

研究所

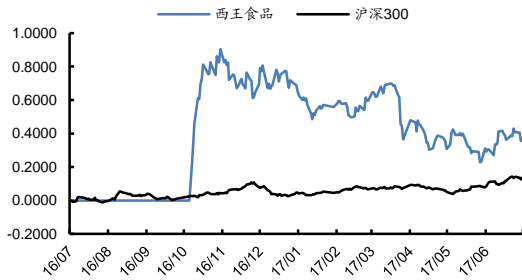
证券分析师：
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

定增过会+员工持股，彰显公司信心十足

——西王食品（000639）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
西王食品	4.3	-6.4	36.7
沪深 300	4.8	4.1	13.8

市场数据

2017-07-05

当前价格（元）	19.21
52 周价格区间（元）	14.05 - 27.71
总市值（百万）	8731.53
流通市值（百万）	7235.36
总股本（万股）	45453.05
流通股（万股）	37664.57
日均成交额（百万）	100.00
近一月换手（%）	25.12

相关报告

《西王食品（000639）事件点评：大健康领域强强联手，西王&阿里达成“新零售”战略合作》

——2017-06-19

《西王食品（000639）深度报告：运动营养品不简单是保健食品，也是“塑形”的美容产品》

——2017-05-16

《西王食品（000639）2016 年年报点评：双主业支撑未来业绩高增长，集团债务担保风险可控》——2017-04-06

《西王食品（000639）事件点评：集团债务担保风险可控，上市公司基本面优异》——

2017-03-30

事件：

7月4日，公司第二期员工持股计划草案出炉，预计董监高出资1.25亿元，其余员工出资0.15亿元，总计1.4亿元左右。员工持股计划的出炉，预示着公司对未来业绩的信心十足。6月28日，公司定增方案顺利过审，预计将在2017年年底发行完毕，筹集的资金将用于归还国内贷款，这将改善公司的资本结构，大幅降低利息费用。另一方面，7月3日，西王集团已全面退出对齐星集团的托管，齐星集团将依法破产重组，在担保债务总体可控的情况下，此事件对西王的利空影响已然在前期释放。

投资要点：

- **员工持股计划出炉，彰显公司信心十足** 7月4日，公司公告第二期员工持股计划草案，持股计划预计参与人数不超过256人，筹集资金不超过2.8亿元，按照不超过1:1的杠杆比例设置一般份额和优先份额，锁定期为十二个月，存续期为二十四个月。其中，公司实际控制人、董事、监事、高级管理人员13人，合计出资1.24亿元，占比89.12%，其他员工合计出资0.15亿元，占比10.88%。公司发布第二期员工持股计划草案，表明公司看好未来业绩，彰显信心十足。
- **非公开发行过会，利息费用下降可期** 6月27日，西王食品非公开发行过会，公司将用于募集资金偿还国内借款，从而改善资本结构和降低利息费用。此次非公开发行募集资金总额不超过16.7亿元，扣除发行费用后主要用于归还并购加拿大保健品Kerr公司所产生的国内借款（国内借款10.05亿元，利息8.5%）。预计此次定增将在2017年底前完成，在归还借款后，公司每个季度有望减少2100万左右的利息费用，盈利能力大幅增厚。
- **西王解除齐星托管，前期利空已然释放** 7月3日，西王集团结束对齐星集团的托管，由于齐星集团已经资不抵债，后续将进行破产重组。西王集团对齐星集团的担保总额为29.07亿元，其中20.38亿元均采取了追加股权质押、房地产、机器设备抵押以及反担保措施，公司实际风险较大的担保余额为8.69亿元，不过集团目前资金充裕，偿还担保压力不大。其次，齐星集团债务危机已经过去四个月了，市场已经充分消化了此次负面事件对西王的影响，利空已然释放，后续对西王的影响将减弱。

《西王食品（000639）深度报告：管理层发展思路清晰，Kerr 有望实现高速增长》——
2016-10-24

- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 我们看好公司新收购的运动营养与体重管理业务在国内外的潜在发展,预计公司运动营养和体重管理业务在北美地区继续稳健发展,在中国地区进入高速发展时期。同时,公司传统油脂业务受益于小品种健康油行业的高速发展,将会继续保持两位数的增长。在不考虑非公开发行和后续收购 Kerr 公司剩余股权的影响下,我们预测公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.84/1.10/1.43 元,对于当前股价 PE 分别为 22.91/17.46/13.43 倍,维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**运动营养和体重管理产品发展不及预期;传统油脂业务发展不及预期;后续收购 Kerr 公司剩余股权不及预期;食品安全事故

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3375	5381	6343	7413
增长率(%)	50%	59%	18%	17%
净利润(百万元)	134.8	381	500	650
增长率(%)	-8%	183%	31%	30%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.84	1.10	1.43
ROE(%)	4.84%	12.09%	13.84%	15.51%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

表 1: 西王食品盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	000639.Sz				股票价格:	19.21	投资评级:	买入	日期:	2017/7/5
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	4.84%	12.09%	13.84%	15.51%	EPS	0.30	0.84	1.10	1.43	
毛利率	29%	36%	36%	36%	BVPS	4.23	4.81	5.58	6.58	
期间费率	23%	27%	26%	26%	估值					
销售净利率	4%	7%	8%	9%	P/E	64.77	22.91	17.46	13.43	
成长能力					P/B	4.55	3.99	3.44	2.92	
收入增长率	50%	59%	18%	17%	P/S	2.59	1.62	1.38	1.18	
利润增长率	-8%	183%	31%	30%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.50	0.60	0.82	0.89	营业收入	3375	5381	6343	7413	
应收账款周转率	5.94	5.94	5.94	5.94	营业成本	2387	3467	4063	4720	
存货周转率	3.62	3.62	3.62	3.62	营业税金及附加	13	21	24	29	
偿债能力					销售费用	487	704	915	1089	
资产负债率	58%	65%	53%	50%	管理费用	219	264	339	391	
流动比	0.94	1.83	1.33	1.61	财务费用	62	237	222	215	
速动比	0.63	1.41	0.86	1.08	其他费用/(-收入)	(8)	(5)	(5)	(5)	
					营业利润	200	683	774	965	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	15	6	(21)	(15)	
现金及现金等价物	689	2891	1578	2078	利润总额	214	688	752	949	
应收款项	569	273	324	388	所得税费用	55	208	139	176	
存货净额	662	962	1128	1310	净利润	160	480	614	773	
其他流动资产	79	126	149	174	少数股东损益	25	99	114	123	
流动资产合计	1999	4252	3178	3950	归属于母公司净利润	135	381	500	650	
固定资产	681	652	627	604						
在建工程	59	69	79	89	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	1193	1193	1074	955	经营活动现金流	(148)	518	610	733	
长期股权投资	10	10	10	10	净利润	160	480	614	773	
资产总计	6690	8924	7716	8356	少数股东权益	25	99	114	123	
短期借款	1253	1253	1253	1253	折旧摊销	42	187	185	170	
应付款项	382	555	651	756	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	70	111	131	153	营运资金变动	(374)	(250)	(302)	(334)	
其他流动负债	424	408	356	290	投资活动现金流	(3494)	18	15	13	
流动负债合计	2129	2328	2391	2452	资本支出	(120)	18	15	13	
长期借款及应付债券	1735	3405	1670	1670	长期投资	(10)	0	0	0	
其他长期负债	41	41	41	41	其他	(3364)	0	0	0	
长期负债合计	1776	3446	1711	1711	筹资活动现金流	5843	1556	(1885)	(195)	
负债合计	3905	5774	4102	4163	债务融资	2888	1670	(1735)	0	
股本	455	455	455	455	权益融资	1047	0	0	0	
股东权益	2784	3150	3614	4192	其它	1907	(114)	(150)	(195)	
负债和股东权益总计	6690	8924	7716	8356	现金净增加额	2201	2091	(1260)	551	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券从业经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。