



## 可转债发行, 扩产能看好未来成长性

### 投资要点

- **事件:** 公司发行可转债募资5亿元, 转股价为35.46元/股。募集资金用于四川工厂年产15万吨速冻食品生产线建设项目。
- **产能扩张进入加速期, 四川工厂建成有望实现明显的带动效应。** 1、公司目前拥有产能约35万吨, 分别位于厦门、无锡、泰州和辽宁。过去几年产能不足是制约公司收入快速增长的主要瓶颈, 旺季面临较为严重的缺货。上市之后公司产能扩张将进入加速期, 四川工厂有望在18年底投产, 随着泰州三期、辽宁二期以及华中工厂产能逐渐释放, 能够保障未来三年公司收入每年20%增长。2、四川工厂开工将有效辐射西南、西北市场, 起到快速供应、节约物流成本的作用, 发挥“销地产”模式优势。参照辽宁工厂建立对华北和东北市场极大的拉动作用, 预计未来西南、西北市场增速有望上升一个台阶。3、目前在行业正处于激烈洗牌阶段, 公司此时扩张产能, 将进一步拉开与竞争对手差距, 巩固公司在速冻火锅料行业的绝对的领先地位。
- **Q2销售情况良好, 应对旺季公司提前布局。** 1、公司Q2延续Q1增长态势, 预计收入增速在15%-20%左右, “火锅三侠”等高端新品推出, 产品结构进一步优化; Q2由于猪肉等原材料价格下降, 毛利率同比有所提升。同时随着销售规模的扩大, 生产端和费用端的规模效应明显, 预计Q2利润端增弹性将显著大于收入端。小龙虾业务由于战略调整, 主要以为其他公司代加工为主, 自主品牌“洪湖诱惑”Q2发货量较少, 故而进入公司报表内的销售收入较低, 小龙虾业务带来的利润更多将以投资收益的形式在公司报表体现。2、公司为了应对往年淡季产能富余但旺季产能不足的问题, 今年提前至7月进行订货布局, 提高淡季产能利用率同时保证旺季供给, 随着产能释放, 今年旺季供不应求的状况有望得到改善。
- **公司基本面扎实, 持续看好长期投资逻辑。** 1、行业经过几年的价格战后已形成较为清晰的梯队格局, 品质和差异化竞争将替代价格竞争, 行业竞争趋于良性, 整体盈利水平迎来改善拐点; 2、安井龙头地位稳固, 竞争优势明显。新建产能陆续投产, 制约公司发展产能瓶颈将打破, 公司在未来三五年内通过异地扩张, 享受行业增长红利同时挤压竞争对手市场份额, 实现收入和市场份额的同步提升。
- **盈利预测与评级。** 预计公司2018-2020年收入复合增速为21.7%, 归母净利润复合增速为33.58%, EPS分别为1.29、1.76、2.23元, 对应动态PE为28、20、16倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 食品安全风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3484.01	4303.32	5253.84	6283.08
增长率	16.27%	23.52%	22.09%	19.59%
归属母公司净利润(百万元)	202.43	279.45	381.30	482.51
增长率	14.11%	38.04%	36.45%	26.54%
每股收益EPS(元)	0.94	1.29	1.76	2.23
净资产收益率ROE	11.95%	14.61%	17.26%	18.72%
PE	38	28	20	16
PB	4.60	4.08	3.53	3.02

数据来源: Wind, 西南证券

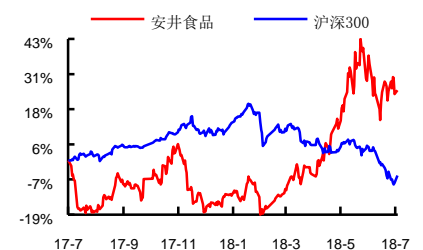
### 西南证券研究发展中心

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)	22.3-39.12
总市值(亿元)	77.93
总资产(亿元)	34.63
每股净资产(元)	8.09

### 相关研究

1. 安井食品(603345): 预收款大幅增长, 创历史新高 (2018-04-24)
2. 安井食品(603345): 业绩增长稳健, 看18年产能释放+新品类放量 (2018-03-20)
3. 安井食品(603345): 可转债过会, 扩产能业绩进入加速释放期 (2018-03-12)
4. 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)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3484.01	4303.32	5253.84	6283.08	净利润	202.43	279.45	381.30	482.51
营业成本	2568.85	3112.16	3767.45	4472.70	折旧与摊销	96.29	129.28	151.01	177.26
营业税金及附加	33.27	41.09	50.17	60.00	财务费用	2.91	0.59	0.72	0.86
销售费用	490.31	628.29	751.30	895.34	资产减值损失	2.84	1.00	1.00	1.00
管理费用	151.77	185.04	220.66	263.89	经营营运资本变动	-383.57	178.76	24.53	30.93
财务费用	2.91	0.59	0.72	0.86	其他	433.85	-16.07	-20.99	-25.99
资产减值损失	2.84	1.00	1.00	1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>354.75</b>	<b>573.00</b>	<b>537.58</b>	<b>666.57</b>
投资收益	6.85	15.00	20.00	25.00	资本支出	-174.93	-420.00	-420.00	-420.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-505.70	15.00	20.00	25.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-680.62</b>	<b>-405.00</b>	<b>-400.00</b>	<b>-395.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>251.92</b>	<b>350.15</b>	<b>482.54</b>	<b>614.30</b>	短期借款	-1.99	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.47	13.97	14.03	14.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>263.39</b>	<b>364.12</b>	<b>496.57</b>	<b>628.40</b>	股权融资	539.85	0.00	0.00	0.00
所得税	60.96	84.67	115.27	145.88	支付股利	-53.36	-60.73	-83.83	-114.39
净利润	202.43	279.45	381.30	482.51	其他	-4.39	-0.59	-0.72	-0.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>480.10</b>	<b>-61.32</b>	<b>-84.55</b>	<b>-115.25</b>
归属母公司股东净利润	202.43	279.45	381.30	482.51	<b>现金流量净额</b>	<b>154.23</b>	<b>106.68</b>	<b>53.03</b>	<b>156.32</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	519.75	626.43	679.46	835.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	143.66	186.67	224.82	268.52	销售收入增长率	16.27%	23.52%	22.09%	19.59%
存货	803.87	1000.31	1210.53	1431.08	营业利润增长率	19.70%	38.99%	37.81%	27.30%
其他流动资产	402.90	344.27	420.31	502.65	净利润增长率	14.11%	38.04%	36.45%	26.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.38%	36.71%	32.14%	24.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1236.49	1512.62	1767.01	1995.15	毛利率	26.27%	27.68%	28.29%	28.81%
无形资产和开发支出	89.15	105.77	122.38	138.99	三费率	18.51%	18.91%	18.51%	18.46%
其他非流动资产	55.15	53.13	51.11	49.09	净利率	5.81%	6.49%	7.26%	7.68%
<b>资产总计</b>	<b>3250.96</b>	<b>3829.18</b>	<b>4475.61</b>	<b>5221.26</b>	ROE	11.95%	14.61%	17.26%	18.72%
短期借款	170.00	170.00	170.00	170.00	ROA	6.23%	7.30%	8.52%	9.24%
应付和预收款项	1290.01	1642.12	1982.18	2350.13	ROIC	18.82%	19.71%	24.00%	26.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.08%	11.15%	12.07%	12.61%
其他负债	97.49	104.87	113.78	123.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1557.50</b>	<b>1916.99</b>	<b>2265.95</b>	<b>2643.49</b>	总资产周转率	1.22	1.22	1.27	1.30
股本	216.04	216.04	216.04	216.04	固定资产周转率	3.28	3.56	3.87	4.08
资本公积	595.13	595.13	595.13	595.13	应收账款周转率	31.58	33.06	32.52	32.30
留存收益	882.30	1101.02	1398.49	1766.61	存货周转率	3.33	3.45	3.41	3.39
归属母公司股东权益	1693.47	1912.19	2209.66	2577.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.16%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1693.47</b>	<b>1912.19</b>	<b>2209.66</b>	<b>2577.78</b>	资产负债率	47.91%	50.06%	50.63%	50.63%
负债和股东权益合计	3250.96	3829.18	4475.61	5221.26	带息债务/总负债	10.91%	8.87%	7.50%	6.43%
					流动比率	1.25	1.16	1.15	1.18
					速动比率	0.71	0.62	0.60	0.62
					股利支付率	26.36%	21.73%	21.99%	23.71%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.94	1.29	1.76	2.23
					每股净资产	7.84	8.85	10.23	11.93
					每股经营现金	1.64	2.65	2.49	3.09
					每股股利	0.25	0.28	0.39	0.53
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	351.12	480.02	634.27	792.42					
PE	38.49	27.89	20.44	16.15					
PB	4.60	4.08	3.53	3.02					
PS	2.24	1.81	1.48	1.24					
EV/EBITDA	21.10	15.21	11.43	8.95					
股息率	0.68%	0.78%	1.08%	1.47%					

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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn