)	0.0%	19.0%	22.7%	23.2%
现金流量表					净利率(%)	-5.1%	7.8%	10.1%	10.4%
单位: 百万元					ROE(%)	-2.9%	13.2%	18.8%	20.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	2.3%	22.7%	29.5%	31.2%
经营活动现金	42	-214	71	103	偿债能力				
净利润	-3	100	176	247	资产负债率(%)	26.6%	38.7%	43.8%	47.1%
折旧摊销	0	5	6	8	净负债比率(%)	150.39	59.85	66.24	69.08
财务费用	6	18	31	44	流动比率	2.24	2.36	2.09	1.96
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.81	2.15	1.91	1.79
营运资金变动	0	-349	-147	-203	营运能力				
其他经营现金	36	12	5	7	总资产周转率	0.31	1.78	1.19	1.20
投资活动现金	0	-39	-39	-39	应收账款周转率	1	28	38	38
资本支出	0	39	39	39	应付账款周转率	3.61	24.37	16.56	16.82
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	0	0	0	每股收益(最新	-0.03	0.80	1.40	1.97
筹资活动现金	-79	784	167	203	每股经营现金流	0.34	-1.71	0.56	0.82
短期借款	-73	267	198	247	每股净资产(最	1.09	6.06	7.46	9.43
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	53	0	0	P/E	-1172.3	41.34	23.50	16.75
资本公积增加	0	483	0	0	P/B	30.49	5.44	4.42	3.49
其他筹资现金	-6	-19	-31	-44	EV/EBITDA	899	17	10	7
现金净增加额	-37	531	199	267					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn