

海天味业 (603288)

强竞争力打造调味品龙头，建议询价区间51.13-57.84元

建议询价区间

51.13~57.84 RMB

预计上市定价

67.18~72.77 RMB

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.haitian-food.com
大股东/持股	海天集团/64.87%
实际控制人/持股	庞康/10.72%-
总股本(百万股)	743
流通 A 股(百万股)	35
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	516
流通 A 股市值(亿元)	19
每股净资产(元)	7.87
资产负债率(%)	22.9

相关研究报告

证券分析师

文献	投资咨询资格编号 S1060511010014 0755-22627143 wenxian001@pingan.com.cn
汤玮亮	投资咨询资格编号 S1060512040001 0755-22627143 TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

研究助理

张宇光	一般从业资格编号 S1060113090015 0755-22627143 zhangyuguang467@pingan.com.cn
王俏怡	一般从业资格编号 S1060113110013 wangqiaoyi597@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 询价建议：

我们预计公司 2013-2015 年归属母公司净利润分别为 15.92 亿、19.85 亿、24.00 亿。参考可比公司估值与证监会指引，按合理询价区间 13 年 24-27 倍 PE，按照募集金额不超过 18.57 亿、新股发行数量不超过 7900 万股、老股配售数量不超过 5000 万股，同时发行股数占发行后总股本 10% 计算，新股发售数量约为 3210-3632 万股，老股配售数量在 3841-4221 万股，建议询价区间为 51.13-57.84 元。

■ 量价齐升仍可推动酱油行业营收五年翻倍

多因素驱动消费量年均增长 7.5%；收入上升带动人均用量提升；调味品类中酱油代替味精；产品结构上盐度低的生产逐步取代盐度高的老抽，同时，酱油功能细分推动用户购买量从一瓶到多瓶。结构升级推动均价年均增长 8.5%，结构升级动力主要是消费者追求高质量、功能更精细化的产品，带动酱油总量里面中高端产品占比迅速上升。

■ 渠道扩张&深耕、产品升级、品类扩张推动营收 14、15 每年增长 17.8%

海天渠道将向空白地区与待开发市场扩张，重点发力中西部地区；同时渠道下沉至县级市场，做深做细以提升市场占有率。产品方面，公司一方面提升酱油产品结构，以升级明星产品与推广新品的组合方式提升中高端产品比重；另一方面实现品类扩张，以蚝油与调味酱抢占调味品细分市场。

■ 上市募投推动产能扩张，提升并购能力

海天上市募集资金投放新产能建设，将在 15 年建成 150 万吨调味品产能。产能的释放有利于扩大规模优势，提升业务收入。同时公司可能收购兼并一些在产品品种、市场区域、销售渠道等方面能够对公司形成补充优势的企业，进一步优化公司产品结构和市场布局，扩大销售规模 and 市场份额。

■ 业绩预测与合理估值：

预计公司 2013-2015 年营收分别增长 19.6%、17.6%、17.9%，EPS 为 2.24、2.67、3.23 元，同比增长 31.8%、24.7%与 20.7%，以上市价格 69.97 元测算，对应 PE 分别为 31、26、22 倍。考虑到海天行业第一品牌的影响力、强大的研发实力、高于竞争对手的规模优势与渠道管理优势，我们认为公司未来业绩快速增长的确定性很高。参考可比公司估值及证监会指引，定价合理估值在 14 年 25-27 倍 PE，预计上市后合理定价区间为 67.18-72.77 元。

■ 风险提示：

1、募投项目转固后产生大量折旧，新建产能如不能产生预期收益，折旧费用会影响公司业绩。2、自然灾害等原因导致原料价格大幅上涨带来的风险。3、食品安全问题引发的风险。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6,091	7,070	8,456	9,945	11,728
YoY(%)	10.4	16.1	19.6	17.6	17.9
净利润(百万元)	956	1,208	1,592	1,985	2,400
YoY(%)	44.7	26.4	31.8	24.7	20.9
毛利率(%)	35.9	37.3	39.0	40.4	41.2
净利率(%)	15.7	17.1	18.8	20.0	20.5
ROE(%)	34.0	35.8	38.5	32.3	28.6
EPS(摊薄/元)	1.34	1.70	2.24	2.67	3.23
P/E(倍)	52.1	41.2	31.3	26.2	21.7
P/B(倍)	16.1	13.6	10.8	6.8	5.7

正文目录

一、公司简介：市占率最高的酱油龙头	5
1.1 公司概况：历史悠久，行业龙头	5
1.2 股东结构	5
1.3 业务概况：酱油是收入与利润主要来源	6
二、酱油：量价齐升仍可推动行业营收五年翻倍	7
2.1 行业概况：酱醋行业过去十年收入 CAGR24%，高于调味品增速	7
2.2 行业量价齐升，成长逻辑清晰	7
2.3 预计行业营收五年翻倍增长	8
三、海天酱油：渠道、产品双驱动，竞争优势造龙头	10
3.1 渠道扩张&深耕、产品优化推动营收增长	10
3.2 产品、规模、技术、管理模式凸显竞争优势	14
四、其他业务：多品类扩张抢占细分市场	19
4.1 蚝油：定位中端，与李锦记差异化竞争	19
4.2 调味酱：把握全国化趋势，抢占酱料市场	19
五、募投项目：推动产能扩张，提升并购能力	20
5.1 募投项目突破产能瓶颈	20
5.2 并购能力助于巩固龙头地位	21
六、询价建议	21
七、风险提示	23

图表目录

图表 1	2012 年海天占调味品行业收入 3.6%.....	5
图表 2	2012 年海天酱油产量占全国 15%	5
图表 3	海天股权结构：实际控制人庞康，持海天 10.66%的股权	6
图表 4	发行前海天集团持股比例为 64.87%	6
图表 5	预计发行后海天集团持股比例为 58.4%.....	6
图表 6	1H2013 年酱油占公司营收 66%.....	7
图表 7	1H2013 年酱油占公司毛利的 68%	7
图表 8	过去十年酱油食醋收入 CAGR 为 24.2%，高于调味品 20.6%	7
图表 9	过去十年酱油食醋利润 CAGR 为 40.8%，高于调味品 26.2%	7
图表 10	2013 年高价酱油花费金额同比增长 47%	8
图表 11	2013 年高价酱油渗透率同比增长 22%.....	8
图表 12	预计 17 年酱油收入较 12 年增长 108%.....	9
图表 13	预计 17 年酱油产量较 12 年增长 43%.....	9
图表 14	未来 5 年居民家庭消费酱油年均增速最高	9
图表 15	17 年酱油在居民家庭消费比例将提至 40%.....	9
图表 16	预计未来五年酱油销量以每年 7.5%的速度增长	9
图表 17	酱油收入及产量 CAGR 分别为 26.6%与 17.5%	10
图表 18	产品结构使酱油价格提升 5%	10
图表 19	2009-2012 年公司收入 CAGR 为 16.4%.....	11
图表 20	2009-2012 年公司净利 CAGR 为 19.6%.....	11
图表 21	2013 年海天销售渠道地级与县级分别开发 90%与 50%.....	11
图表 22	1H13 年海天西部区域销售收入占比 7.3%.....	12
图表 23	13 年海天招聘西部地区销售人员占比 30%.....	12
图表 24	13 年居民家庭在 KA 卖场调味品花费金额占比最高	13
图表 25	一、二、三线城市 KA 卖场为居民家庭购买调味品主要渠道	13

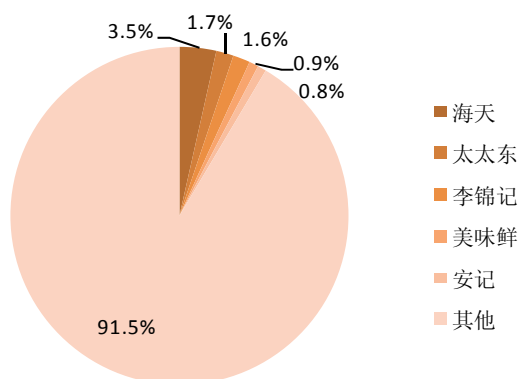
图表 26	海天草菇老抽、金标生抽升至特级酱油	14
图表 27	海天重点推广“老字号”零添加酱油	14
图表 28	海天推出中低端品牌“一虎”老抽	14
图表 29	海天推出中低端品牌“一虎”生抽	14
图表 30	海天酱油零售价（500ml）与竞争对手比较 价格（元）	15
图表 31	除 2011 年外海天广告费用率稳中略降	16
图表 32	除 2011 年外海天广告费用率低于竞争对手	16
图表 33	海天酱油毛利率高于竞争对手	16
图表 34	2012 年海天调味品产能显著高于竞争对手	16
图表 35	2011 年海天专利总数高于竞争对手	17
图表 36	2013 年海天专利数量较 2011 年大幅增加	17
图表 37	2011 年海天研发员工数量与占比均高于竞争对手	17
图表 38	2011 年海天研发支出 1.88 亿，远高于竞争对手	17
图表 39	海天产品主要销售渠道	18
图表 40	海天经销商管理能力高于中炬、加加	18
图表 41	2009-2012 年蚝油市场 CAGR 约为 18%	19
图表 42	海天蚝油 09-12 年收入 CAGR 为 25%	19
图表 43	08-12 年调味酱行业收入 CAGR 为 29%	20
图表 44	海天调味酱 09-12 年收入 CAGR 为 24%	20
图表 45	海天目前产能情况	20
图表 46	海天 150 万吨调味品产能扩张计划	21
图表 47	盈利预测关键假设	22
图表 48	可比公司估值情况	22

一、公司简介：市占率最高的酱油龙头

1.1 公司概况：历史悠久，行业龙头

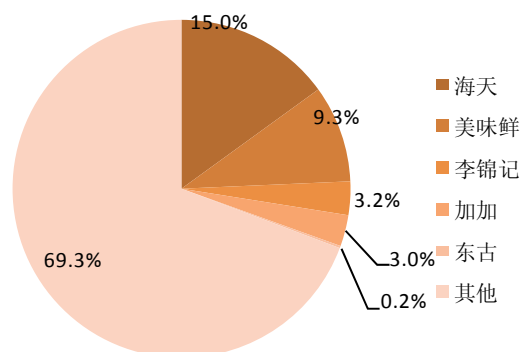
海天溯源于“佛山古酱园”，得名于“海天（古）酱园”，距今已有 300 余年历史。1955 年由 25 家实力卓著的古酱园组建为“海天酱油厂”，1995 年由全民所有制改为有限公司佛山海天，2010 年 11 月整体改制为股份有限公司，2014 年将在上交所首发上市。公司主生产经营调味品，主要产品是酱油，同时生产蚝油与调味酱。公司是调味品行业龙头，2012 年调味品企业收入排名第一，占行业收入 3.5%；酱油产量排名第一，占全国酱油产量 15.0%。

图表1 2012年海天占调味品行业收入3.6%



资料来源：平安证券研究所、中国调味品协会

图表2 2012年海天酱油产量占全国15%

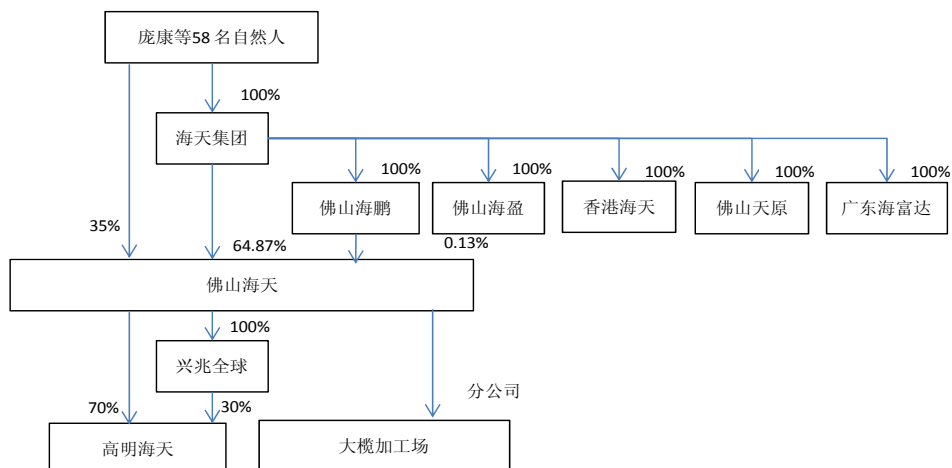


资料来源：平安证券研究所、中国调味品协会

1.2 股东结构

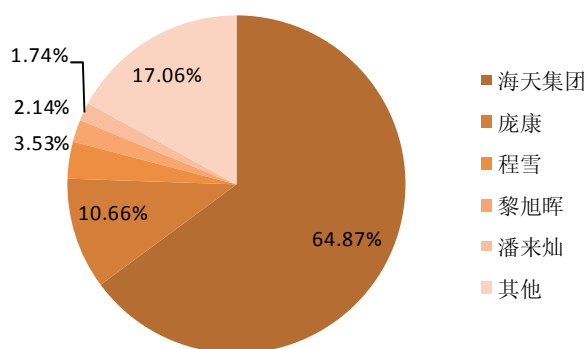
股份的发起人为佛山海天与佛山海鹏，设立时分别持有 99.8%与 0.2%的股份。截止 2013 年 12 月，海天集团持有公司 64.87%的股份，公司 58 位自然人持有公司 35%的股份，其中海天实际控制人庞康直接持股比例达 10.66%。预计发行后海天集团持股比例降至 58.4%，股权仍较集中。

图表3 海天股权结构：实际控制人庞康，持海天10.66%的股权



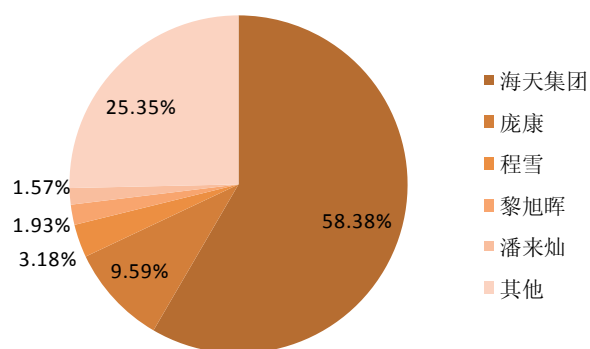
资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

图表4 发行前海天集团持股比例为64.87%



资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

图表5 预计发行后海天集团持股比例为58.4%

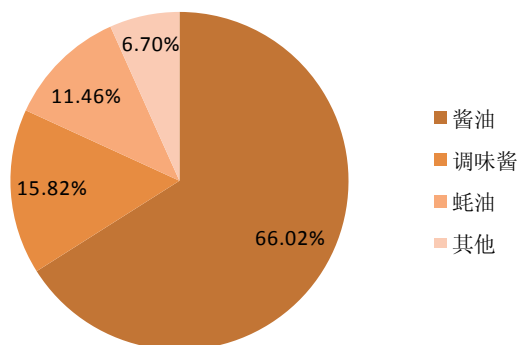


资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

1.3 业务概况：酱油是收入与利润主要来源

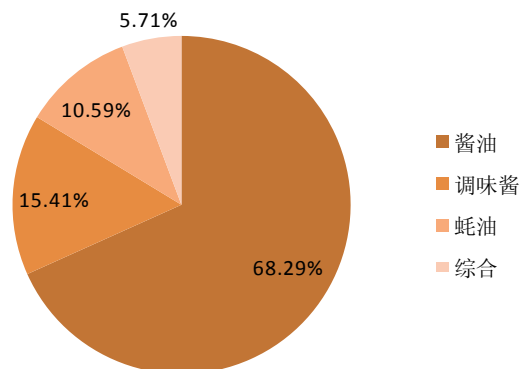
海天是我国规模最大的调味品企业，2012 年公司收入 70.7 亿，净利 12.08 亿，毛利率 37.3%，销量 143.7 万吨。海天主业是酱油、调味酱与蚝油，截止 1H2013 分别占公司收入的 66.0%、15.8% 与 11.5%，占公司毛利的 68.3%、15.4% 与 10.6%。酱油是公司收入与利润的主要来源。

图表6 1H2013年酱油占公司营收66%



资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

图表7 1H2013年酱油占公司毛利的68%



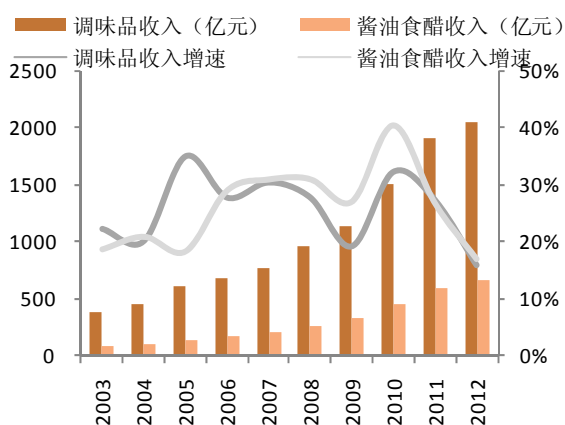
资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

二、酱油：量价齐升仍可推动行业营收五年翻倍

2.1 行业概况：酱醋行业过去十年收入 CAGR24%，高于调味品增速

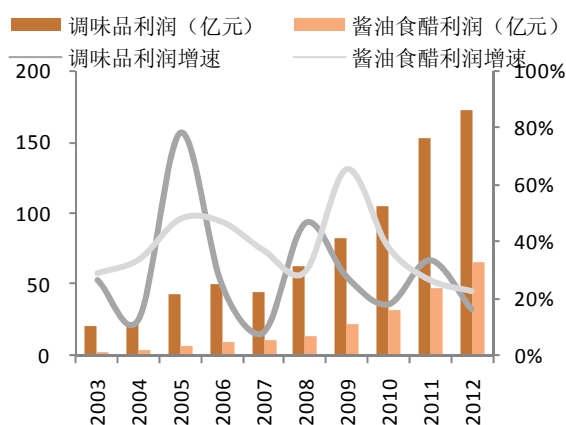
2012 年酱醋行业收入为 667.6 亿，利润 66.8 亿，利润率为 10.0%，高于调味品行业的 8.4%。过去十年中酱醋行业收入、利润 CAGR 分别为 24.2%与 40.8%，均高于调味品行业 20.6%与 26.2%的复合增速。12 年酱油产量 700 万吨，占酱油醋及类似品产量的 70%左右，占整个调味品产量的 47%以上。

图表8 过去十年酱油食醋收入CAGR为24.2%，高于调味品20.6%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表9 过去十年酱油食醋利润CAGR为40.8%，高于调味品26.2%



资料来源：平安证券研究所、Wind

2.2 行业量价齐升，成长逻辑清晰

- 消费量提升：下游行业需求与酱油结构变化推动消费量增长

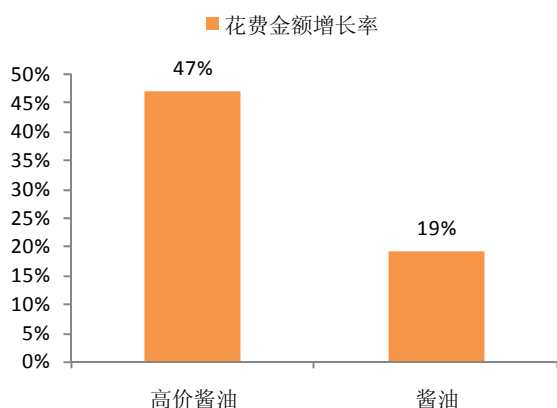
酱油需求增长来源于：（1）人均收入提升以及消费习惯的改变带动人均酱油用量提升，表现为酱油在餐饮业、食品加工业收入增加以及居民家庭消费酱油金额的增长。（2）酱油对味精产生替代作用带来需求转移；（3）产品结构发生变化：生抽（低盐）对老抽（高盐）的取代，盐度降低增加了酱油使用用量；酱油功能的细分（红烧酱油、凉拌酱油等）使得消费者购买多瓶酱油来满足烹饪需求，酱油购买量上升。往未来看，以上因素仍将继续发挥作用，随着人均收入的提升，更多的消费需求将被释放将带动酱油行业进一步发展。

■ 结构升级：高端产品推动酱油价格稳定增长

驱动酱油价格提升的主要因素是消费结构升级。过去酱油产品发生两个显著变化：氨基酸态氮含量较高的高品质酱油取代低品质酱油，专业化功能酱油（如蒸鱼酱油、凉拌酱油）的出现满足消费者多样化的需求。往未来看，高品质酱油与专业化功能酱油依然可以带动行业价格稳定增长，两个驱动因素依然会作用于酱油市场。预计天然化概念酱油很可能再掀起产品结构升级的浪潮。

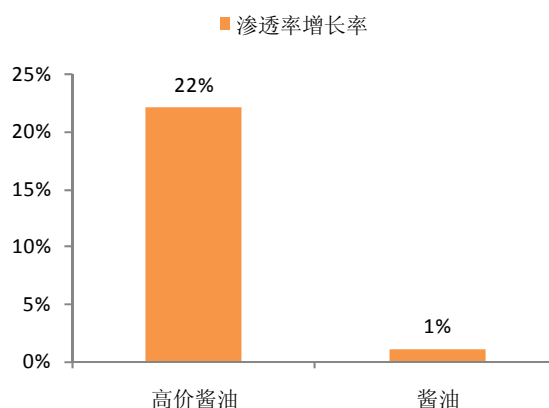
产品高端化是未来发展趋势。一方面来源于消费者对健康理念与风味美食的追求，另一方面来源于酱油消费频次较一般快消品低，消费者对价格敏感性不高。目前酱油高端市场正处于快速发展阶段，13年居民家庭高价酱油（零售价>8元/500ml）市场占有率达23%，花费金额同比增长47%，远高于酱油消费金额19%的增速。13年高价酱油渗透率增速为22%，也远高于酱油1%的增速预计未来高端、高价酱油继续保持高增长。

图表10 2013年高价酱油花费金额同比增长47%



资料来源：平安证券研究所、CTR

图表11 2013年高价酱油渗透率同比增长22%

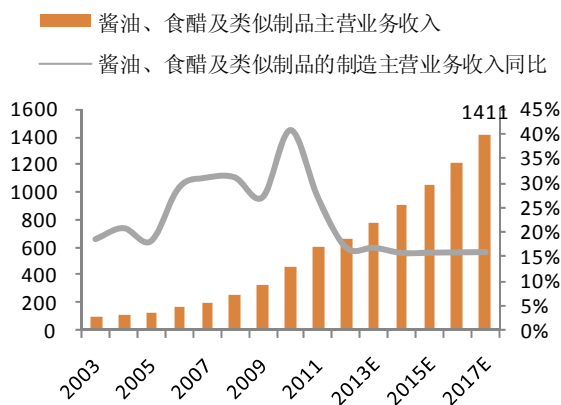


资料来源：平安证券研究所、CTR

2.3 预计行业营收五年翻倍增长

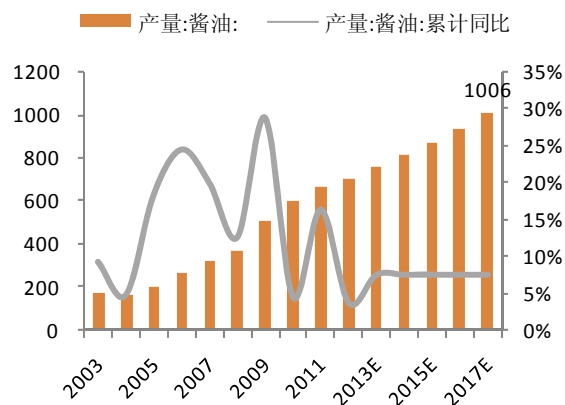
未来5年酱油行业将以年均16.1%的速度增长。到2017年收入将达到1411亿元，比2012年增长111%。酱油产量将会以每年7.5%的速度增长，2017年酱油产量将达1006万吨，比2012年增长43%。

图表12 预计17年酱油收入较12年增长108%



资料来源：平安证券研究所、Wind

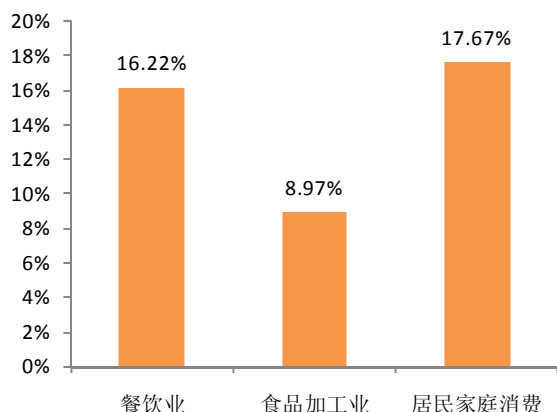
图表13 预计17年酱油产量较12年增长43%



资料来源：平安证券研究所、Wind

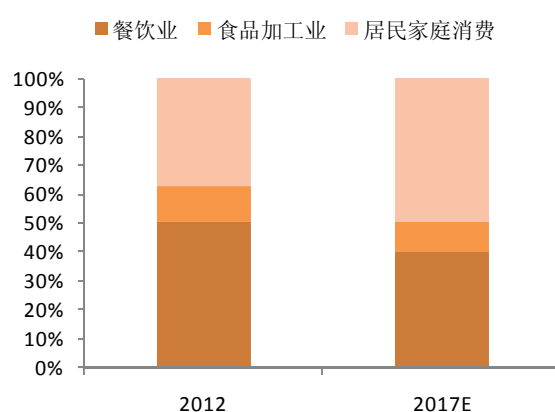
居民家庭消费酱油年均增速最高。未来五年预计餐饮业、食品加工业、居民家庭消费复合增速分别为16.2%、9.0%与17.7%，居民家庭消费酱油年均增速最高，三者结构比例将由原来的4：1：3变为5：1：4，居民家庭消费比重增加。

图表14 未来5年居民家庭消费酱油年均增速最高



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表15 17年酱油在居民家庭消费比例将提至40%



资料来源：平安证券研究所、Wind

■ 未来五年酱油销量将以每年7.5%的速度增长。

分行业看，酱油需求来自于餐饮业、食品加工业与居民家庭消费，目前三者比例大概为 4：1：3。按十八大报告中计划 2020 年人均收入翻番测算，下游三个行业的发展将分别带来酱油需求量每年 8.1%、5.3%、7.5%的增长。

图表16 预计未来五年酱油销量以每年7.5%的速度增长

	行业收入增速	饮食消费量增速	酱油需求量增速
餐饮业	9.7%	5.9%	8.1%
食品加工业	6.8%	3.2%	5.3%

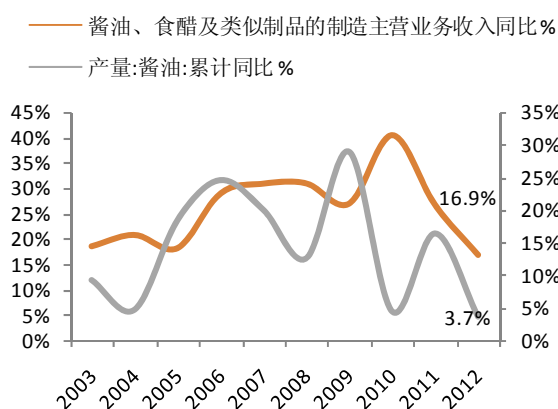
	行业收入增速	饮食消费量增速	酱油需求量增速
居民家庭消费	8.5%	5.4%	7.5%
综合	8.9%	5.4%	7.5%

资料来源：平安证券研究所、wind

■ 预计酱油价格未来五年复合增速为8.5%

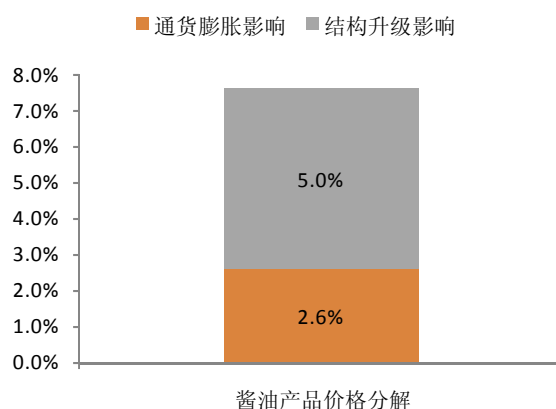
基本逻辑是：结构升级与通货膨胀因素共同决定产品价格，而价格又可由产量与收入来测算。由此推算过去五年结构升级带来价格每年5%的增长。产品结构升级表现在：一方面，行业集中度提升，大型企业挤占小公司市场份额带来中高档产品占比增加；另一方面，产品高端化是发展趋势，企业自发提高中高端产品生产比重。往未来看，两个因素仍将继续发挥作用，假设CPI以3.5%比例增长，未来五年酱油价格复合增速在8.5%左右。

图表17 酱油收入及产量CAGR分别为26.6%与17.5%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表18 产品结构使酱油价格提升5%



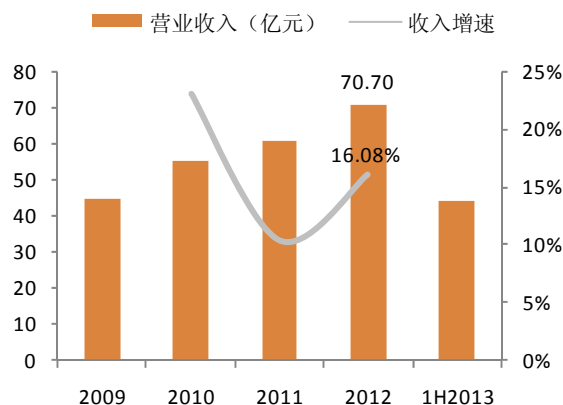
资料来源：平安证券研究所、wind

三、海天酱油：渠道、产品双驱动，竞争优势造龙头

3.1 渠道扩张&深耕、产品优化推动营收增长

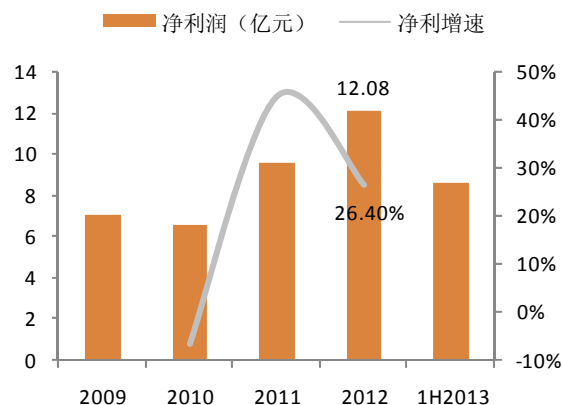
受益于渠道扩张与深耕、产品结构优化，海天成长为行业龙头。公司从资源、产量、规模上均为行业第一，2009-2012年收入与利润CAGR分别为16.4%与19.6%。未来公司将把握行业发展趋势：进一步下沉渠道以提高市场占有率，保持餐饮渠道优势地位的同时开拓KA渠道，抢占家庭消费市场；优化产品结构以适应消费发展趋势。

图表19 2009-2012年公司收入CAGR为16.4%



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表20 2009-2012年公司净利CAGR为19.6%



资料来源：平安证券研究所、公开资料

■ 渠道区域：全国化布局，密集化发展

公司全国化布局销售渠道，利于提高市场占有率。海天销售渠道的广度与深度行业第一，庞大的经销商数量能够保证商超、农批等主要渠道都有海天产品，利于公司市场占有率的提高。截止 2013 年底，海天有 2100 家经销商，12000 家分销商/联盟商，零售终端达 50 万个，设 5 个营销中心、20 个销售大区、110 个销售部、350 个销售组或销售办事处。31 省会和直辖市 100%覆盖，320 个地级市 90%覆盖，2000 多个行政区划县 50%覆盖。横向比较，规模远高于中炬、加加；纵向比较，2013 年经销商、分销商数量分别较 2011 年增长 40%、140%，达到真正的全国化布局。

图表21 2013年海天销售渠道地级与县级分别开发90%与50%

渠道	2011 年	2013 年
渠道广度	1500 多家经销商、5000 多家分销商、40 万零售终端	2100 多家经销商、12000 多家分销商/联盟商、50 万零售终端
渠道深度	地市经销商开发率 90%，县级经销商开发率 45%	地市级市场开发率 90%，县级市场开发率 50%
重点销售区域	全国	全国

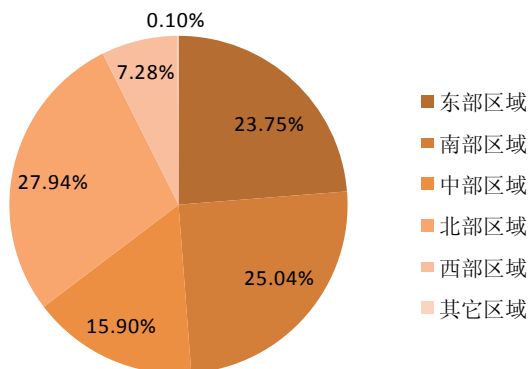
资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

从渠道深度来看，海天采取地市级市场深度开发，县级市场循序渐进逐步扩张的策略。公司已经建立起遍布 31 个省、自治区、直辖市的销售网络，未来对于不同级别地区渠道采取不同开发方式。地市级市场已覆盖 90%区域，虽然覆盖率与 2011 年相同，但是同区域内经销商数量变多，销售网络更加密集化。未来将采取深耕细作，深度开发的战略，立足于开发市区批发、KA、农贸市场、BC 店和周边乡镇五大板块的空白点以及对板块内市场的精细化开发，扩大产品在该区域的销售。对于已覆盖 50%的县级市场，采取从大到小、循序渐进的原则，先把销售网络延伸到县级市场，再通过分销体系下沉至乡、镇、农村。与中炬高新的“定点突破”战略不同，海天采取“由大至小，逐级下沉”策略。该策略可以使海天迅速实现市场拓展，提高市场占有率，在未来消费升级大浪潮席卷而来时率先受益。

从销售区域的广度看，海天将发力于西部地区。调味品行业正处于跑马圈地阶段，产品优秀、渠道

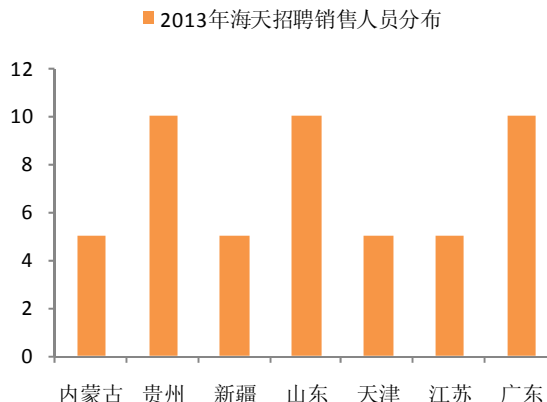
广泛、营销能力强的品牌具有扩张潜力。从地区上看，东部、中部与南部地区销售占比接近 80%，深度分销程度较高，而中西部地区占比 23%左右，人均消费低的省份均为空白和待开发市场。尤其是西部地区地域偏远，人口稀少，市场规模较小，一直是调味品行业待开发地区。粗略测算海天在西部占有率约为 8%，与行业 15%的占有率相比提升空间大。而且西部缺少强势酱油品牌，海天具有提高西部地区市场占有率的能力。从 13 年人员招聘信息上可以看出，海天已加大对西部地区的销售投入，2013 年西部地区（新疆、贵州）新招聘销售人员占总招聘销售人员的 30%，海天已经在发力西部市场。

图表22 1H13年海天西部区域销售收入占比7.3%



资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

图表23 13年海天招聘西部地区销售人员占比30%



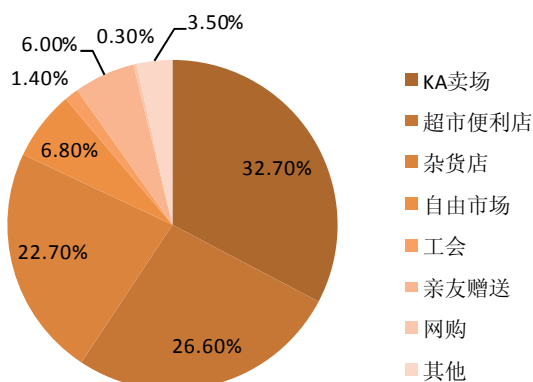
资料来源：平安证券研究所、海天官网

■ 渠道类型：保持餐饮渠道优势，重点发展商超渠道

海天过去主打餐饮渠道，抢占酱油消费市场。目前酱油在餐饮业中收入占总收入 50%，是酱油需求主要来源。餐饮业使用老抽居多，海天凭借草菇老抽打开市场并迅速扩张，建立在餐饮业中的绝对强势地位。海天 70%收入来源于餐饮渠道，国内市场酱油巨头均采取与海天回避的策略：李锦记主打高端餐饮与海天错位竞争；中炬高新（厨邦、美味鲜）主打商超以避免与海天正面冲突；加加以农村传统流通渠道为主，近期开发餐饮业但寻找市场缝隙，从地方连锁店渗透，也不与海天竞争。未来餐饮业仍是酱油需求的主要来源，餐饮渠道将会继续支持海天成长。

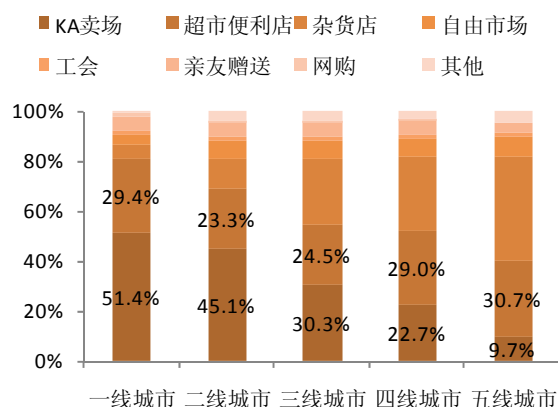
未来居民家庭将成为酱油消费的主力军，KA 是重点渠道。未来五年酱油在居民家庭消费中收入年复合增速将达 17.7%，增速高于餐饮业与食品加工业，居民家庭将成为酱油消费的主力军。从居民家庭购买调味品的渠道来看，KA 卖场已成为重要的现代通路。13 年 KA 卖场调味品销售额占家庭购买调味品的 32.7%，占比最高。现代通路（KA 卖场与超市便利店）合计占比近 60%，同比增长 15%。分城市级别看，一线（北、上、广、深）、二线（省会城市）、三线（地级市）城市 KA 卖场为居民家庭购买调味品的主要渠道，而四线（县级市）、五线（县城）城市中传统杂货店仍占据主要销售通路。

图表24 13年居民家庭在KA卖场调味品花费金额占比最高



资料来源：平安证券研究所、CTR

图表25 一、二、三线城市KA卖场为居民家庭购买调味品主要渠道



资料来源：平安证券研究所、CTR

海天未来将重点发展商超渠道。海天紧紧把握行业发展趋势，已在重要的一类城市的设置了 KA 销售组，培养专人管理 KA 渠道业务，重点发展具备 KA 网络优势的专业经销商。目前公司已有 200 多家专业 KA 经销商，重点突破 KA 渠道。目前海天酱油在居民家庭酱油消费中占比仅为 11%，预计商超渠道的拓展将带来公司收入的大幅提升。

■ 产品优化：主推高端产品，辅推中低端品牌

➤ 结构升级：重点发展中高端产品，在原有区域抢占竞争对手份额

我们认为，未来海天酱油产品将加大结构升级力度，通过强化明星产品与推广新产品的组合，以高端产品适应行业发展趋势，抢占市场。具体表现为：（1）提高中高端酱油占比，海天已将原有明星产品草菇老抽与金标生抽升级为特级草菇老抽与特级金标生抽；（2）加强新品研发，抢占超高端市场。目前海天已推出“海天老字号”高端系列酱油，主打不含添加剂、防腐剂的天然化概念，零售价格 30 元/500ml，定位高端消费群体。公司计划把“海天老字号”打造成于目前海天而言相对独立的品牌，通过加大经销商奖励、强化对经销商支持力度等措施来加强新品推广。从公司对待新品政策与投入力度判断，“老字号”系列将成为未来公司发展重点产品。

预计公司将继续加大高端产品占生产产品的比重，以提升毛利率水平。公司通过技术手段逐步提高产品品质，根据市场的需求变化积极研发新产品，以避免在低端市场与其它厂商及小作坊过度竞争而影响公司毛利水平及市场形象。海天上市后，会针对客户需求推出新品，以“海天老字号”为开端，未来将会针对不同客户需求推出口味更广泛的调味品。

图表26 海天草菇老抽、金标生抽升至特级酱油



资料来源：平安证券研究所、海天官网

图表27 海天重点推广“老字号”零添加酱油



资料来源：平安证券研究所、海天官网

➤ 辅助发展中低端“一虎”品牌，占领县级农村市场

海天销售区域大多为县级农村市场，居民消费能力弱于城镇居民，产品设置以中低端为主。为此，海天推出“一虎”品牌，零售价在 4-6 元/500ml，以“便宜、实惠”为卖点，力争打开县级农村市场，以迎接土地流转释放财富带来的农村消费浪潮。该市场对手仅有加加，竞争较少，极易占领。”“一虎”品牌在海天全国化布局战略中起到农村市场“先锋军”的作用，抢在其它品牌之前占领农村消费者心智定位，其本身中低端定位与调味品高端化的趋势相违背，因此我们判断“一虎”只是公司阶段性战略产品，并非公司重点发展对象。

图表28 海天推出中低端品牌“一虎”老抽



资料来源：平安证券研究所、海天官网

图表29 海天推出中低端品牌“一虎”生抽



资料来源：平安证券研究所、海天官网

3.2 产品、规模、技术、管理模式凸显竞争优势

■ 产品优势：结构定位利发展，品牌效应促成长

➤ 海天产品结构以中端为主，符合公司发展战略

海天定位中端市场，服务大众消费者。产品结构定位要服从于公司发展战略。海天计划发展成为全国性调味品企业，其产品受众对象广泛，因而产品结构定位于中端，以适应大多数消费者；与海天不同，中炬高新走差异化路线，抓住鲜味酱油发展趋势，主打中高端产品与海天错位竞争；珠江桥酱油出口转内销，以高品质酱油为卖点，从一线城市高消费群体开始推广，产品也以中高端为主；加加采取“农村包围城市”战略，主打县级农村市场，因而产品结构偏向于中低端。目前海天高、中、低档产品比例约为 1：6：3，我们认为其结构定位符合公司发展战略，预计未来结构升级，三者比例会变为 2：6：2。

图表30 海天酱油零售价（500ml）与竞争对手比较 价格（元）

海天			珠江桥		厨邦		加加	
	品种	价格	品种	价格	品种	价格	品种	价格
高端 酱油	双璜生抽	10.0	特级御品鲜	15.8	酿造儿童酱油	11.9	酿造	22.0
	特级草菇老抽	9.0	特级醇酱油	12.2	特级鲜	15.9	面条鲜	8.0
	特级金标生抽	9.0	金标生抽王	12.0	海鲜酱油	8.5	特级金标生抽	9.5
中端 酱油	草菇老抽	6.9	精酿鲜味酱油	3.9	美味鲜	4.5	老抽王	6.0
	金标生抽	7.0	特级金标生抽	5.9	金品生抽	6.6	草菇老抽	6.8
	凉拌酱油	7.6	/	/	/	/	红烧酱油	5.5

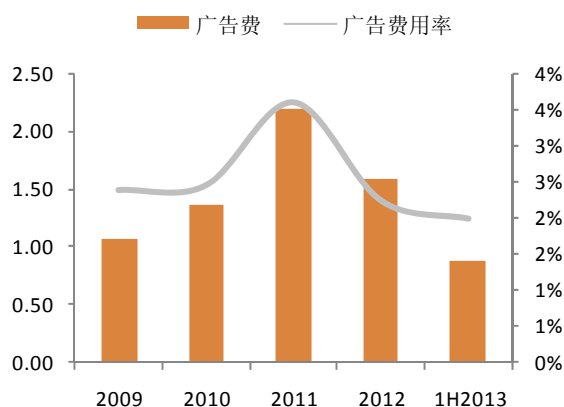
资料来源：平安证券研究所、天猫商城、海天旗舰店

➤ 行业第一品牌助力公司获得消费溢价

公司通过品牌建设，控制消费偏好，以获得消费者支付溢价。1994 年海天就率先提出品牌发展战略，通过品牌形象的推广，加强产品在消费者心中定位。公司将品牌建设融入业务发展过程中，“海天”品牌先后获得“驰名商标”、“中华老字号”、“最具市场竞争力品牌”、“中国名牌产品”等多个奖项，2010 年“海天”被认定为酱油行业标志性品牌。品牌可以通过控制消费者偏好来获得消费溢价，因而也是公司的竞争优势。

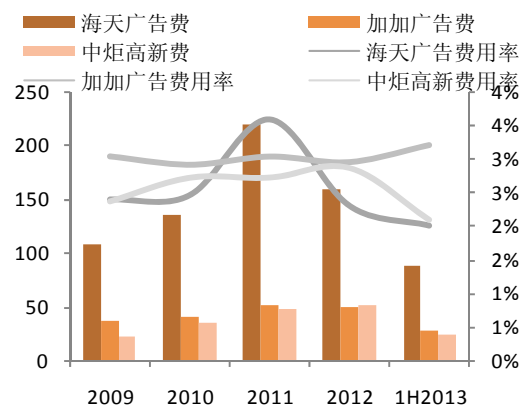
预计广告费用率将延续下降趋势。公司与央视联姻 12 年，通过央视及地方台的广告、报纸、媒体、赞助活动等形式宣传“海天”品牌，不断提升公司品牌知名度和美誉度。2011 年由于广告投入力度加大，公司广告宣传费用率大幅提升。除 2011 年外广告费用率均低于竞争对手，源于海天随着各地市场销售情况及时调整广告投放策略：在竞争缓和地区，以广告牌、广告语等宣传标识为主，目的是建立品牌形象，占领消费者心智定位；在竞争激烈地区，则采取细致化、差异化的宣传活动，包括促销、冠名活动、公益宣传等方式，力图通过提高品牌辨识度来区别竞争对手，以实现市场份额的提升。我们认为未来海天可以通过广告宣传的结构化调整来降低广告费用率，预计未来将延续下降趋势，14 年达到 1.8%左右。

图表31 除2011年外海天广告费用率稳中略降



资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

图表32 除2011年外海天广告费用率低于竞争对手

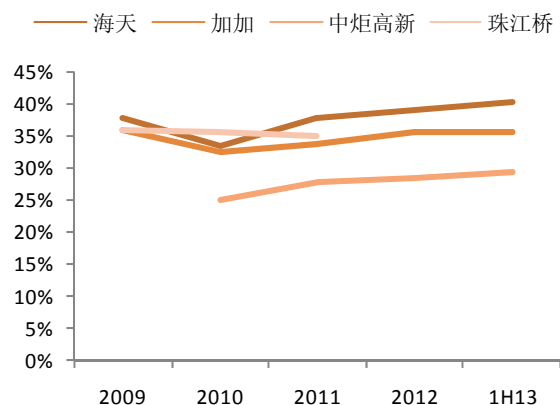


资料来源：平安证券研究所、公司年报

■ 规模优势：海天产品毛利率高于竞争对手

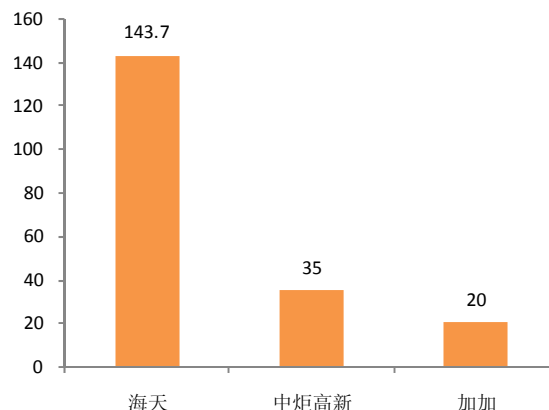
截止 2013 年底，海天调味品产能 143.7 万吨，远远高于竞争对手。高明厂区 150 万吨调味品产能的扩建将扩大公司的规模优势。一方面大规模生产利于生产效率的提升，单位成本的降低；另一方面规模优势与品牌优势共同作用增加海天市场影响力，产品定价成为行业标杆，其他品牌同档次酱油价格一般会略低于海天以提升自己产品竞争优势。单位成本降低与吨价提高二者共同决定了海天产品毛利率高于竞争对手。

图表33 海天酱油毛利率高于竞争对手



资料来源：平安证券研究所、公司年报

图表34 2012年海天调味品产能显著高于竞争对手



资料来源：平安证券研究所、公司年报

■ 技术优势：强大研发实力利于产品创新

海天研发实力雄厚，公司设有技术研发一部、技术研发二部和菌种研究中心，一方面基于以往产品进行创新，维持金标生抽等历史悠久的拳头产品的口味优势，另一方面也基于市场需求推出新产品，如“海天小小盐”“海天老字号”系列等。

海天的技术优势表现为众多的专利数量与制定行业规则的市场地位。专利数量方面：横向比较，2011 年海天专利绝对数量均高于行业其他公司。纵向比较，海天 13 年专利数量较 11 年增加了 277%，表明公司近两年研发成果显著；制定行业规则的市场地位表现在海天参与制订国家标准 3 项、行业标准

1项，均高于竞争对手。

图表35 2011年海天专利总数高于竞争对手

	专利总数	发明专利	实用新型专利	外观设计专利
海天	49	11	36	2
珠江桥	29	0	1	28
加加	11	0	5	6

资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

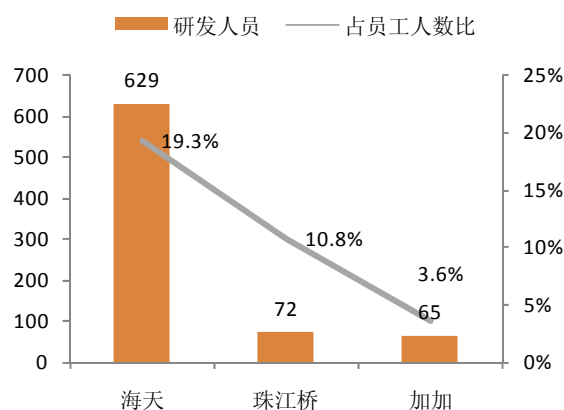
图表36 2013年海天专利数量较2011年大幅增加

	专利总数	发明专利	实用新型专利	外观设计专利
2011	49	11	36	2
2013	184	38	126	20
增长率	275.51%	245.45%	250.00%	900.00%

资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

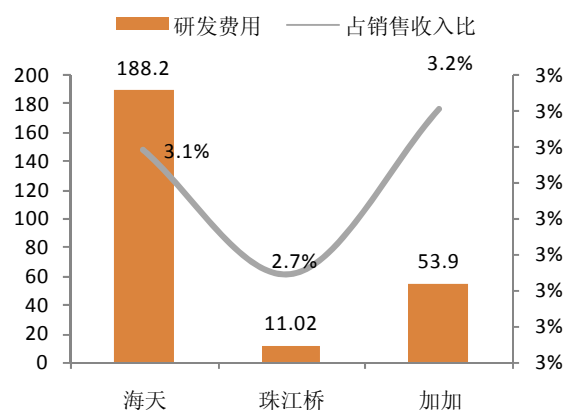
技术实力来源于高研发投入。横向比较，2011年海天研发人员、研发支出绝对数量均远高于行业竞争对手；纵向比较，2013年海天研发人员数量较2011年增长20%，2012研发支出较2011年增长29%，可见公司特别注重研发实力的积累。

图表37 2011年海天研发员工数量与占比均高于竞争对手



资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表38 2011年海天研发支出1.88亿，远高于竞争对手

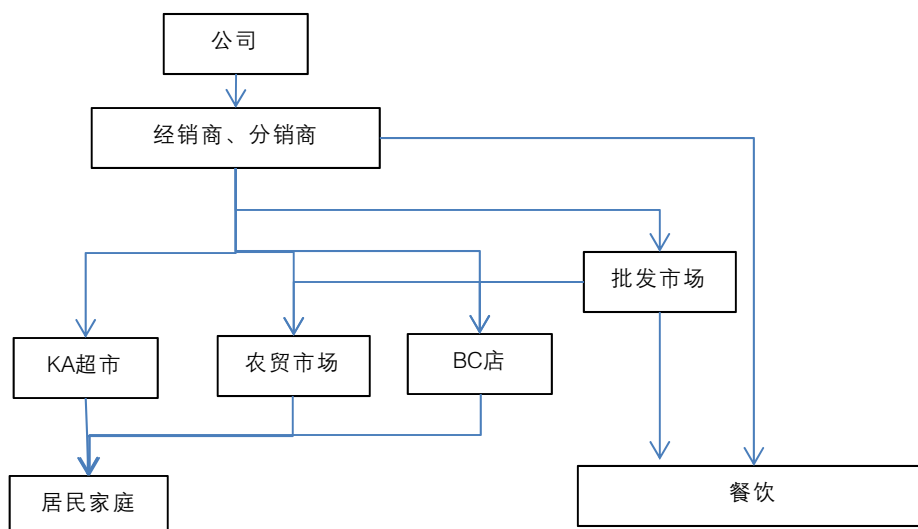


资料来源：平安证券研究所、公司公告

■ 管理优势：渠道精细化管理利于库存控制及深度分销

海天采取全经销模式，本身不直接面对终端销售。居民家庭消费者可以通过KA超市、BC店、农贸市场等渠道购买公司产品，餐饮店则由经销商供货或从批发市场上获得。这与中炬高新、珠江桥经销模式有着明显不同。

图表39 海天产品主要销售渠道



资料来源：平安证券研究所、海天官网

海天按渠道设立经销商、按区域划定销售范围的原则保证经销商更专业、更有效地开发市场。公司按不同销售渠道分别设立经销商，以更有效发挥经销商的专长，使经销商将其负责的渠道做深做透。公司设立经销商时会根据其市场覆盖能力和市场需求情况来划定经销区域，而并非按城市来简单划定，这样可以使经销商更有效地管理和开发市场。

精细化管理易于对库存控制。海天经销商由海天统一管理，以周为单位协调采购和仓储环节，当库存低于警戒库存要求经销商备货，当库存过高立刻协助经销商加强销售，加快库存周转，形成了周打款、周订单的操作模式。该模式优点：（1）公司对库存控制能力强，利于产品周转。虽然经销商毛利率低（比中炬低大概5个百分点），但是周转次数快于竞争对手，因而经销商年利润率很高。（2）海天对渠道精细化管理，经销商只需要投入较少的人力及物力，成本较低。（3）严格的库存控制从源头上遏制了串货等现象的发生。因此我们判断海天对渠道的精细化管理有助于公司及经销商盈利能力的持续提高，最终实现两者共同成长。

图表40 海天经销商管理能力高于中炬、加加

	海天	中炬高新	加加
渠道类型	商超 30%，餐饮 70%	传统渠道 70%，商超 25%，餐饮 5%	一线商超餐饮较弱
周转情况	周转快	周转低于海天	周转低于海天
经销商利润	经销商 10%，分销商 6%	经销商 15%，分销商 10%	经销商 30%
经销商议价能力	预收款 5%–7%	预收款 3%–5%	预收款 3%–5%
经销商类型	经销商跟随海天一齐做大	当地实力派经销商	90%以上的经销商都是中小经销商
和经销商关系	厂商控制较强，话语权比较强	平等亲密合作关系	平等亲密合作关系

资料来源：平安证券研究所、公开资料

双经销商管理制度助于海天深度分销。海天同一规模以上区域市场设两个以上经销商，该制度体现了海天掌握主动权的经销思想。多家经销商在同一区域内铺货，使得经销商产生相互竞争。这种管

理方法使得海天的二级分销得以在广泛的渠道和区域上完成覆盖、再覆盖，所以海天只用了极少的代价便完成了深度分销工作。但该制度对海天会产生两个不利影响：（1）易形成经销商之间恶性竞争。（2）垄断当地市场的实力派经销商不会与海天合作。该制度未来仍有助于海天的渠道建设，但影响会随着分销程度的提高而减弱。

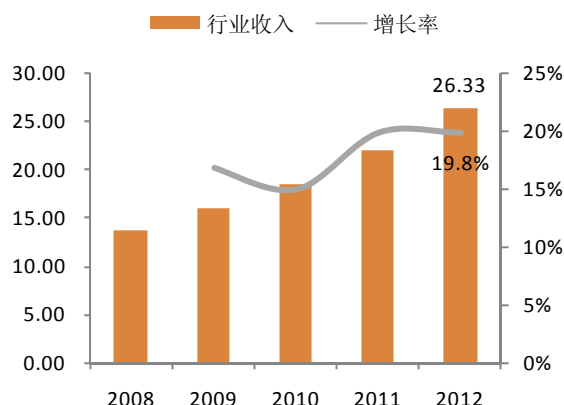
四、其他业务：多品类扩张抢占细分市场

4.1 蚝油：定位中端，与李锦记差异化竞争

居民收入提升及饮食习惯渗透促进蚝油市场发展。蚝油市场 12 年规模约为 26 亿，09-12 年复合增速约为 18%。蚝油市场成长的原因有二：一方面蚝油作为一种中高档调味料，价格定位较高，但随着居民收入和生活水平提高，蚝油价格正在被普通家庭所接受。另一方面，随着各地饮食习惯的渗透，蚝油也正在经历由广东地区性产品向全国性产品发展的过程。预计未来五年，蚝油行业收入增长率仍会维持在 16% 以上。

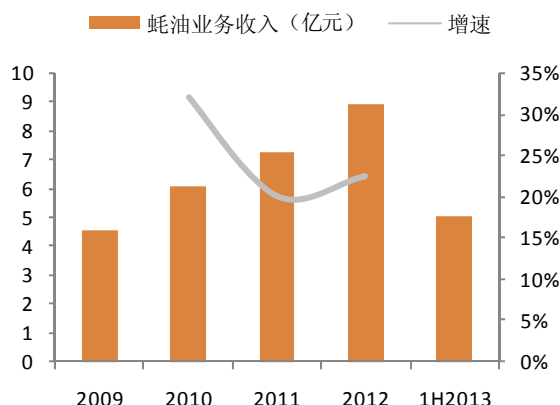
海天发力中端蚝油市场，与李锦记形成差异竞争。海天蚝油市场占有率第一，09-12 年收入增速 CAGR 为 25%，要高于行业。目前蚝油市场竞争较小，蚝油由李锦记创造，但是市场份额海天最大。比较来看，李锦记蚝油定位高端，海天定位中端，与李锦记形成差异竞争。预计在本来竞争不激烈的蚝油市场上，海天借助原有渠道优势，很容易抢占市场份额。

图表41 2009-2012年蚝油市场CAGR约为18%



资料来源：平安证券研究所、中国调味品协会

图表42 海天蚝油09-12年收入CAGR为25%



资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

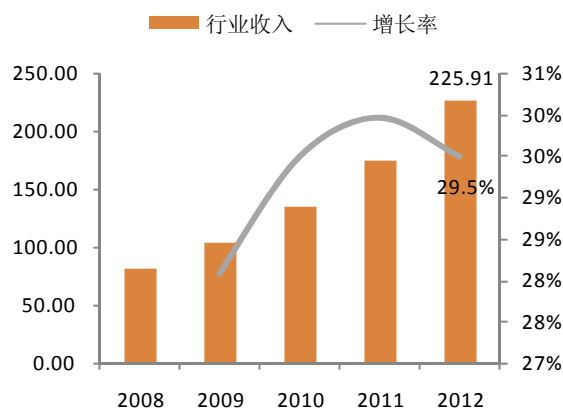
4.2 调味酱：把握全国化趋势，抢占酱料市场

消费习惯的改变是调味酱行业发展的根本原因。调味酱 12 年规模约有 226 亿，08-12 年行业收入增速为 29%，调味酱行业的发展来源于消费习惯的改变，表现为两方面：（1）农村人口向城镇转移带来消费方式的变化；（2）调味酱即具有调味功能，又具有佐餐功能，快捷的生活方式放大调味酱的佐餐功能，使得行业需求增加。

海天抓住黄豆酱向全国扩散的趋势，主推黄豆酱抢占市场。海天调味酱市场占有率第二，过去四年收入 CAGR 为 24%，略低于行业增速。海天在调味酱市场份额约为 4.6%，低于调味酱龙头老干妈 17% 的市占率。海天与老干妈差异在于酱料口味不同，老干妈主打辣椒酱，海天主打黄豆酱。而驱

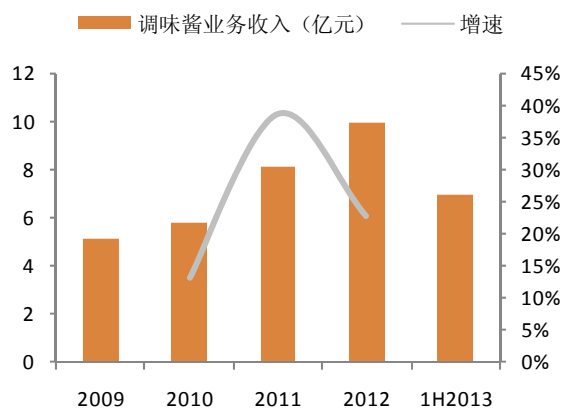
动海天调味酱成长的因素在于各地饮食习惯开始渗透，黄豆酱有取代甜面酱的趋势，海天抓住黄豆酱向全国扩散的机遇，积极推广，使得黄豆酱收入增速加快。

图表43 08-12年调味酱行业收入CAGR为29%



资料来源：平安证券研究所、中国调味品协会

图表44 海天调味酱09-12年收入CAGR为24%



资料来源：平安证券研究所、海天招股说明书

五、募投项目：推动产能扩张，提升并购能力

5.1 募投项目突破产能瓶颈

公司拟公开发行不超过 7900 万股，计划募集资金 18.57 亿，用于投资海天高明 150 万吨酱油调味品扩建工程。截至 2013 年 11 月，海天调味品产能 148.5 万吨，其中酱油、调味酱、蚝油分别为 112、13.5、23 万吨，远超同行业竞争对手。由于产能受限，近几年产量增长缓慢，13 年产能利用率在 96%以上。公司扩建完成后，扣除转产，2015 年公司酱油产能将达到 184.8 万吨，调味酱产能将达到 30.2 万吨，估计酱油市场占有率可达 21%。募投项目突破公司产能瓶颈，为收入增长提供保证。

图表45 海天目前产能情况

	2009	2010	2011	2012	2013(1-11)
总产能(万吨)	105.30	116.00	124.40	143.7	148.5
酱油	88.40	93.80	95.00	108.0	112.0
调味酱	7.10	7.20	11.20	13.7	13.5
蚝油	9.80	15.00	18.20	22.0	23.0
实际产量 (万吨)	101.45	117.95	122.90	140.5	143.4
酱油	82.58	93.84	93.90	105.3	107.8
调味酱	7.75	8.40	11.02	13.5	12.7
蚝油	11.11	15.71	17.98	21.7	23.0
销量 (万吨)	96.68	116.39	117.70	136.7	142.9
酱油	79.15	93.48	89.76	102.6	106.7
调味酱	6.94	8.02	10.81	13.0	13.1
蚝油	10.59	14.89	17.13	21.0	23.1
产能利用率	96.34%	101.68%	98.79%	97.81%	96.60%
酱油	93.42%	100.04%	98.84%	97.49%	96.22%
调味酱	109.21%	116.72%	98.38%	98.88%	94.32%
蚝油	113.41%	104.72%	98.81%	98.67%	99.81%

产销率	95.30%	98.67%	95.77%	97.28%	99.65%
酱油	95.85%	99.62%	95.60%	97.48%	99.03%
调味酱	89.47%	95.42%	98.12%	96.62%	102.89%
蚝油	95.26%	94.79%	95.23%	96.71%	100.76%

资料来源：平安证券研究所、公开资料

图表46 海天150万吨调味品产能扩张计划

期次	年度	本期投入金额 (万元)	累计投入金额 (万元)	累计投入占比	累计投产(万吨)
第一期	2010年度及以前年度	64,591.14	64,591.14	34.78%	50
	2011年度	23,838.37	88,429.51	47.62%	
第二期	2012年度	34,079.47	122,508.98	65.97%	100
	2013年度	18,824.82	141,333.80	76.11%	
第三期	2014年度	38,278.90	179,612.70	96.72%	150
	2015年度	5,700.00	185,694.67	100.00%	

资料来源：平安证券研究所、公开资料

5.2 并购能力助于巩固龙头地位

公司当前总股本 71100 万股，拟发行不超过 7900 万股，计划募集资金 18.6 亿左右。募集资金将主要用于产能建设与行业整合。公司现金非常充沛，截止 2013 年 6 月 30 日公司自有货币资金 11.8 亿，且无贷款、债券等负债，资产状况良好。高明新建产能已投入 13.8 亿，上市后公司所募集资金剔除产能投入及销售网络建设，预计将有约 10 亿开展行业整合业务。

海天可能开展公司并购，提升龙头地位。海天计划利用行业龙头的市场地位、品牌影响力与产业优势，积极推动行业整合发展，收购兼并一些在产品品种、市场区域、销售渠道等方面能够对公司形成补充优势的企业，进一步优化公司产品结构和市场布局，扩大销售规模 and 市场份额。目前公司尚示锁定并购对象，我们预计，以海天上市后并购行业内优秀中小企业为开端，调味品行业经历外资公司并购国内优秀调味品企业的洗礼后，可能再次迎来并购热潮，行业集中度迅速提升，海天龙头企业优势得到进一步体现。

六、询价建议

我们预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 84.56、99.45、117.28 亿元，同比增长 19.9%、17.6%、17.9%，EPS 分别为 2.24、2.67、3.23 元，同比增长 31.8%、24.7%与 20.9%。参考可比公司估值与证监会指引，公司 2013 年合理定价区间为 14 年 25-27 倍 PE，合理询价区间为 13 年 24-27 倍 PE。

公司募集资金需要满足以下条件：募集金额不超过 18.57 亿；新股发行数量不超过 7900 万股；老股配售数量不超过 5000 万股；发行股数占发行后总股本 10%以上。定价的逻辑关系是：发行价格=PE*EPS；EPS=净利润/发行后总股本；发行后总股本=原有股本+新发行股本；新发行股本=募资额/发行价。最终测算公司合理定价为 67.18-72.77 元，新股发售数量约为 3210-3632 万股，老股配售数量在 3841-4221 万股，建议询价区间为 51.13-57.84 元。

图表47 盈利预测关键假设

		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
酱油	销量（万吨）	90	103	118	132	148
	YOY	-4%	13%	15%	12%	12%
	均价（元/吨）	4,609	4,626	4,788	4,955	5,129
	YOY	8%	0%	4%	4%	4%
	销售收入（百万元）	4,137	4,748	5,655	6,541	7,580
	YOY	4%	15%	19%	16%	16%
调味酱	毛利率	37.8%	39.1%	41.0%	42.7%	43.2%
	销量（万吨）	11	13	16	19	23
	YOY	35%	21%	19%	21%	21%
	均价（元/吨）	7,474	7,614	7,908	8,175	8,409
	YOY	3%	2%	4%	3%	3%
	销售收入（百万元）	808	993	1,228	1,536	1,917
蚝油	YOY	39%	23%	24%	25%	25%
	毛利率	34.3%	32.9%	39.0%	39.3%	39.8%
	销量（万吨）	17	21	25	30	37
	YOY	15%	23%	20%	21%	21%
	均价（元/吨）	4,233	4,233	4,413	4,557	4,683
	YOY	4%	0%	4%	3%	3%
合计	销售收入（百万元）	725	889	1,112	1,386	1,726
	YOY	20%	23%	25%	25%	25%
	毛利率	29.5%	33.1%	36.3%	38.3%	40.3%
	营业收入（百万元）	6,091	7,070	8,456	9,945	11,728
	YOY	10%	16%	20%	18%	18%
	毛利率	35.9%	36.6%	39.0%	40.5%	41.2%

资料来源：平安证券研究所、wind

图表48 可比公司估值情况

股票名称	股价（元）		EPS			PE（倍）			
	1月17日	12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E
佳隆股份	6.22	0.17	0.16	0.2	0.26	36.4	39.1	31.4	23.5
加加食品	18.95	0.76	0.79	0.97	1.25	24.8	23.9	19.5	15.1
恒顺醋业	18.11	-0.15	0.19	0.44	0.7	/	95.2	41.4	26
中炬高新	11.43	0.16	0.24	0.32	0.42	71.4	47.6	35.7	27.2
梅花集团	5.28	0.2	0.14	0.3	0.42	27	37.8	17.6	12.7
平均值						40	37	26	20
伊利股份	37.58	0.84	1.41	1.56	1.98	44.7	26.7	24.1	19.0
双汇发展	48.65	1.31	1.76	2.07	2.6	37.1	27.6	23.5	18.7
青岛啤酒	43.93	1.30	1.63	1.57	1.72	34	27	28	26
平均值						39	27	25	21

资料来源：平安证券研究所、wind

备注：中炬高新、伊利股份、双汇发展、青岛啤酒EPS来源于平安证券研究所预测，其余来自于wind一致预期。计算PE平均值时剔除异常值恒顺醋业

七、风险提示

- 1、募投项目转固后产生大量折旧，新建产能如不能产生预期收益，折旧费用会影响公司业绩。
- 2、原料价格大幅上涨带来的风险
- 3、食品安全问题引发的风险

损益表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,070	8,456	9,945	11,728
YoY	16.1%	19.6%	17.6%	17.9%
营业成本	4,434	5,159	5,924	6,899
毛利率	37.3%	39.0%	40.4%	41.2%
营业税金及附加	49	59	67	81
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	723	943	1,033	1,217
管理费用	392	474	562	667
财务费用	-12	-19	-56	-79
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1,483	1,877	2,415	2,943
加：营业外收入	9	89	18	18
减：营业外支出	2	2	2	2
利润总额	1,490	1,964	2,431	2,959
减：所得税	282	372	446	560
净利润	1,208	1,592	1,985	2,400
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利	1,208	1,592	1,985	2,400
YoY	26.4%	31.8%	24.7%	20.9%
销售净利率	17.1%	18.8%	20.0%	20.5%
EPS（当年股本）	1.70	2.24	2.67	3.23
EPS（最新股本摊薄）	1.70	2.24	2.51	3.04

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	41.2	31.3	26.2	21.7
PEG	1.6	1.5	1.4	1.3
PB	13.6	10.8	6.8	5.7
PS	7.0	5.9	5.2	4.4
EV/EBITDA	29.8	23.9	19.9	16.6
股息收益率	0.0%	1.4%	1.5%	1.8%
经营回报率				
ROE	35.8%	38.5%	32.3%	28.6%
ROA	22.1%	25.1%	24.9%	21.9%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	40.1%	21.4%	19.1%	22.1%
速动比率	1.1	1.6	2.8	2.7
运营效率				
存货周转率	5.7	5.7	5.7	5.7
流动资产周转率	2.5	2.7	2.2	1.6
固定资产周转率	3.0	3.2	3.4	3.7

现金流量表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	1,208	1,592	1,985	2,400
折旧摊销	200	222	249	271
营运资金投资	698	-1,191	173	287
经营活动现金净流量	2,171	-70	2,423	2,969
资本开支	-137	-528	-504	-555
投资活动现金净流量	-614	-528	-504	-555
债务融资	6	0	0	0
股权融资	0	0	1,856	0
支付红利	0	0	-637	-794
融资活动现金净流量	-403	-638	19	1,275
当年现金净流量	919	-579	3,195	1,700

资产负债表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	2,503	1,731	4,926	6,625
应收款项	0	0	0	0
预付款项	37	96	80	111
存货	853	964	1,123	1,298
其他流动资产	72	90	103	123
流动资产合计	3,465	2,881	6,232	8,157
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,462	2,767	3,020	3,303
无形资产	136	137	138	139
其他非流动资产	48	88	91	89
非流动资产合计	2,645	2,992	3,249	3,531
资产总计	6,110	5,872	9,481	11,688
短期借款	0	0	0	0
应付款项	315	384	431	508
预收款项	1,649	498	785	1,160
应付股利	0	-272	-115	51
其他流动负债	477	625	695	845
流动负债合计	2,441	1,234	1,796	2,564
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	11	19	19	19
非流动负债合计	11	19	19	19
负债合计	2,451	1,254	1,815	2,583
归属母公司所有者权益	3,659	4,618	7,665	9,105
其中：实收资本	711	711	743	743
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,659	4,618	7,665	9,105
负债及股东权益总计	6,110	5,872	9,481	11,688

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257