

2017年07月14日

西王食品 (000639.SZ)

双主业增长稳健，财务费用有望改善

■事件：公司发布2017年半年度业绩预增预告，预计上半年归属于上市公司股东的净利润同比增长42.65%~60.61%，对应净利润约1.35~1.52亿元；单二季度净利润约0.67~0.84亿元，同比增长64.3%~105.9%。

■玉米油业务恢复增长，上半年利润增长约10%，下半年应更高。玉米油业务单二季度实现净利润约0.54亿元，同比增长32.9%。在二季度快速恢复带动下，上半年利润增长约10%，考虑到去年同期基数较高，利润表现基本符合预期。我们认为，公司玉米油品牌力较强，产品符合健康需求，近年来江苏、浙江等地销量迅速扩大，随着公司主动加强渠道网络建设，我们认为公司玉米油业务仍将实现稳健增长。2017年全年小包装油销量仍维持20万吨计划不变，我们认为目标实现难度不大，预计玉米油业务利润全年可实现10~15%增长。

■保健品业务境外增长稳健、境内迅速扩张。扣除玉米油业务利润约1.05亿元、以及上半年利息费用约8千万元，上半年保健品业务约贡献净利润1.11~1.28亿元，同比增长约12~13%。其中境外保健品市场较成熟，增长稳定，当前增速略高于市场整体，未来3~5年预计将保持平稳增长；境内业务收入扩张迅速，3~6月盈亏平衡，未来收入、利润未来均有高成长性。公司自3月开始全盘接手国内经销，上半年约实现1.2亿元人民币收入，但由于前期费用较高，3~6月基本实现盈亏平衡，随着国内保健品市场发展、公司布局逐步完善，费用有望迅速下降，利润将迅速提升。我们认为国内保健品业务未来将是公司贡献利润弹性最显著的板块。今年公司境内收入目标3亿元，未来3~5年内有望保持50%以上年均增速，未来3年有望突破8亿元。

■定增顺利进行，下半年开始偿还境外贷款，各项因素有利于财务费用改善。公司重组贷款主要为境外2.6亿美元贷款和国内10.1亿人民币贷款，贷款利息分别为4.3%和8.5%，预计形成1.6亿人民币财务费用。上半年财务费用约7~8千万元，对净利润形成明显拖累。2017年下半年开始财务费用有望快速改善，一是定增顺利，6月28日公司公告定增已获证监会发审委审核通过，进展快速超出预期；二是下半年境外贷款将开始偿还。综合来看，财务费用1年内有望迅速改善，对净利润的影响有望更快消除。

■投资建议：不考虑摊薄，暂维持2017-19年EPS分别为0.89/1.22/1.68元的预测。维持买入-B评级，6个月目标价25元，对应2018年PE为20倍。

■风险提示：植物油业务增长不及预期；保健品业务开拓不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,243.8	3,375.2	6,998.9	8,262.6	9,767.6
净利润	146.3	134.8	406.3	553.2	765.5
每股收益(元)	0.32	0.30	0.89	1.22	1.68
每股净资产(元)	2.99	4.23	4.90	5.81	7.08

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	60.4	65.5	21.7	16.0	11.5
市净率(倍)	6.5	4.6	4.0	3.3	2.7
净利润率	6.5%	4.0%	5.8%	6.7%	7.8%
净资产收益率	10.8%	7.0%	18.2%	20.9%	23.8%
股息收益率	0.6%	0.0%	1.1%	1.6%	2.2%
ROIC	17.4%	21.3%	14.6%	16.1%	19.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

农产品加工及流通

投资评级 **买入-B**
维持评级

6个月目标价：**25元**
股价(2017-07-13) **19.29元**

交易数据

总市值(百万元)	8,767.89
流通市值(百万元)	7,265.49
总股本(百万股)	454.53
流通股本(百万股)	376.65
12个月价格区间	14.12/26.88元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1.26	0.6	43.25
相对收益	2.81	-5.65	35.75
绝对收益			

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn

021-35082778

吕睿竞

报告联系人

lvrij@essence.com.cn

相关报告

西王食品：植物油业务短期波动，双主业成长性依旧可期/苏铖	2017-04-28
西王食品：双主业齐头并进，保健品业务开拓成看点/苏铖	2017-04-06
西王食品：西王食品快报/苏铖	2016-12-06
西王食品：费用增加短期拖累业绩，双主业有望齐头并进/苏铖	2016-10-28
西王食品：西王食品：收购海外保健品牌，打造健康食品专家/苏铖	2016-10-19

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,243.8	3,375.2	6,998.9	8,262.6	9,767.6	成长性					
减:营业成本	1,615.4	2,387.2	4,338.5	5,134.7	6,025.2	营业收入增长率	20.0%	50.4%	107.4%	18.1%	18.2%
营业税费	6.8	13.0	21.0	24.8	29.3	营业利润增长率	13.7%	21.9%	256.9%	23.5%	27.2%
销售费用	339.3	486.9	1,209.0	1,447.0	1,710.1	净利润增长率	24.5%	-7.8%	201.4%	36.1%	38.4%
管理费用	107.0	219.0	458.3	560.2	686.2	EBITDA 增长率	10.6%	42.3%	227.8%	11.2%	18.6%
财务费用	10.7	61.9	189.9	133.6	99.9	EBIT 增长率	12.6%	50.0%	245.0%	12.3%	20.3%
资产减值损失	1.0	7.3	70.0	82.6	97.7	NOPLAT 增长率	11.9%	27.0%	264.6%	12.4%	20.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.6%	430.5%	2.0%	1.3%	2.3%
投资和汇兑收益	-	-0.4	-0.1	-0.2	-0.3	净资产增长率	11.5%	104.7%	16.5%	17.0%	18.2%
营业利润	163.6	199.5	712.0	879.5	1,119.1	利润率					
加:营业外净收支	2.7	14.9	-2.6	-3.7	-1.2	毛利率	28.0%	29.3%	38.0%	37.9%	38.3%
利润总额	166.3	214.4	709.5	875.9	1,117.9	营业利润率	7.3%	5.9%	10.2%	10.6%	11.5%
减:所得税	20.0	54.7	151.0	185.8	236.4	净利润率	6.5%	4.0%	5.8%	6.7%	7.8%
净利润	146.3	134.8	406.3	553.2	765.5	EBITDA/营业收入	9.5%	9.0%	14.2%	13.4%	13.4%
						EBIT/营业收入	7.8%	7.7%	12.9%	12.3%	12.5%
						运营效率					
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	91	64	34	28	22
货币资金	443.4	689.3	1,399.8	1,652.5	1,953.5	流动资产周转天数	32	39	31	34	35
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	166	156	128	143	145
应收账款	129.7	560.7	451.1	815.3	820.4	应收账款周转天数	20	37	26	28	30
应收票据	-	8.0	29.2	11.2	22.6	存货周转天数	45	50	40	41	41
预付账款	48.3	50.7	201.9	67.0	238.4	总资产周转天数	289	450	364	336	306
存货	282.8	662.3	886.5	995.1	1,252.9	投资资本周转天数	144	308	252	217	187
其他流动资产	20.6	28.5	23.0	24.0	25.2	投资回报率					
可供出售金融资产	100.0	124.5	120.0	120.0	121.5	ROE	10.8%	7.0%	18.2%	20.9%	23.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	2.4%	7.5%	8.7%	10.2%
长期股权投资	-	9.6	9.6	9.6	9.6	ROIC	17.4%	21.3%	14.6%	16.1%	19.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	525.4	680.5	649.0	617.5	586.0	销售费用率	15.1%	14.4%	17.3%	17.5%	17.5%
在建工程	93.9	59.1	59.1	59.1	59.1	管理费用率	4.8%	6.5%	6.5%	6.8%	7.0%
无形资产	97.2	1,193.2	1,133.5	1,073.9	1,014.2	财务费用率	0.5%	1.8%	2.7%	1.6%	1.0%
其他非流动资产	1.2	2,623.4	2,501.5	2,515.2	2,540.0	三费/营业收入	20.4%	22.7%	26.5%	25.9%	25.6%
资产总额	1,742.5	6,689.7	7,464.1	7,960.2	8,643.4	偿债能力					
短期债务	100.0	1,253.2	1,601.0	1,863.3	2,140.2	资产负债率	22.0%	58.4%	56.6%	52.3%	48.1%
应付账款	140.2	591.5	374.0	828.6	704.3	负债权益比	28.1%	140.3%	130.2%	109.8%	92.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.50	0.94	1.18	1.20	1.24
其他流动负债	130.0	284.5	554.3	270.9	643.0	速动比率	1.73	0.63	0.83	0.87	0.88
长期借款	-	1,735.2	1,670.3	1,178.0	640.6	利息保障倍数	16.33	4.22	4.75	7.58	12.21
其他非流动负债	12.4	41.0	21.9	25.1	29.3	分红指标					
负债总额	382.6	3,905.3	4,221.5	4,165.9	4,157.5	DPS(元)	0.11	-	0.22	0.30	0.42
少数股东权益	-	863.7	1,015.8	1,152.6	1,268.5	分红比率	34.2%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	376.6	454.5	454.5	454.5	454.5	股息收益率	0.6%	0.0%	1.1%	1.6%	2.2%
留存收益	983.2	1,472.1	1,772.3	2,187.2	2,762.9						
股东权益	1,359.9	2,784.3	3,242.7	3,794.4	4,486.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	146.3	159.7	406.3	553.2	765.5	EPS(元)	0.32	0.30	0.89	1.22	1.68
加:折旧和摊销	38.7	44.1	91.2	91.2	91.2	BVPS(元)	2.99	4.23	4.90	5.81	7.08
资产减值准备	1.0	7.3	-	-	-	PE(X)	60.4	65.5	21.7	16.0	11.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	4.6	4.0	3.3	2.7
财务费用	14.6	59.3	189.9	133.6	99.9	P/FCF	-65.2	-10.6	16.6	33.0	22.0
投资损失	-	0.4	0.1	0.2	0.3	P/S	3.9	2.6	1.3	1.1	0.9
少数股东损益	-	24.9	152.1	136.8	115.9	EV/EBITDA	27.8	46.1	11.6	10.2	8.2
营运资金的变动	-63.5	-524.5	-68.6	-169.8	-232.6	CAGR(%)	67.7%	76.7%	68.1%	67.7%	76.7%
经营活动产生现金流量	136.4	-147.9	771.0	745.2	840.1	PEG	0.9	0.9	0.3	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-145.3	-3,493.7	4.4	-0.2	-1.8	ROIC/WACC	1.9	2.4	1.6	1.8	2.1
融资活动产生现金流量	-229.5	3,904.0	-64.9	-492.2	-537.4	REP	3.4	1.2	1.4	1.2	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034