

## 食品饮料

2014年08月29日

## 海天味业 (603288)

——公布股权激励草案，激励更加充分完善，维持“增持”评级

报告原因：有信息公布需要点评

## 增持

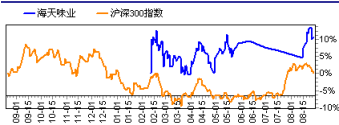
维持

市场数据:	2014年08月28日
收盘价(元)	35.66
一年内最高/最低(元)	77.8/31.7
上证指数/深证成指	2196/7744
市净率	8.3
息率(分红/股价)	1.40
流通A股市值(百万元)	5338

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	4.32
资产负债率%	18.01
总股本/流通A股(百万)	1497/150
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

《海天味业——中报业绩略超市场预期，产品结构调整带动净利率再提升，维持“增持”评级》2014/08/20

《海天味业一季报点评：业绩增长超预期，产品结构升级和品类拓展持续，维持“增持”评级》2014/04/30

《海天味业近期跟踪：产品升级显著，新品推广和品类拓展值得期待，维持“增持”评级》2014/04/15

## 证券分析师

曾郁文 A0230513060003  
zengyw@swsresearch.com

## 联系人

姚彦君  
(8621)23297818x7455  
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

## 盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013A	8,402	19	1,606	33	2.26	39.2	41.0	16	-1
2014H	5,027	14	1,095	27	0.73	41.2	16.9		
2014E	9,799	16.6	1,997	24.32	1.33	40	34	26	21
2015E	11,48	17.2	2,419	21.11	1.62	40	29	22	18
2016E	13,45	17.1	2,921	20.77	1.95	41	26	18	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

## 投资要点:

- **事件：公司公布股权激励草案：**拟授予激励对象限制性股票共 658 万股，占总股本的 0.44%，计划授予激励对象限制性股票的授予价格为 17.61 元/股，激励对象主要为高管以外的骨干人员。
- **投资评级与估值：**我们维持盈利预测，预计 14-16 年 EPS 为 1.33 元、1.62 元、1.95 元，同比增长 24.3%、21.1%和 20.8%，对应 14-16 年 PE26/22/18 倍。公司作为大众消费品——调味品行业龙头，竞争优势显著、激励充分到位，将充分享受调味品行业消费升级，维持“增持”评级。
- **本次股权激励有助于更好地调动骨干员工的积极性，利于公司长期发展：**1) **收入和净利润的考核指标：**本计划授予的限制性股票自授予日起满 20 个月后分三次解锁，比例分别为 30%、30%、40%。本次限制性股票激励计划解锁的业绩考核指标为：以 2013 年业绩为基准，2014 年-2017 年各年度公司实现的营业收入和净利润较 2013 年增长分别不低于 16.8%、34.3%、53.1%、73%和 24%、50%、77%、107.1%，即未来四年营业收入和净利润的复合增长率分别为 14.7%和 20%，彰显公司对未来发展信心。2) **激励对象主要为高管以外的骨干人员：**本计划授予的激励对象共 93 人，包括公司核心技术、营销、生产、工程、管理等骨干人员，不包含董事和高级管理人员，从公布名单来看，93 人中营销相关的人员居多。在实施限制性股票的期间内，公司将激励对象的考核等级和解锁资格进行了挂钩。截至 2014 年 8 月 28 日，海天 90%的股份由公司管理层及部分员工持有，激励充分；本次激励针对高管以外的骨干员工，有利于再次充分调动中层员工积极性、提高员工忠诚度，利于公司长期发展。
- **若本股权激励方案顺利实施，有助于公司集中度加速提升：**1) 有助于公司在地级市的深挖和县级渠道的下沉：目前覆盖的 300 多家地级市中，有绝大多数地级市的人均消费额有望再提升 2-3 倍；县级市场的开发率仅为 50%，未来渠道下沉空间巨大。2) 有助于推进公司酱油产品升级、蚝油、调味酱等其他品类放量：目前公司高端产品收入占比在 20%左右，今年酱油高端新品“海天老字号”动销情况良好，我们预计未来 1-2 年高端占比有望提升至 30%左右。此外，其他品类如蚝油（从华南走向全国）、调味酱（产能释放和新品推广）及料酒、腐乳等其他品类值得期待。3) **龙头占有率将再提升：**消费升级和食品安全背景下，公司渠道的下沉、产品的升级和产能的释放将加速行业小品牌及作坊（占比 60%以上）的整合及淘汰。
- **股价表现催化剂：**调味品销售超预期；产品提价；行业并购事件的发生。
- **风险提示：**原材料波动风险；食品安全风险；渠道拓展不及预期等。

**表：利润表预测**

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,091	7,070	8,402	9,799	11,488	13,451
营业总成本	4,918	5,587	6,505	7,402	8,523	9,868
营业成本	3,904	4,434	5,106	5,889	6,838	7,928
营业税金及附加	38	49	62	72	85	99
销售费用	681	723	899	999	1,172	1,372
管理费用	302	392	454	510	574	673
财务费用	(7)	(12)	(15)	(68)	(146)	(203)
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
营业利润	1,173	1,483	1,896	2,396	2,965	3,583
营业外收支	2	7	79	60	10	10
利润总额	1,176	1,490	1,976	2,456	2,975	3,593
所得税	220	282	369	459	556	671
净利润	956	1,208	1,606	1,997	2,419	2,921
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	956	1,208	1,606	1,997	2,419	2,921

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。