



2017-03-30

公司点评报告

增持/首次

西王食品(000639)

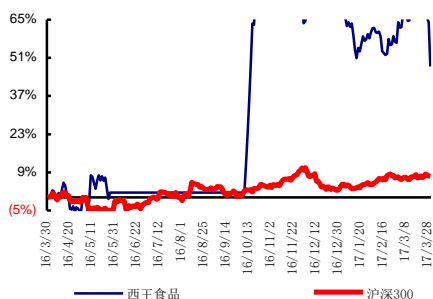
目标价: 28

昨收盘: 20.54

农林牧渔 农产品加工

西王食品事件点评：受齐星集团拖累，暴跌后迎买入良机

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	455/377
总市值/流通(百万元)	9,336/7,736
12个月最高/最低(元)	26.88/13.19

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

点评事件：

受齐星集团巨额债务今天拖累，西王食品放量跌停。但港股的西王特钢没有任何异动，齐星的关联公司齐星铁塔近期持续大涨，今日尾盘才大幅下跌。

西王食品和齐星集团不存在担保关系，但大股东西王集团存在对齐星集团的巨额担保。从相关媒体报道来看，齐星集团银行方面债务约70亿，银行之外的债务大概40亿左右。

核心观点：

西王集团设置了风险防范措施，风险敞口有限。

截止目前，西王集团对齐星集团及下属子公司提供担保余额为29.073亿元。西王集团没有单独为齐星集团及其下属子公司的银行借款提供担保，已提供的担保已全部追加股权质押、房地产、机器设备抵押以及反担保等风险防范措施。

这些担保余额中包括：邹平县供电公司作为共同担保人的担保金额10.275亿元；有机器设备、房产、土地等资产抵押的担保金额为5.568亿元；根据反担保约定齐星集团持有的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，这部分股权账面价值0.8085亿元。除去上述部分之后，剩余担保余额为12.4215亿元。此外，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约为3.73亿元。扣除这部分差额后的担保余额风险敞口约为8.69亿元。

当地政府正在组织协调，避免可能引发的金融风险。

3月27日，由滨州市和邹平县政府主导，市县银监局、金融办及各债权金融机构召开了联席会议，商讨齐星集团资金链紧张可能引发的金融风险。与会机构达成共识，并制定了《齐星集团有限公司银行业债委会合作公约》，明确要求在齐星集团重组方案作出前，各成员银行不得擅自退出、减少本行的授信份额。

如果出现极端情况，西王集团仍可能从中获益。

如果出现极端的情况，齐星集团出现违约，当地政府可能安排由西王集团接管齐星集团。齐星集团有部分优质资产可以与西王集团业务互补，西王集团可能从中获益。齐星集团在邹平有三个发电厂，年发电量可达60度，并与当地签订了长期电热供应合同。西王集团目前年耗电约16亿度，自备电厂只能供应其中5亿度，自备电厂电价低于

外购，如果能够利用齐星集团的发电能力，可以大幅度节约西王集团的电力成本。而且齐星集团还拥有自己的铁路专用线，有利于每年货物运输量巨大的西王集团节约运输成本。

西王集团发生债务危机的概率小。

西王集团作为邹平县最大的民营企业，实力雄厚。虽然所涉及的食用油、钢材、玉米深加工等前几年经营压力应该都很大，但是去年以来都大幅改善。在山东中部的重工业区，各类型的企业间的互保互贷十分普遍，且金额都比较巨大，近期爆发的一系列事件只是冰山一角。但当地的巨型企业抗风险能力强，特别是有 A 股上市平台的公司更有保障。

由于仍有部分风险敞口，齐星集团一旦违约可能西王集团造成冲击。西王集团属于收入百亿级别的大型集团公司，经营商总体秉承稳健的风格，是当地企业和经济的支柱。因此不会受到致命影响。然而西王集团本身业务的资金压力可能会加大。集团近几年资本开支非常大，西王食品的股权几乎全部质押。前几年的大幅扩张造成一定的负债，特别是近几年运作 A 股的西王食品，无论增发、海外收购等都是大手笔。但是西王集团并没有通过西王食品进行任何融资。

西王集团的三大业务去年以来盈利大幅改善。

去年下半年随着玉米大幅降价，淀粉糖和玉米油的原材料成本大幅下降，玉米深加工业务可能加速盈利，小包装玉米油景气度也是改善的，钢材去年随着价格上涨应该也经营大幅改善。西王特钢（1266HK）总市值 22.47 亿港币，去年收入 68 亿，净利润预计 3 个多亿，经营活动现金流大幅改善。西王糖业原本也是港股上市公司，后退市，准备在 A 股筹备上市。

西王食品大跌可能带来买入机会。

西王集团的担保和上市公司基本没有关联。西王食品上市公司本身玉米油业务稳步扩张，经营稳健，盈利改善。海外保健品业务的收购已交割，正在和国内渠道合作拓展市场，公司的非公开发行正稳步推进，公司未来将进入收入和利润的高速增长期，集团也将更重视这一上市公司平台。借助 A 股的上市公司平台优势，集团也很便利进行资金的筹集，不会发生资金链断裂等现象。

我们认为，西王食品本身没有问题，如果非正常式大幅下跌，是难得的买入机会，但买入时点待市场风险的释放。

盈利预测与评级：

预测公司 2016-18 年营收增速为 35.3%、104.5%、19.0%，净利润增速为 28.1 %、132.0%、30.7%，对应 EPS 为 0.39 元、0.89 元、1.17 元。目标价 28 元，“增持”评级。

风险提示：

原材料价格波动，食品安全问题。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(亿元)	22.44	30.36	62.07	73.87
同比增长	20.0%	35.3%	104.5%	19.0%
净利润(亿元)	1.46	1.87	4.34	5.67
同比增长	24.8%	28.1%	132.0%	30.7%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.39	0.89	1.17
PE	52.67	52.67	22.98	17.59
资料来源: Wind, 太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。