

2018年03月12日

证券研究报告·动态跟踪报告

安井食品(603345) 食品饮料

买入(维持)

当前价: 26.00元

目标价: 35.00元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

可转债过会, 扩产能业绩进入加速释放期

投资要点

- **事件:** 公司3月12日晚发布公告, 公司公开发行可转换公司债券申请获得中国证监会发审委核准通过。公司拟发行不超过5亿元可转换公司债券, 募集资金用于四川工厂15万吨速冻食品生产线建设项目。
- **逆势扩张产能, “销地产”模式发挥优势, 业绩进入加速释放期。** 1、近几年速冻火锅料行业处于激烈洗牌阶段, 企业间出现明显经营分化, 以海欣、惠发为代表的第二梯队企业出现增长放缓, 而更多小企业则亏损倒闭。安井作为行业龙头, 抓住行业洗牌机会逆势扩张产能, 意在进一步拉开与竞争对手差距, 扩大在速冻火锅料行业的领先地位; 2、西南、西北地区经过培育以形成了良好的速冻火锅料消费习惯, 目前公司已经实现超3亿销售收入。四川工厂建成将有效辐射西南、西北区域, 起到快速供应、节约物流成本的作用, 发挥“销地产”模式优势。目前公司拥有厦门、泰州、无锡、辽宁、四川(在建)、华中(在建)六大生产基地, 全国化战略布局初步完成, 与竞争对手优势进一步凸显。3、过去几年公司面临产能不足问题, 严重制约了业绩增长。四川工厂一期有望于18年10月实现投产, 将有效缓解公司产能瓶颈问题。随着泰州三期、辽宁二期、四川和华中两大新生产基地产能释放, 公司业绩有望进入加速期。
- **核心逻辑不变, 主业稳定增长, 小龙虾业务贡献增量提估值, 长期看行业洗牌安井龙头优势凸显。** 1、公司作为速冻火锅料行业龙头, 核心竞争力在规模效应下的成本优势和覆盖全国的深度分销渠道优势, 行业内竞争力强。安井通过异地扩张+产能释放, 保障主业未来三年保持20%稳定增长。2、速冻预调小龙虾业务经过17年试水成功后18年将大规模量产, 公司通过参股新宏业水产布局小龙虾产能, 宏业新建3万吨小龙虾生产线将在18年4月份达产, 保证18年放量所需。保守估计小龙虾18年有望实现收入2亿元, 贡献5%收入增量, 带动估值和业绩的同向提升。3、长期来看, 速冻火锅料行业洗牌仍将继续, 企业经营分化, 安井处于竞争领先地位, 随着洗牌深入, 拥有优秀管理团队、高效成本控制优势和运营规范的安井食品有望持续受益行业整合红利, 提升市场份额的同时持续改善净利率。
- **盈利预测与评级。** 预计2017-2019年收入分别为34.8亿元、43.2亿元、53.3亿元, 三年复合增速21.2%, 归母净利润分别为2.0亿元、2.8亿元、3.9亿元, 三年复合增速30.4%, EPS分别为0.94元、1.30元、1.82元, 对应动态PE分别为28倍、20倍、14倍。未来三年业绩持续高增长, 小龙虾高毛利业务贡献增量, 显著提升估值, 给予18年27倍估值, 对应目标价35元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动; 小龙虾进展或低于预期; 食品安全风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2996.50	3484.62	4324.91	5329.16
增长率	17.00%	16.29%	24.11%	23.22%
归属母公司净利润(百万元)	177.41	202.41	280.76	393.67
增长率	38.23%	14.09%	38.71%	40.22%
每股收益EPS(元)	0.82	0.94	1.30	1.82
净资产收益率ROE	17.66%	11.54%	14.22%	17.24%
PE	32	28	20	14
PB	5.59	3.20	2.84	2.46

数据来源: Wind, 西南证券

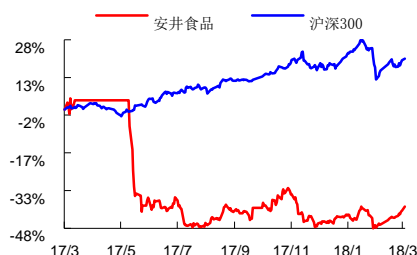
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
 执业证号: S1250517080001
 电话: 021-58351839
 邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
 电话: 0755-23614240
 邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.16
流通A股(亿股)	1.23
52周内股价区间(元)	22.3-45.68
总市值(亿元)	56.17
总资产(亿元)	29.48
每股净资产(元)	7.55

相关研究

1. 安井食品(603345): 从短期、中期、长期三个视角看安井投资逻辑 (2018-01-23)
2. 安井食品(603345): 业绩符合预期, 期待18年继续加速 (2018-01-20)
3. 安井食品(603345): 主业稳增长, 强势切入小龙虾供应链优势巨大 (2017-12-05)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2996.50	3484.62	4324.91	5329.16	净利润	177.41	202.41	280.76	393.67
营业成本	2183.84	2557.48	3102.81	3755.04	折旧与摊销	84.96	89.54	107.93	128.21
营业税金及附加	25.47	29.62	36.76	45.29	财务费用	6.29	0.92	1.15	1.41
销售费用	424.50	486.80	635.76	783.39	资产减值损失	1.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	144.53	169.77	216.25	266.46	经营营运资本变动	-29.89	-210.63	43.17	34.80
财务费用	6.29	0.92	1.15	1.41	其他	-23.53	-6.00	-16.00	-18.00
资产减值损失	1.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	216.66	76.25	417.01	540.09
投资收益	0.00	6.00	16.00	18.00	资本支出	-225.94	-420.00	-420.00	-320.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-21.35	6.00	16.00	18.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-247.29	-414.00	-404.00	-302.00
营业利润	210.46	246.03	348.19	495.57	短期借款	-0.57	-171.99	0.00	0.00
其他非经营损益	20.62	18.46	18.43	18.39	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	231.08	264.49	366.61	513.96	股权融资	0.00	600.59	0.00	0.00
所得税	53.67	62.09	85.86	120.30	支付股利	0.00	-53.22	-60.72	-84.23
净利润	177.41	202.41	280.76	393.67	其他	13.33	-0.92	-1.15	-1.41
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	12.76	374.45	-61.87	-85.64
归属母公司股东净利润	177.41	202.41	280.76	393.67	现金流量净额	-17.90	36.70	-48.86	152.45
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	378.48	415.18	366.32	518.77	成长能力				
应收和预付款项	141.48	165.19	201.78	247.99	销售收入增长率	17.00%	16.29%	24.11%	23.22%
存货	737.52	851.06	1028.07	1249.97	营业利润增长率	54.41%	16.90%	41.52%	42.33%
其他流动资产	13.10	278.77	345.99	426.33	净利润增长率	38.23%	14.09%	38.71%	40.22%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.54%	11.53%	35.89%	36.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1081.05	1395.11	1690.79	1866.18	毛利率	27.12%	26.61%	28.26%	29.54%
无形资产和开发支出	91.08	108.56	126.04	143.52	三费率	19.20%	18.87%	19.73%	19.73%
其他非流动资产	35.82	34.73	33.65	32.56	净利率	5.92%	5.81%	6.49%	7.39%
资产总计	2478.54	3248.61	3792.64	4485.33	ROE	17.66%	11.54%	14.22%	17.24%
短期借款	171.99	0.00	0.00	0.00	ROA	7.16%	6.23%	7.40%	8.78%
应付和预收款项	1213.02	1400.58	1717.67	2092.66	ROIC	24.20%	18.10%	18.45%	22.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.07%	9.66%	10.57%	11.73%
其他负债	88.97	93.70	100.61	108.86	营运能力				
负债合计	1473.99	1494.28	1818.28	2201.53	总资产周转率	1.30	1.22	1.23	1.29
股本	162.03	216.04	216.04	216.04	固定资产周转率	3.18	3.30	3.45	3.65
资本公积	109.29	655.87	655.87	655.87	应收账款周转率	31.23	29.74	30.53	30.70
留存收益	733.23	882.41	1102.45	1411.89	存货周转率	3.30	3.22	3.30	3.30
归属母公司股东权益	1004.55	1754.33	1974.36	2283.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1004.55	1754.33	1974.36	2283.80	资产负债率	59.47%	46.00%	47.94%	49.08%
负债和股东权益合计	2478.54	3248.61	3792.64	4485.33	带息债务/总负债	11.67%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.90	1.19	1.11	1.14
					速动比率	0.38	0.60	0.52	0.56
					股利支付率	0.00%	26.29%	21.63%	21.40%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	301.71	336.50	457.27	625.19	每股收益	0.82	0.94	1.30	1.82
PE	31.66	27.75	20.01	14.27	每股净资产	4.65	8.12	9.14	10.57
PB	5.59	3.20	2.84	2.46	每股经营现金	1.00	0.35	1.93	2.50
PS	1.87	1.61	1.30	1.05	每股股利	0.00	0.25	0.28	0.39
EV/EBITDA	13.20	15.38	11.43	8.11					
股息率	0.00%	0.95%	1.08%	1.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn