

## 收购布局华东，股权激励稳定团队

**增持 维持**

目标价格：暂无

### 事件：

公司公布公告，1) 公司向麦趣尔集团等 8 家投资者增发 1567 万股，发行价每股 26.08 元，募集资金 4.1 亿元，其中 2.98 亿用于收购浙江新美心食品公司，1.1 亿元用于补充流动资金；2) 公司向 199 名管理人员和骨干授予 168 万股限制性股票，占股本 1.84%，每股 14.5 元，要求 15 年净利润不低于 11 至 13 年平均利润的 115%，16 和 17 年净利润分别增长 4.3% 和 4.2%，未来三年按 20%、20% 和 60% 比例解锁。

对此，我们点评如下：

- **收购宁波烘焙龙头新美心，烘焙业务向华东扩展迈出步伐：**1) 标的公司现金流良好，13 年经营活动现金流量净额为 2303 万元，净利润 346 万，购置设备的较高折旧致现金流量情况远好于净利润；2) 新美心拥有 235 家门店，且新美心立足宁波是当地烘焙第一品牌，其绿姿品牌影响力逐步提升；3) 收购价格 2.98 亿元，相当于每个门店收购价格 127 万元，对比公司在新疆募投项目(5649 万，42 家门店)平均 135 万和元祖股份 202 万的单店投资费用(6.2 亿，306 家门店)，收购价格相对合适；4) 收购标的拥有国内最大的中央工厂，管理体制和硬件设备国内领先，且配送能力为 500 公里内的 500 家门店，未来公司计划利用多余产能向上海等地区商超市场供货，有望为公司打开新的收入增长空间；
- **股权激励门槛不高，意在稳定管理人员和骨干员工：**1) 激励范围广：共涉及 199 名管理层和骨干员工，占 13 年公司员工总数的 27.5%；2) 力度大、门槛低：首次授予价格为每股 14.5 元，为前 20 个交易日股价均价的 50%，且对净利润考核要求低，15 年净利润较 11-13 年平均值增长 15%，16 和 17 年分别同比增长 4.3% 和 4.2%，我们认为本次股权激励有助于获得公司员工的认同感和归宿感，有助于稳定公司管理人员和骨干员工；
- **大股东高比例参与增发彰显对未来发展信心：**公司大股东麦趣尔集团以及高管控股的聚和盛参与本次增发收购，认购比例分别为 58% 和 10%，显示出管理层看好公司收购浙江新美心为未来发展的拉动作用，对公司未来发展充满信心；通过兼并收购公司烘焙业务将逐步走出新疆市场，其“中央工厂+卫星店”的模式有望进一步驱动烘焙业务成长；此外，乳制品方面，随着原奶供给的恢复以及原料奶价格的下降，公司乳品业绩也将逐步恢复增长；

### 食品饮料行业

#### 分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

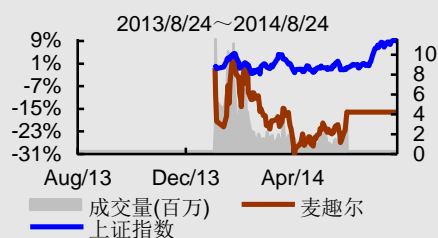
#### 研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《海天味业中报点评：结构升级明显，看好多品类扩张》

2014/08/20

《青青稞酒中报点评：积极调整，下半年有望重回增长》

2014/08/19

《食品饮料行业周报：旺季临近，白酒动销加快》

2014/08/17

《好想你中报点评：专卖店恢复增长，品牌宣传再加码》

2014/08/15

《加加食品中报点评：酱油增速低于预期，关注新品推广》

2014/08/15

- **盈利预测及投资建议：**因收购事项还需经证监会批准，暂不考虑收购浙江新美心对公司业绩的影响，预计 14-16 年收入分别为 3.87 亿、4.26 亿和 4.81 亿，YOY-0.1%、10.1%和 12.8%；归母净利润 YOY-2.6%、13.6%和 15%；EPS 分别为 0.61 元、0.7 元和 0.8 元，维持“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	403	388	387	426	481
增长率 (%)	16.1%	-3.9%	-0.1%	10.1%	12.8%
归母净利润(百万)	60.09	57.75	56	64	73
增长率 (%)	12.7%	-3.9%	-2.6%	13.6%	15.0%
每股收益	0.656	0.630	0.614	0.698	0.802
市盈率	47	49	50	44	38

图 1：首次授予的限制性股票在各激励对象间的分配比例

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占首次授予股份的比例
王艺锦	董事	8.50	5.55%
张超	副总经理	6.50	4.24%
李景迁	副总经理	3.50	2.28%
姚雪	副总经理、董秘	4.50	2.94%
张贻报	副总经理、财务总监	3.00	1.96%
贾勇军	副总经理、证券事务代表	5.00	3.26%
核心管理、销售、技术人员（共计 193 人）		122.25	79.77%
合计		153.25	100%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：三期解锁的业绩考核条件

解锁期安排	财务业绩指标
第一期解锁	2015 年度净利润不低于 2011 年度、2012 年度、2013 年度平均净利润的 115%
第二期解锁	2016 年度净利润不低于 2011 年度、2012 年、2013 年度平均净利润的 120%
第三期解锁	2017 年度净利润不低于 2011 年度、2012 年度、2013 年度平均净利润的 125%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：非公开发行募集资金计划使用方向

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	使用募集资金 额(万元)
1	收购浙江新美心食品工业有限公司 100%股权	29800	29800
2	补充流动资金	11073	11073
合计		40873	40873

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 4：公司非公开发行认购情况

序号	认购方	认购数量(万股)	认购数量占比
1	新疆麦趣尔集团有限责任公司	907.0936	57.88%
2	新疆聚和盛投资有限公司	153.3742	9.79%
3	北京景瑞兴房地产开发有限公司	153.3742	9.79%
4	北京达美投资有限公司	100	6.38%
5	德融资本管理有限公司	76.6871	4.89%
6	李岩	100	6.38%
7	王哲	38.3435	2.45%
8	彭炫皓	38.3435	2.45%
合计		1567.2161	100%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 5：新美心公司主要产品

系列	类别
面包	吐司类、餐包类、调理面包类、白面包类、炸包类、三明治类、丹麦面包类、延压面包类、咸面包类
蛋糕	常温蛋糕、乳酪蛋糕、蒸蛋糕、铜锣烧
中点	馅饼、干点、曲奇、油炸中点、麻薯、糖果、汤圆、粽子和月饼
西点	切片西点类、杯状西点类、散饼西点类、盒装西点类

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 6：三张财务报表分析摘要

财务报表预测（单位：百万元）

利润表	2013	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	388	387	426	481	货币资金	146	303	270	257
YOY	-4%	0%	10%	13%	应收和预付款项	113	100	99	105
营业成本	236	238	262	293	存货	45	39	36	32
毛利	152	149	165	188	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	39%	38%	39%	39%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	4	4	4	5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产和在建工程	143	273	393	503
销售费用	54	55	63	70	无形资产和开发支出	30	36	42	47
% 营业收入	14.0%	14.2%	14.8%	14.6%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	29	29	32	37	资产总计	483	741	806	882
% 营业收入	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	短期借款	69	0	0	0
财务费用	2	-2	-6	-5	应付和预收款项	90	85	86	88
% 营业收入	0.6%	-0.6%	-1.4%	-1.1%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	5	1	0	0	其他负债	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	161	85	86	88
投资收益	0	0	0	0	股本	78	92	92	92
营业利润	57	63	71	82	资本公积	46	310	310	310
% 营业收入	14.8%	16.1%	16.7%	17.0%	留存收益	198	255	319	392
营业外收支	7	0	0	0	归属母公司股东权益	323	656	720	794
利润总额	64	63	71	82	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	16.6%	16.1%	16.7%	17.0%	股东权益合计	323	656	720	794
所得税费用	6	6	7	8	负债和股东权益合计	483	741	806	882
净利润	58	56	64	73					
归属于母公司所有者的净利润	58	56	64	73					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	39%	38%	39%	39%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	22%	21%	21%	21%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	17%	16%	15%	16%
无形资产投资	-8	-139	-130	-120	EBITDA/销售收入	39%	21%	22%	23%
固定资产投资	0	-60	-60	-60	销售净利率	15%	15%	15%	15%
其他	0	2	0	0	ROE	18%	9%	9%	9%
投资活动现金流净额	-8	-140	-130	-120	ROA	12%	8%	8%	8%
债券融资	0	-1	0	0	ROIC	15%	8%	8%	9%
股权融资	0	277	0	0	销售收入增长率	-4%	0%	10%	13%
银行贷款增加（减少）	0	-69	0	0	EBIT 增长率	-78%	-6%	7%	17%
筹资成本	2	-2	-6	-5	EBITDA 增长率	-52%	-46%	13%	19%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	-80%	-3%	14%	15%
筹资活动现金流净额	-2	205	0	0	总资产增长率	13%	53%	9%	9%
现金净流量	15	157	-33	-13	股东权益增长率	-64%	262%	5%	11%
					经营现金净流增长率	-64%	262%	5%	11%
					流动比率	1.9	5.3	4.8	4.5
					速动比率	1.6	4.8	4.3	4.1
					应收账款周转天数	162.2	65.0	55.0	50.0

资料来源：Wind，宏源证券研究所

## 作者简介:

**陈嵩昆:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

**刘洋:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

## 机构销售团队

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

## 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

## 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。