CMS 招商证券

无评级-无（首次）

目标估值：元
当前股价：19.28 元
2017 年 04 月 04 日

西王食品000639.SZ

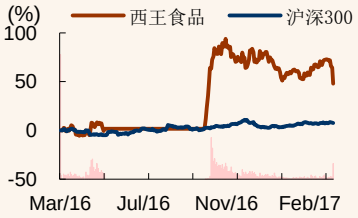
塞翁失马，焉知非福

基础数据

上证综指	3223
总股本（万股）	45453
已上市流通股（万股）	37665
总市值（亿元）	93
流通市值（亿元）	77
每股净资产（MRQ）	4.2
ROE（TT ）	7.1
资产负债率	14.1%
主要股东	西王集团有限公司
主要股东持股比例	34.91%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	45	47
相对表现	-6	39	37



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《食品饮料 2 月月报暨年报预览—坚定信心，继续加配》20170216;

2、《食品饮料行业 2017 年年度策略—高端继续复苏，大众触底回升》20161128

董广阳
021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

杨勇胜
021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

研究助理
李晓峥
021-68407571
lixiaozheng@cmschina.com.cn

市场担忧齐星集团债务危机事件或是地域性金融风险的开端，选择整体性规避相关企业，导致西王股价下挫。我们认为，从西王集团经营看其业务稳健财务健康，对齐星事件有充分应对能力。西王食品两块业务经营稳定向好，股价短期大跌后，呈现明显投资价值，我们建议关注股价超跌的机会。

- **西王集团对齐星担保风险有充分应对能力。**根据公告及我们了解，西王集团对齐星集团及下属子公司所提供的担保余额总数 29.073 亿元，全部有风险缓释措施，不存在单独为齐星集团提供担保事项，风险缓释措施包括:
（1）邹平县供电公司作为共同担保人，担保金额 10.275 亿元，且邹平县供电公司为邹平县国有企业;
（2）有机器设备、房产土地质押，西王集团作为追加担保人，担保金额 5.568 亿元;
（3）反担保措施：齐星集团持有顶峰热电 15%股份，反担保协议将这部分股权和分红均归西王集团所有，股权账面价值是 8085 万元;
（4）上述以外剩余担保余额 12.4215 亿元，根据相关评估机构的资产评估报告，集团追加了齐星房地产质押金额 3.72 亿元.

（5）最后剩余 8.694 亿元风险敞口也全部追加了反担保措施。据 2016 年 5 月双方签署的反担保合同，约定在齐星集团及其关联公司未能按期履行还款、出现违约的情况下，西王集团可视为所有担保贷款均构成违约，在此状况下合同约定除前述顶峰热电 15%股权外，齐星集团及其关联公司以其共同所有的或个别所有的资产提供反担保（齐星集团及其 10 家子公司），另邹平县雪花山旅游度假村有限公司的全部土地及房产归西王所有。

- **集团经营状况整体健康，信达 60 亿资金支持整合托管齐星。**截止 16 年 9 月，西王集团总资产 403.21 亿元，净资产 147 亿元，两大块业务糖业和特钢，在去年起景气度大幅回升，盈利和现金明显增加。集团目前储备近 30 亿元现金，除对齐星外无其他债务担保，因此齐星事件基本不会影响集团的正常经营。针对 79 亿元债券今年到期，集团核实截止公告日不存在到期不能按期偿还的情况。集团也与债权人和银行积极沟通，确保本次事件对授信和债券市场融资不会造成影响。事件发生后西王与信达资管成立 50 亿元并购基金和 10 亿流动资金贷款，媒体报道西王集团将逐步接管齐星集团。

- **上市公司并不受直接实质影响，定增计划仍将继续。**西王食品没有对外担保，集团持有的股份质押借款仅用于集团日常运营，我们判断集团担保风险不会影响到西王食品的股权问题，也不会影响股份公司的正常经营。目前股份公司玉米油业务稳健发展，保健品业务团队搭建迅速，公司计划保持国内不亏的情况下积极拓展线上线下市场，发展进度超市场预期。上市公司定增仍将继续，我们认为公司整体运营积极健康。

- **齐星危机，焉知非福，关注上市公司股价超跌的机会。**媒体报道集团已与邹平县政府和齐星签署三方协议，受县政府委托西王将全面对齐星托管经营，后期进展我们将关注公司进一步公告。若齐星进行重组且由西王接管，长期而言，协同作用明显，齐星发电和电解铝几块资产状况其实不错，齐星问题不在债务巨大，而是对外投资和新上项目过多过杂，导致短期资金链出问题，

如果由西王集团接管，西王的业务用电成本将明显降低，预计给集团节省电费约 2 亿元/年，另外齐星的铁路专用线设计运输能力 1000 万吨，西王集团 300 万吨玉米和 300 万吨钢铁能和铁路专用线将可进行整合。对上市公司而言，西王食品股价短期大跌，西王玉米油和新收购标的合计价值已被严重低估，我们建议积极关注股价超跌的机会，择机买入。

- **风险提示：齐星事件持续发酵给集团造成负面影响、区域性金融风险**

附：3 月 29 日《西王食品股份有限公司澄清公告》

本公司及其董事会全体成员保证公告内容真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

截至 2017 年 3 月 29 日，公司不存在对西王集团有限公司（以下简称“西王集团”）及其下属企业（公司下属企业除外）的借款或担保，也不存在对齐星集团及其下属企业的借款或担保。

一、传闻情况

近日西王食品股份有限公司（以下简称“公司”）注意到相关媒体公布的《齐星危机，前 9 大债权人曝光，西王 29 亿互保或深陷其中》等相关报道，并接到较多投资者关于此报道的问询。

传闻点 1：西王集团与齐星集团 29 亿互保。

传闻点 2：西王集团共发行 184 亿债券，其中 83 亿债券将在 2017 年到期。

二、澄清说明

齐星集团有限公司（以下简称“齐星集团”）系注册于山东省滨州市邹平县的一家企业，经与公司西王集团核实，公司针对上述传闻事项说明如下：

（一）针对传闻点 1 西王集团对齐星集团有限公司担保情况如下：

根据经审计的齐星集团 2015 年年报及 2016 年 1－9 份财务报告，齐星集团总资产 180.81 亿元，净资产 64.62 亿元，营业收入 111.15 亿元，净利润 4 亿元；2016 年 1-9 月份，齐星集团总资产 176.43 亿元，净资产 66.39 亿元，营业收入 83.40 亿元，净利润 1.77 亿元。

截止 2017 年 3 月 29 日，西王集团对齐星集团及下属子公司提供担保余额为 29.073 亿元，该等担保已全部追加风险缓释措施，西王集团为齐星集团及其下属子公司提供担保的方式均为联合担保，均采取追加股权质押、房地产、机器设备

抵押以及反担保措施，整体风险可控。主要情况如下：

邹平县供电公司作为共同担保人的担保金额 10.275 亿元；具备机器设备、房产、土地等资产抵押的担保金额为 5.568 亿元；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，其股权账面价值 0.8085 亿元；扣除上述有风险缓释措施的担保余额为 12.4215 亿元。另外，在上述担保业务中，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为 37,274.24 万元，扣除该差额部分后的担保余额为 86,940.76 万元。同时，西王集团对齐星集团的上述担保已追加齐星集团及控股子公司（邹平铝业有限公司、邹平齐星开发区热电有限公司、山东齐星长山热电有限公司）和齐星集团实际控制人赵长水夫妇等作为共同担保人担保。

以上担保业务中风险缓释措施详细情况如下：

1、涉及邹平县供电公司作为共同担保人的担保金额为 10.275 亿元（ 其中还追加邹平齐星开发区热电有限公司 100%股权、邹平县电力集团有限公司 100%股权、山东齐星长山热电有限公司 90%股权、邹平铝业有限公司 100%股权和山东无棣齐星高科技铝材有限公司 100%股权进行质押；山东无棣齐星高科技铝材有限公司机器设备抵押（外部中介机构评估价值为 1.5 亿元））；

2、涉及有机器设备、房产、土地等资产抵押的担保金额为 5.568 亿元。

其中：①、担保金额为 1.368 亿元中抵押赵长水持有齐星集团股权（外部中介机构评估股权价值为 7,516 万元）及邹平齐星开发区热电有限公司部分设备（外部中介机构评估机器设备价值为 44,791 万元）；②、对应担保金额为 4.2 亿元中，抵押齐星大厦房产 35,815 平方米，外部中介机构评估价值为 17,771.67 万元；抵押齐星大厦土地 54,889 平方米，外部中介机构评估价值为 2,585.27 万元；抵押邹平齐星工业铝材有限公司土地 29,276.7 平方米，外部中介机构评估价值为 13,208.74 万元；抵押邹平齐星工业铝材有限公司机器设备，外部中介机构评估价值为 35,021.56 万元。

3、根据 2016 年 5 月 8 日西王集团与齐星集团双方签署的反担保合同，约定在齐星集团及其关联公司未能按期履行还款、出现违约的情况下，西王集团可视

为所有担保贷款均构成违约，在此状况下合同约定：①、齐星集团及其关联公司以其共同所有的或个别所有的资产提供反担保（包括齐星集团及其 10 家子公司）；②、齐星集团将其持有的邹平顶峰热电有限公司 15%的股权及其分红全部划归西王集团所有；③、邹平县雪花山旅游度假村有限公司的全部土地及房产归西王集团所有。

根据双方签署的反担保合同，西王集团对齐星集团及 10 家子公司资产及齐星集团相关股权有追偿权。

综合以上因素，西王集团对齐星集团担保产生的损失的风险较小，不会对西王集团的生产经营造成重大不利影响。

2017 年 3 月 27 日，由滨州市政府、邹平县政府主导，市县银监局、金融办及各债权金融机构召开联席会议，讨论提前化解此次事件可能引发的金融风险。与会机构达成共识，并制定了《齐星集团有限公司银行业债委会合作公约》：公约明确要求在齐星集团重组方案作出前，各成员银行不得擅自退出、减少本行的授信份额。

2016 年 1-9 月份，西王集团总资产 403.21 亿元，净资产 147.04 亿元，账面资金 26.89 亿元，营业收入 201.26 亿元，净利润 2.26 亿元。目前西王集团经营状况良好，账面资金充裕，将积极应对齐星事件的潜在风险。

注：1、邹平县供电公司为邹平县国有企业。

2、邹平齐星开发区热电有限公司、邹平县电力集团有限公司、山东齐星长山热电有限公司、邹平铝业有限公司、山东无棣齐星高科技铝材有限公司、山东无棣齐星高科技铝材有限公司及邹平齐星工业铝材有限公司均为齐星集团有限公司子公司。

公司将按照相关法律法规的规定，及时履行信息披露义务，敬请广大投资者注意投资风险。

（二）针对传闻点 2

经核实，西王集团发行的债券不存在到期不能按时偿还的情况。截止公告日，

西王集团有限公司 2017 年到期未偿付债券规模为 79 亿元。详情请查阅上海证券交易所、深圳证券交易所、上海清算所、中国货币网网站。

(三)对公司的影响

公司作为深圳证券交易所上市公司，在人员、资产、财务、机构与业务方面均独立于控股股东运营，西王集团对齐星集团的担保对公司正常生产经营无直接影响。截至公告披露日，西王集团直接持有公司股份 159,065,356 股，占公司总股本的 35.00%，累

计质押/冻结股份合计 157,000,000 股，占本公司总股本的 34.54%，目前西王集团质押股份不存在被强制平仓风险。西王集团对公司的控制权不会发生变化。

三、必要的提示

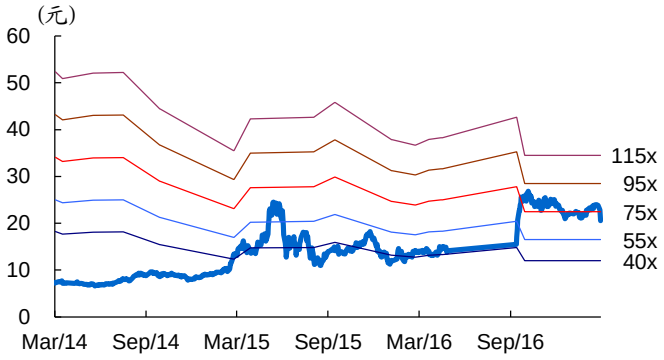
《中国证券报》、《证券时报》、及巨潮资讯网（ www.cninfo.com.cn）为公司指定的信息披露媒体，公司所有信息均以公司在上述媒体刊登的公告为准。

特此公告。

西王食品股份有限公司董事会

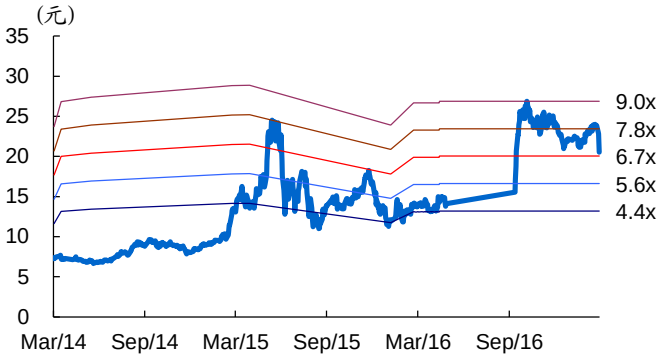
2017 年 3 月 29 日

图 1: 西王食品历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 西王食品历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1、《食品饮料 2 月月报暨年报预览—坚定信心，继续加配》2017-02-16

2、《食品饮料行业 2017 年年度策略—高端继续复苏，大众触底回升》2016-11-28

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在申万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峥：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。