

西王食品 (000639)

双主业并行发展+大股东增持+齐星事件超跌机会

投资评级：买入（首次）

投资要点：

- **食用油差异化发展顺应消费趋势，品牌、渠道优势明显。**国内食用油市场约 2000 亿规模，其中玉米油占比不到 5%，富含不饱和脂肪酸，可预防心血管疾病，顺应消费升级趋势。西王差异化定位，“非转基因玉米油”利于消费者形成细分市场的认知力，叠加品牌营销（冠名综艺节目、线上线下宣传等），逐渐形成高端食用油品牌形象。渠道方面加快市场拓展，强化渠道体系，引进更具实力经销商，精耕细作市场，16 年网点超过 10 万家，为食用油业务增长奠定基础。
- **收购 kerr 进入保健品市场，双主业发展齐头并进。**公司收购海外运动保健品牌 kerr，已于 16 年 11 月交割首期 80% 股权。运动营养与体重管理市场全球规模约 240 亿美元，增速 5%-10%，国内市场规模约 16-18 亿美元，受益于消费升级、健康安全理念，未来增长潜力巨大。Kerr 专注于经营运动营养、体重管理产品的研发与销售，西王可利用 kerr 客户、渠道、品牌等优势扩展海外市场，也可通过自身在国内的资源基础协助 kerr 进入中国市场。未来西王将实现食用油与保健品双主业发展，向打造“中国健康食品第一品牌”迈进。
- **大股东二级市场增持，彰显公司发展信心。**公司公告大股东西王集团 12 月在二级市场增持 38 万股，1 月增持 141 万股，两次增持后大股东持股比例提升 0.4pct 至 35.31%。公司并购海外保健品龙头 kerr 首期股权已交割，此背景下大股东增持股票，充分体现对公司价值认可，以及对未来发展充满信心。展望未来，kerr 国外优势不变，国内市场重点开拓，在产品扩充、渠道拓展方面均有望打开成长空间，预计未来三年可保证 10%-15% 的复合增长。
- **齐星事件风险可控。**大股东西王集团对齐星集团及下属子公司提供担保余额 29 亿元，齐星集团债务违约引发西王股价暴跌。我们认为齐星事件整体风险可控，公司已发澄清公告，担保业务中超 20 亿具有风险缓释措施，扣除差额后真实存在的担保余额风险敞口约 8.7 亿元。16 年 1-9 月西王集团账面资金约 27 亿，经营情况良好。且根据第一财经日报报道，中国信达资产拟为西王集团批复 10 亿流动资金、50 亿基金用于应对齐星事件。整体来看齐星事件风险可控，对上市公司经营影响不大。
- **盈利预测与估值：**暂不考虑定增，预计 17-19 年 EPS 为 1.05、1.28、1.52 元，同比增 254%、22%、19%，最新 PE 分别为 20、16、14 倍。公司食用油业务差异化发展趋势向好，通过收购 kerr 切入保健品行业，未来发展空间巨大。预计 17 年食用油业务净利 2.5 亿；给予 25 倍 PE 市值 62.5 亿；保健品业绩净利 2.3 亿（kerr 净利的 60%），给予 35 倍 PE 市值 80.5 亿，17 年合理市值 143 亿，对应增发后（假设增发 1.3 亿股）目标股价 24.5，还有约 20% 空间，首次覆盖给予“买入”投资评级。
- **风险提示：**食用油行业竞争加剧、收购 kerr 未产生协同效应、原料价格波动风险。

2017 年 04 月 07 日

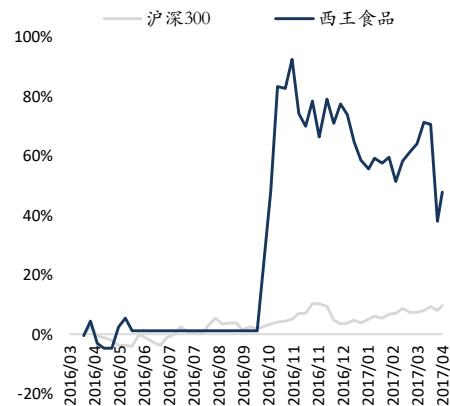
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	20.89
一年最低价/最高价	20.35/24.61
市净率	4.94
流通市值 (亿)	78.68

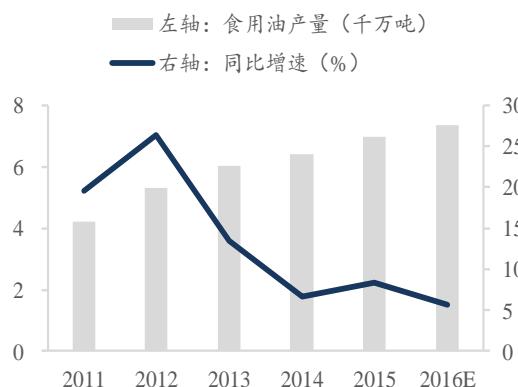
基础数据

每股净资产	4.23
资产负债率	58.38
总股本 (百万股)	454.53
流通股 A 股 (百万股)	376.65

1. 食用油、保健品双主业发展齐头并进

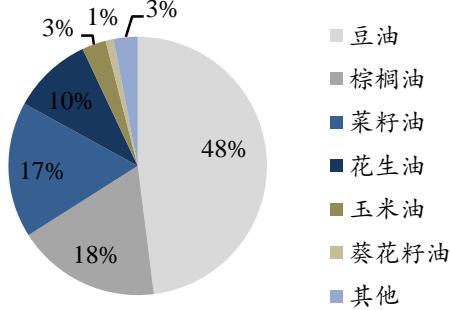
食用油差异化发展顺应消费趋势，品牌、渠道优势明显。国内食用油市场约 2000 亿规模，产量超 7000 万吨，近年增速 5%-10%。龙头企业竞争激烈属红海市场。其中玉米油占比不到 5%，富含不饱和脂肪酸，可预防心血管疾病，顺应消费升级趋势。西王以“非转基因”为卖点，以玉米油为核心，推动其他小品种油并行，打造健康食用油第一品牌。公司差异化定位，“非转基因玉米油”利于消费者形成细分市场的认知力，叠加品牌营销（冠名综艺节目、线上线下宣传等），逐渐形成高端食用油品牌形象。渠道方面加快市场拓展，强化渠道体系，引进更具实力经销商，精耕细作市场，16 年网点超过 10 万家，为食用油业务增长奠定基础。

图表 1：国内食用油产量增速 5%-10%



资料来源：USDA，东吴证券研究所

图表 2：玉米油产量占比不到 5%



资料来源：USDA，东吴证券研究所

图表 3：西王以非转基因为卖点，大力开展品牌营销



资料来源：公司天猫官网，东吴证券研究所

收购 Kerr 进入保健品市场，双主业发展齐头并进。公司收购海外运动保健品牌 Kerr，已于 16 年 11 月交割首期 80% 股权。运动营养与体重管理属于保健品细分市场，全球规模约 240 亿美元，增速 5%-10%，国内

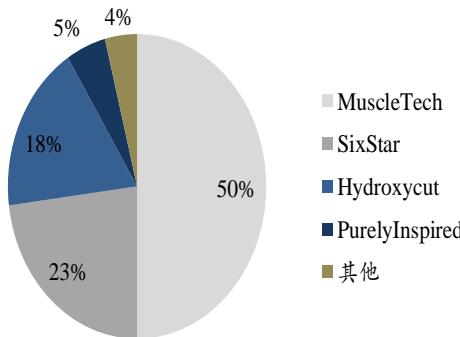
市场刚处于起步阶段，目前运动营养与体重管理合计规模约 16-18 亿美元，受益于消费升级、健康安全理念，未来增长潜力巨大。Kerr 专注于经营运动营养、体重管理产品的研发与销售，旗下 MuscleTech、Six Star、Hydroxycut 等品牌知名度最高，成为北美畅销产品；渠道方面以 FDMC、健康食品商店、网络及国际销售为主，相较竞品具有较强竞争力。西王可利用 Kerr 客户、渠道、品牌等优势扩展海外市场，也可通过自身在国内的资源基础协助 Kerr 进入中国市场。未来西王将实现食用油与保健品双主业发展，向打造“中国健康食品第一品牌”迈进。

图表 4：kerr 旗下包括多个品牌系列

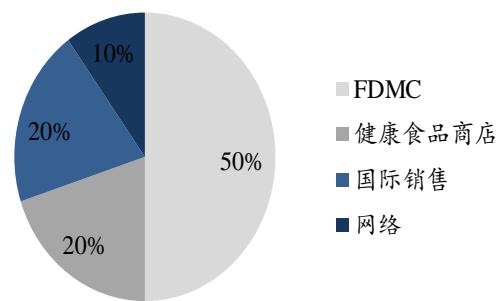
类别	品牌	简介
		美国领先的体重管理产品，提供广泛的产品系列，包括：Hydroxycut, Hydroxycut Gummies 和 Hydroxycut Black，致力于通过运动和饮食来帮助用户达到减肥的目的
减体重管理产品		该产品含流行减肥成分绿色咖啡豆提取物，主打原材料均为天然产品
		体重管理产品，为消费者提供多元化的选择，比如混合饮料、无咖啡因产品、减肥软糖等
		植物成分的健康食品补充剂，主打不含防腐剂绿色健康路线
		MuscleTech 于 1996 年推出，是标的公司领先的运动营养补充剂品牌，已连续销售超过 20 年，销售渠道广泛分布在 80 多个国家，是突出的运动营养品牌
		美国领先的运动营养品牌；用于帮助运动员们增加肌肉，增强力量，提高性能
运动营养产品		该品牌走高端蛋白粉的品牌路线
		为男性及女性设计的强力专业补充剂，以提高运动表现
		运动营养补充剂，为运动员等提供营养补充
		一个由高端营养补充剂研究而产生的新营养补充品牌
		该品牌主打女性健身者市场，专门针对女性消费者提供营养补充剂

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 5: MuscleTech、Six Star、Hydroxycut
三个品牌占 kerr 收入 90%以上**



图表 6: FDMC 是主要销售渠道



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：USDA，东吴证券研究所

2.大股东二级市场增持，彰显公司发展信心

公司公告大股东西王集团 12 月在二级市场增持 38 万股，1 月增持 141 万股，两次增持后大股东持股比例提升 0.4pct 至 35.31%。公司并购海外保健品龙头 kerr 首期股权已交割，此背景下大股东增持股票，充分体现对公司价值认可，以及对未来发展充满信心。16 年 1-8 月 kerr 收入、净利分别增长 12%、45%，市场份额持续提升。展望未来，kerr 国外优势不变，国内市场重点开拓，在产品扩充、渠道拓展方面均有望打开成长空间，预计未来三年可保证 10%-15% 的复合增长。

图表 7：近期大股东两次增持

增持期间	增持数量（万股）	占比	增持后持股比例
2016 年 12 月	37.95	0.08%	35%
2017 年 1 月	140.75	0.31%	35.31%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.齐星事件风险可控

西王大股东西王集团对齐星集团及下属子公司提供担保余额 29 亿元，齐星集团债务违约引发西王股价暴跌。我们认为齐星事件整体风险可控，公司已发澄清公告，担保业务中超 20 亿具有风险释缓措施，扣除差额后真实存在的担保余额风险敞口约 8.7 亿元。16 年 1-9 月西王集团账面资金约 27 亿，经营情况良好。且根据第一财经日报报道，中国信达资产拟为西王集团批复 10 亿流动资金、50 亿基金用于应对齐星事件。整体来看齐星事件风险可控，集团层面风险对上市公司经营影响不大。

图表 8：齐星事件有多项风险释缓措施

	明细	担保金额
措施一	涉及邹平县供电公司作为共同担保人	10.3 亿元
措施二	涉及有机器设备、房产、土地等资产抵押	5.6 亿元
措施三	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	股权账面价值 0.8 亿元
此外：	根据相关机构出具的《资产评估报告》，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	3.7 亿元

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值：

暂不考虑增发，我们预计 17-19 年公司 EPS 分别为 1.05、1.28、1.52 元，同比增 254%、22%、19%，最新股价对应 PE 分别为 20、16、14 倍。公司食用油业务差异化发展趋势向好，通过收购 kerr 切入保健品行业，未来发展空间巨大。预计 17 年食用油业务净利 2.5 亿；给予 25 倍 PE 市值 62.5 亿；保健品业绩净利 2.3 亿（kerr 净利的 60%），给予 35 倍 PE 市值 80.5 亿，17 年合理市值 143 亿，对应增发后（假设增发 1.3 亿股）目标股价 24.5，还有约 20% 空间，首次覆盖给予“买入”投资评级。

5. 风险提示：

食用油行业竞争加剧、收购 kerr 未产生协同效应、原料价格波动风险。

图表 9：西王食品三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1999.5	2801.3	3220.5	3532.1	营业收入	3375.2	6494.9	7578.7	8661.7
现金	689.3	700.0	800.0	800.0	营业成本	2387.2	4273.3	4876.0	5451.8
应收款项	568.7	734.9	857.5	980.1	营业税金及附加	13.0	25.0	29.2	33.4
存货	662.3	1185.5	1352.8	1512.5	营业费用	486.9	1039.2	1288.4	1559.1
其他	79.2	180.9	210.2	239.6	管理费用	219.0	324.7	394.1	467.7
非流动资产	4690.2	5601.7	6492.5	7369.5	财务费用	61.9	183.1	228.3	276.6
长期股权投资	9.6	9.6	9.6	9.6	投资净收益	-0.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	739.6	1690.9	2620.2	3534.3	其他	-7.3	0.0	0.0	0.0
无形资产	1193.2	1153.4	1114.9	1077.8	营业利润	199.5	649.5	762.7	873.2
其他	2747.9	2747.9	2747.9	2747.9	营业外净收支	14.9	14.9	14.9	14.9
资产总计	6689.7	8403.1	9713.1	10901.6	利润总额	214.4	664.4	777.6	888.0
流动负债	2129.2	3583.5	4590.2	5432.4	所得税费用	54.7	146.2	171.1	195.4
短期借款	1340.0	2504.9	3146.0	3912.4	少数股东损益	24.9	41.5	24.3	0.0
应付账款	382.0	455.8	650.2	654.2	归属母公司净利润	134.8	476.8	582.2	692.7
其他	407.2	622.8	794.0	865.8	EBIT	269.1	832.6	991.0	1149.7
非流动负债	1776.2	1776.2	1776.2	1776.2	EBITDA	310.6	962.7	1168.8	1384.1
长期借款	1735.2	1735.2	1735.2	1735.2	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	41.0	41.0	41.0	41.0	每股收益(元)	0.30	1.05	1.28	1.52
负债总计	3905.3	5359.6	6366.4	7208.5	每股净资产(元)	4.23	4.75	5.39	6.15
少数股东权益	863.7	884.5	896.6	896.6	发行在外股份(百万股)	454.5	454.5	454.5	454.5
归属母公司股东权益	1920.6	2159.0	2450.1	2796.5	ROIC(%)	5.5%	9.9%	10.0%	10.2%
负债和股东权益总计	6689.7	8403.1	9713.1	10901.6	ROE(%)	7.0%	22.1%	23.8%	24.8%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	29.3%	34.2%	35.7%	37.1%
经营活动现金流	-147.9	123.5	818.6	691.2	EBIT Margin(%)	8.0%	12.8%	13.1%	13.3%
投资活动现金流	-3493.7	-1039.4	-1068.7	-1111.2	销售净利率(%)	4.0%	7.3%	7.7%	8.0%
筹资活动现金流	3904.0	926.5	350.1	420.0	资产负债率(%)	58.4%	63.8%	65.5%	66.1%
现金净增加额	246.3	10.7	100.0	0.0	收入增长率(%)	50.4%	92.4%	16.7%	14.3%
企业自由现金流	-2767.3	-758.9	-71.5	-215.9	净利润增长率(%)	-7.8%	253.7%	22.1%	19.0%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

