

2013-4-23

公司报告(点评报告)

评级 谨慎推荐 维持

煌上煌(002695)

一季度业绩较快增长因成本大幅下降

分析师: 周密

☎ (8621)68751126

✉ zhoumi@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512020002

联系人:

☎

✉

联系人: 刘洁铭

☎ (8621)68751126

✉ liujm@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《畜禽酱卤肉制品快捷消费区域龙头连锁经营外延式扩张驱动快速增长》2012/8/22

报告要点

■ 事件描述

煌上煌(002695)今日公告 2012 年年报和 13 年一季报, 主要内容如下:

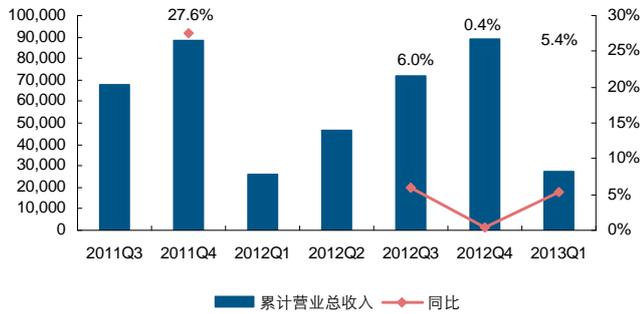
2012 年公司实现营业收入 8.9 亿元, 同比增长 0.39%; 归属于母公司股东的净利润 0.97 亿元, 同比增长 20.11%; 基本每股收益 0.94 元(按期末股本测算为 0.79 元)。每股派现 0.225 元。

其中第 4 季度实现营业收入 1.7 亿元, 同比减少 17.91%; 归属于上市公司股东的净利润 0.23 亿元, 同比下降 3.36%; 基本每股收益 0.17 元。

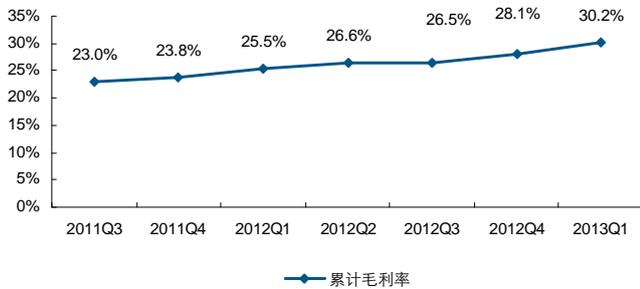
一季度实现营业收入 2.72 亿元, 同比增长 5.38%; 归属于上市公司股东的净利润 0.34 亿元, 同比增长 33.76%; 基本每股收益 0.27 元。

■ 事件评论

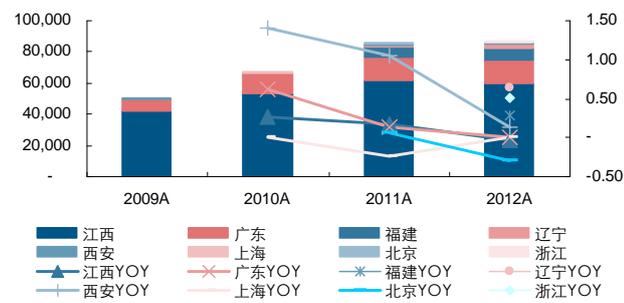
- 四季度收入同比下滑, 一季度收入增长不高, 推测主要系关店影响以及新增门店速度较为平缓。
- 2012 年第 4 季度和今年 1 季度利润增长均显著好于收入增速, 主要是因为原材料价格大幅下降。2012Q4 和 2013Q1 单季毛利率分别同比提升 8.2 个百分点和 4.7 个百分点。2012 年鸭副采购价格从 9-10 月开始显著回落, 春节旺季有阶段性回升; 近期由于禽流感影响, 鸭副采购价格再次大幅回落, 公司择机储备冻鸭原材料锁定原料低成本。预计二季度或将延续较高毛利率水平。
- 春节期间促销让利消费者, 致销售费用率提升。2012Q4 和 2013Q1 销售费用率为 9.96%和 6.81%, 分别提升 4.23 个百分点和 1.44 个百分点。2012Q4 和 2013Q1 净利润率为 13.77%和 12.39%, 分别同比提升 2.07%和 2.63%。
- 到 2012 年底, 公司门店数量已经达到 1925 家, 其中加盟店数量为 1847 家; 我们认为目前门店规模对公司而言, 在物流配送、门店管控等综合经营管理能力方面是较大的考验。预计 2013-2015 年公司的每股收益分别为 0.99 元, 1.05 元和 1.20 元, 维持“谨慎推荐”。
- 风险提示: 食品安全风险; 原材料价格波动风险等。

图 1: 公司季度累计营业收入(万元)以及同比增速


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 公司季度累计毛利率


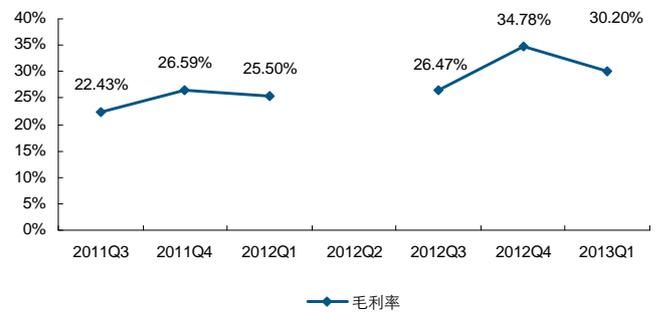
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 5: 公司分地区收入和同比增速


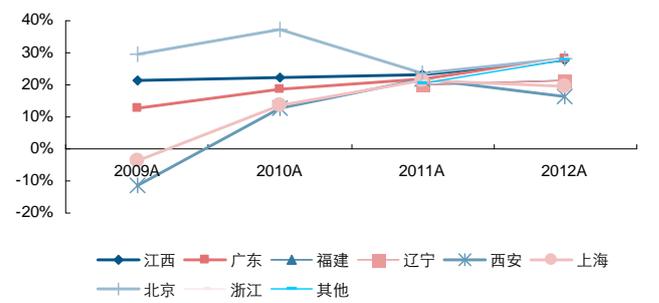
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 公司单季度营业收入(万元)以及同比增速


资料来源: Wind, 长江证券研究部

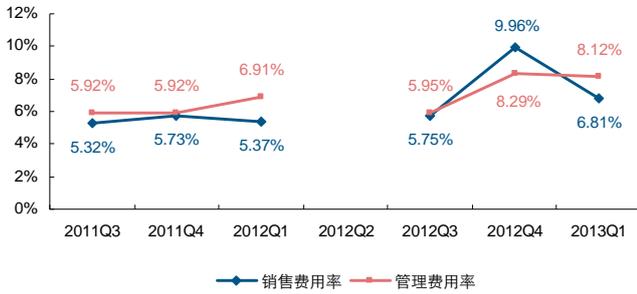
图 4: 公司单季毛利率


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 公司分地区毛利率


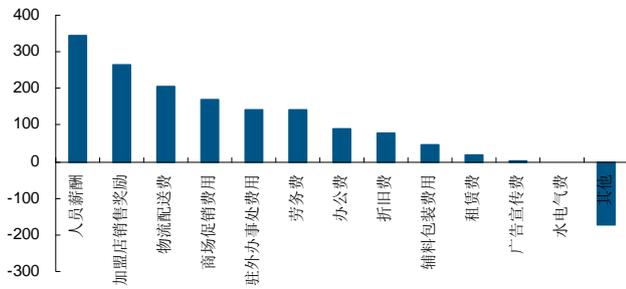
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 公司单季销售和管理费用率



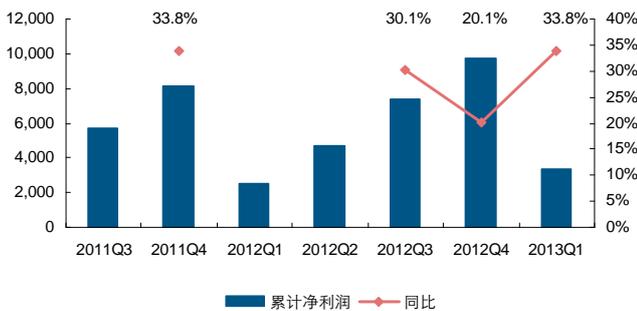
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 9: 2012 年公司销售费用变动金额(万元)



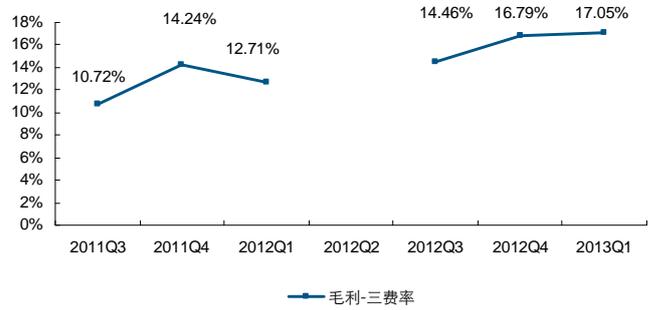
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 11: 公司季度累计净利润(万元)以及同比增速



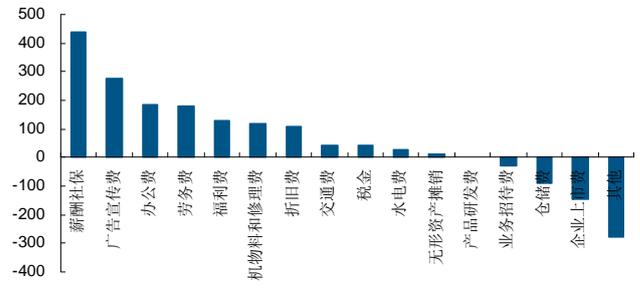
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 8: 公司毛利率与三费率差额



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 10: 2012 年公司销售费用变动金额(万元)



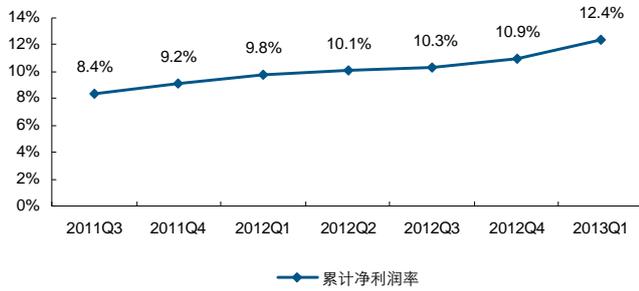
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 12: 公司单季度净利润(万元)以及同比增速



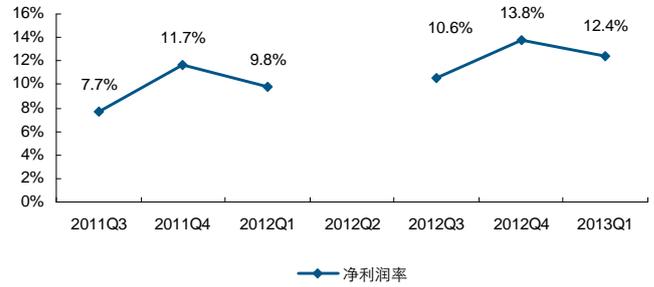
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 13: 公司季度累计净利润率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 14: 公司单季度净利润率



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 15: 公司单季度销售商品收到的现金(万元)以及同比增速



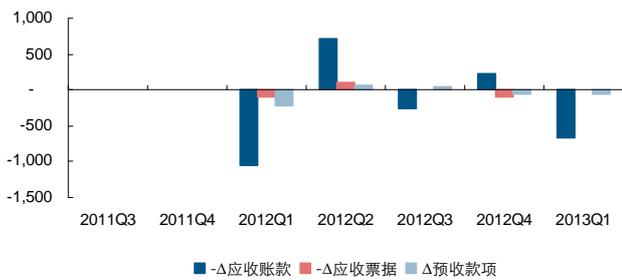
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 16: 公司单季经营活动现金净流量(万元)以及同比增速



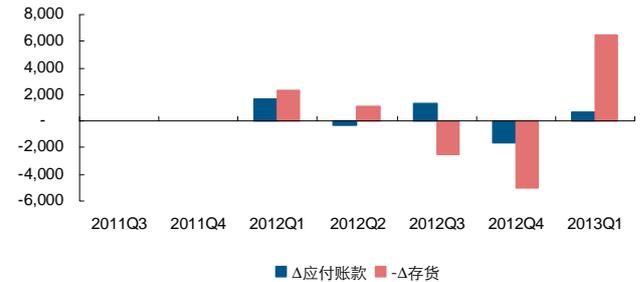
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 17: 增加销售收到的现金流入的资产负债变动项目(万元)



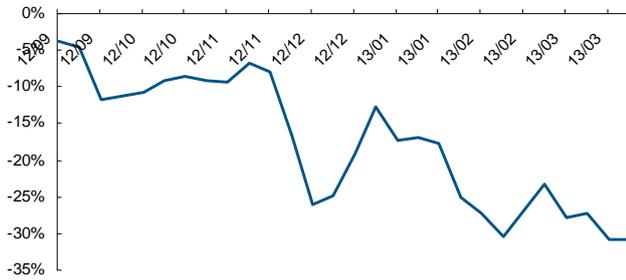
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 18: 减少支付的现金流的资产负债变动项目(万元)



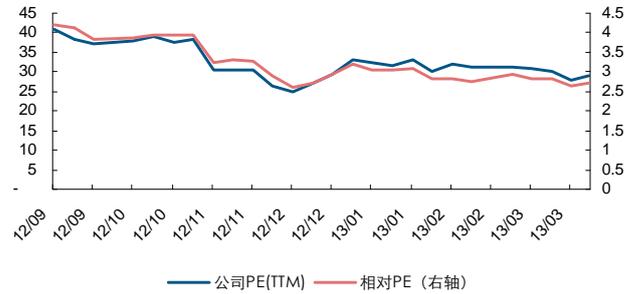
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 19: 公司股票相对沪深 300 指数累计超额收益



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 20: 公司绝对估值与相对估值



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 1: 归因分析

	排名	因素	影响 EPS	原因
2012 Q4 VS 2011 Q4	1	营业成本	0.079	毛利率上升 8.2%
	2	销售费用	-0.041	销售费用率上升 4.23%
	3	营业总收入	-0.029	销售收入减少 17.91%
	4	管理费用	-0.023	管理费用率上升 2.36%
	5	财务费用	0.009	财务费用率下降 0.94%
	排名	因素	影响 EPS	原因
2012A VS 2011A	1	营业成本	0.310	毛利率上升 4.3%
	2	销售费用	-0.106	销售费用率上升 1.47%
	3	管理费用	-0.081	管理费用率上升 1.13%
	4	所得税	0.029	实际所得税率下降
	5	营业外收入	0.014	营业外收入增加
	排名	因素	影响 EPS	原因
2013Q1 VS 2013Q1	1	营业成本	0.104	毛利率上升 4.7%
	2	财务费用	0.051	财务费用率下降 2.3%
	3	销售费用	-0.032	销售费用率上升 1.44%
	4	管理费用	-0.027	管理费用率上升 1.22%
	5	营业外收入	-0.014	营业外收入减少

资料来源: 长江证券研究部

表 2: 利润表主要指标

(万元)	单季度财务指标					
	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q3	2012Q4	2013Q1
营业收入	23,742	20,758	25,799	25,384	17,041	27,187
同比				6.92%	-17.91%	5.38%
营业成本	18,417	15,239	19,220	18,664	11,113	18,977
毛利率	22.43%	26.59%	25.50%	26.47%	34.78%	30.20%
营业税金及附加	160	130	188	156	128	205
营业税金及附加/收入	0.67%	0.63%	0.73%	0.61%	0.75%	0.75%
销售费用	1,262	1,190	1,386	1,459	1,698	1,851
销售费用率	5.32%	5.73%	5.37%	5.75%	9.96%	6.81%

请阅读最后评级说明和重要声明

管理费用	1,406	1,230	1,781	1,510	1,412	2,208
管理费用率	5.92%	5.92%	6.91%	5.95%	8.29%	8.12%
财务费用	111	143	133	79	-43	-484
财务费用率	0.47%	0.69%	0.52%	0.31%	-0.25%	-1.78%
资产减值损失	-46	-20	-	-	13	-
投资净收益	-	-	-	-	-	-
其中对联/合营收益	-	-	-	-	-	-
营业利润	2,432	2,846	3,090	3,516	2,720	4,430
同比	-	-	-	44.53%	-4.41%	43.37%
营业利润率	10.25%	13.71%	11.98%	13.85%	15.96%	16.30%
营业外收入	26	287	222	26	305	44
营业外支出	8	11	1	33	56	18
营业外收支净额	18	276	221	-6	249	26
利润总额	2,450	3,121	3,311	3,509	2,969	4,457
同比	-	-	-	43.22%	-4.88%	34.61%
营业外收支/利润总额	0.73%	8.83%	6.66%	-0.18%	8.38%	0.59%
所得税	621	694	792	821	623	1,088
%有效税率	25.35%	22.24%	23.92%	23.39%	20.99%	24.40%
净利润	1,829	2,427	2,519	2,688	2,346	3,369
少数股东损益	-	-	-	-	-	-
%少数股东损益占比						
归属母公司净利润	1,829	2,427	2,519	2,688	2,346	3,369
同比				46.96%	-3.36%	33.76%
净利润率	7.71%	11.69%	9.76%	10.59%	13.77%	12.39%
基本每股收益	-	0.26	0.27	0.22	0.17	0.27

资料来源：长江证券研究部

表 3：资产负债表主要指标

(万元)	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
货币资金	4,828	86,364	3,939	82,091	77,376	86,364
应收账款	932	1,991	1,280	1,549	1,331	1,991
应收票据	-	100	-	-	100	100
存货	21,650	19,328	18,255	20,755	25,805	19,328
存货周转率	0.24	0.33	-	0.31	0.17	0.35
固定资产	18,808	20,957	20,933	20,836	21,068	20,957
在建工程	1,667	5,413	1,723	3,481	5,184	5,413
在建工程/固定资产	8.86%	25.83%	8.23%	16.71%	24.61%	25.83%
生产性生物资产	-	-	-	-	-	-
短期借款	11,000	-	6,000	-	-	-
应付账款	2,736	4,414	4,074	5,397	3,779	4,414
预收款项	316	95	153	205	151	95
delta 预收款 #VALU E!		-56	57	52	-54	-56
长期借款	-	-	-	-	-	-

股本	9,290	12,388	9,290	12,388	12,388	12,388
资本公积	9,415	90,895	9,415	90,895	90,895	90,895

资料来源：长江证券研究部

表 4：现金流量表主要指标

(万元)	单季度财务指标					
	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q3	2012Q4	2013Q1
营业总收入	23,742	20,758	25,799	25,384	17,041	27,187
%YOY	-	-	-	6.92%	-17.91%	5.38%
销售商品收到的现金	79,245	24,174	29,258	28,875	20,664	30,247
%YOY		-70.21%		-63.56%	-14.52%	3.38%
收到的现金/营业收入	333.78%	116.46%	113.41%	113.75%	121.27%	111.26%
购买商品支付的现金	56,275	23,676	16,969	19,005	22,223	13,770
支付/收到	71.01%	97.94%	58.00%	65.82%	107.54%	45.52%
构建固定资产支付现金	4,291	1,316	2,884	2,117	2,641	557
经营活动现金流量净额	8,718	-2,059	5,929	1,214	-1,838	9,542
%YOY		53.42%		-86.08%	10.72%	60.94%
投资活动现金流量净额	-4,015	-1,254	-2,884	-2,159	-2,362	-554
%YOY		88%		46.23%	-88.29%	80.78%
筹资活动现金流量净额	-4,096	4,659	-623	79,098	-515	-
投资-筹资	82	-5,913	-2,262	-81,256	-1,847	-554

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	890	957	1090	1199	货币资金	774	820	869	963
营业成本	639	668	773	841	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	250	289	318	357	应收账款	20	22	25	27
%营业收入	28.1%	30.2%	29.1%	29.8%	存货	258	269	312	339
营业税金及附加	6	7	7	8	预付账款	25	26	30	33
%营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	60	66	75	83	流动资产合计	1078	1139	1237	1364
%营业收入	6.8%	6.9%	6.9%	6.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	60	65	74	81	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	-3	-3	-3	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	263	334	382	417
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	66	62	59	56
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	121	155	164	188	其他非流动资产	5	5	5	5
%营业收入	13.6%	16.2%	15.1%	15.7%	资产总计	1413	1540	1684	1843
营业外收支	5	3	3	3	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	126	158	167	191	应付款项	38	39	46	50
%营业收入	14.1%	16.5%	15.4%	16.0%	预收账款	2	2	2	2
所得税费用	28	35	38	43	应付职工薪酬	1	1	1	1
净利润	97	122	130	148	应交税费	4	5	6	7
归属于母公司所有者的净利润	97.4	122.2	129.7	148.4	其他流动负债	44	46	53	58
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	88	94	108	118
EPS (元/股)	0.79	0.99	1.05	1.20	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	8	8	8	8
					负债合计	96	101	116	126
					归属于母公司	1317	1439	1569	1717
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	1317	1439	1569	1717
					负债及股东权益	1413	1540	1684	1843
					基本指标				
						2012A	2013E	2014E	2015E
					EPS	0.786	0.987	1.047	1.198
					BVPS	10.63	11.62	12.66	13.86
					PE	27.57	21.97	20.71	18.10
					PEG	1.83	1.46	1.37	1.20
					PB	2.04	1.87	1.71	1.56
					EV/EBITDA	13.62	10.78	9.70	8.01
					ROE	7.4%	8.5%	8.3%	8.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。