

农林牧渔

2017年03月30日

西王食品 (000639)

——集团担保事件被误解，最佳买点已现！

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司发布公告就集团担保事宜进行澄清，对集团和上市公司几无影响：**有媒体报道公司大股东西王集团与经营不善的齐星集团互保 29 亿元，同时集团发行的 184 亿元债券中，83 亿元将于 17 年到期。经自查，截止 3 月 29 日，西王集团对齐星集团及下属子公司对上述担保已全部追加风险缓释措施，上述款项中，邹平县供电公司作为共同担保人的担保金额 10.2 亿元；具备机器设备、房产、土地等资产抵押的担保金额为 5.6 亿元；根据反担保约定齐星集团持有邹平顶峰热电有限公司 15% 的股权及其分红归西王集团所有，其股权账面价值 0.80 亿元；扣除上述有风险缓释措施的担保余额为 12.4 亿元。在上述担保业务中，根据相关机构出具的评估报告，追加齐星集团房地产抵押的评估价值高于担保金额的差额 3.72 亿元，扣除该差额部分后的担保余额为 8.69 亿元。同时，西王集团对齐星集团的上述担保已追加齐星集团及控股子公司和齐星集团实际控制人赵长水夫妇等作为共同担保人担保。根据双方签署的反担保合同，西王集团对齐星集团及 10 家子公司资产及齐星集团相关股权有追偿权。综合以上因素，西王集团对齐星集团担保产生的损失的风险较小，加上西王集团本身账面现金 27 亿元，因此，上述事宜，不会对西王集团和上市公司西王食品的生产经营造成重大不利影响。
- **公司小包装玉米油量价齐升。**多重因素导致去年四季度以来豆油价格处于稳中有升的态势，作为具有一定替代互补关系的玉米油价格随之上涨。涨幅达到 10-15%。加上玉米胚芽、淀粉价格处于低位，公司玉米油业务毛利率有望提升约 2 个百分点。1-2 月，我们预计玉米油销量增速 10-15%。
- **运动营养品成为业绩新引擎。**16 年底公司联合春华资本完成了对加拿大运动保健食品巨头 Kerr 公司 80% 股权的收购，目前公司持有 Kerr 公司 60% 股权（后续 3 年计划增持至 80%）。此次海外收购符合公司“打造中国高端食品第一品牌”的中长期发展战略，有望帮助公司冲破玉米油小油种市场发展瓶颈，打开未来成长天花板。我们预计仅 musculotech（肌肉科技）一个产品系列，17 年销售额有望突破 3.2-3.5 亿元，加上 6 月后上线的 Six Star（六星）等系列产品，预计国内销售额 17 年有望突破 4-5 亿元（我们预计 1-2 月国内销售额已经翻倍）。虽然前期市场费用投入不低，但考虑到公司销售体系变革后一定程度上的“去层级化”带来的盈利水平提升，预计整体国内业务净利润规模可达到 5000-6000 万元以上，且随着品牌建设的推进，18-19 年后净利润仍有较大幅度的提升空间，届时利润增速有望逐步超越收入增速。
- **双重利好下，维持增持评级！**我们预计公司 16-18 年玉米油业务净利润分别为 1.8/2.2/2.5 亿元，加上运动营养品业务净利润后，预计公司整体净利润水平分别为 2.3（16 年运动营养品业务仅并表 3 个月）/5.2/7.2 亿元，考虑增发摊薄后每股收益分别为 0.39/0.89/1.23 元（维持原盈利预测），对应 17-18 年 PE 分别为 23/17X，给予 18 年 25X 估值，半年目标价 31 元，还有 50% 空间。

市场数据：2017年03月29日

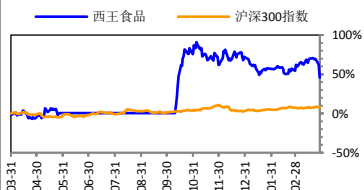
收盘价(元)	20.54
一年内最高/最低(元)	27.84/12.84
市净率	4.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	7736
上证指数/深证成指	3241.31 / 10520.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	4.2
资产负债率%	14.08
总股本/流通A股(百万)	455/377
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《生猪存栏降幅缩减，猪价高位+后周期向好并存——2月生猪存栏数据点评》
2017/03/17

《黄金版 170308》 2017/03/08

证券分析师

宫衍海 A0230513040003
gongyh@swsresearch.com
赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com

研究支持

龚毓幸 A0230516100001
qongyx@swsresearch.com

联系人

龚毓幸
(8621)23297818x7405
gongyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,244	1,971	3,396	7,850	10,205
同比增长率(%)	19.97	17.93	51.35	131.15	30.00
净利润(百万元)	146	116	230	520	721
同比增长率(%)	24.50	-8.00	57.23	126.09	38.65
每股收益(元/股)	0.39	0.26	0.39	0.89	1.23
毛利率(%)	28.0	26.6	28.2	30.0	30.4
ROE(%)	10.8	6.1	15.9	16.3	18.0
市盈率	53		53	23	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,427	1,870	2,244	3,396	7,850	10,205
营业收入同比增长率 (yoy)	-2.14%	-22.95%	19.97%	51.40%	131.20%	30.00%
减: 营业成本	1,828	1,353	1,615	2,440	5,495	7,103
毛利率 (%)	24.70%	27.66%	28.01%	28.20%	30.00%	30.40%
减: 营业税金及附加	6	6	7	12	28	36
主营业务利润	593	512	622	944	2,327	3,066
主营业务利润率 (%)	24.45%	27.35%	27.70%	27.80%	29.60%	30.00%
减: 销售费用	266	260	339	475	1,097	1,422
减: 管理费用	116	97	107	156	361	469
减: 财务费用	17	11	11	15	31	40
经营性利润	196	144	165	298	838	1,135
经营性利润同比增长率 (yoy)	25.36%	-26.51%	14.53%	80.90%	181.50%	35.40%
经营性利润率 (%)	8.06%	7.69%	7.34%	8.80%	10.70%	11.10%
减: 资产减值损失	0	0	1	0	0	0
加: 投资收益及其他	0	0	0	0	0	0
营业利润	195	144	164	298	838	1,135
加: 营业外净收入	1	-11	3	3	2	2
利润总额	196	133	166	301	840	1,137
减: 所得税	15	15	20	38	80	104
净利润	181	117	146	263	760	1,033
少数股东损益	0	0	0	33	240	312
归属于母公司所有者的净利润	181	117	146	230	520	721
净利润同比增长率 (yoy)	26.48%	-35.07%	24.50%	57.10%	126.40%	38.60%
全面摊薄总股本	188	188	377	585	585	585
每股收益 (元)	0.96	0.62	0.39	0.39	0.89	1.23
归属母公司所有者净利润率 (%)	7.45%	6.28%	6.52%	6.80%	6.60%	7.10%
ROE	15.62%	9.64%	10.76%	15.90%	16.30%	18.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。