

评级：审慎推荐（维持）
食品饮料
公司年报点评

证券研究报告

分析师 晁岱秀 S1080512090001

电话：0755-83026491

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

煌上煌(002695)——

禽肉产品销售给力，毛利率仍有提升空间

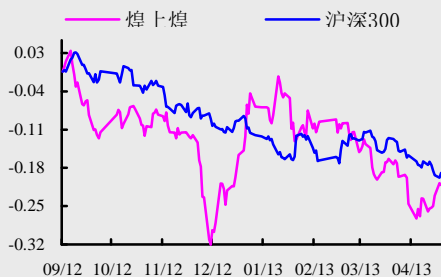
交易数据

上一日交易日股价（元）	21.68
总市值（百万元）	2,686
流通股本（百万股）	31
流通股比率（%）	25.01

资产负债表摘要（03/13）

股东权益（百万元）	1,350
每股净资产（元）	10.90
市净率（倍）	1.99
资产负债率（%）	7.53

公司与沪深300指数比较



相关报告

事件：

公布 2012 年报，实现营业收入 8.90 亿元，同比增长 0.39%；归属于上市公司股东的净利润 0.97 亿元，同比增长 20.1%，摊薄后 EPS0.79 元。低于市场预期。每 10 股派现金红利 2.25 元（含税）。

2013 年一季度，实现营业收入 2.72 亿元，同比增长 5.38%，营业毛利 0.82 亿元同比增 24.79%，归属于上市公司股东的净利润 0.33 亿元，同比增长 42.32%，EPS 为 0.27 元。

2013 年上半年业绩预测：净利润为 0.47~0.62 亿元同比增长 0%~30%，EPS 为 0.38~0.49 元。

点评：

营业收入小幅增长，低于市场预期。2012 年四季度和 2013 年一季度的营业收入分别同比增长-17.9%、5.38%，低于市场预期，主要受宏观经济整体下滑、市场购买力下降、同行竞争激烈和食品安全风波不断的复杂多变的经济环境影响。

毛利率继续提升导致净利润大幅增长。2013 第一季度，公司营业毛利达到 8210 万元同比增长 24.79%，主要由于产品的综合毛利率同比攀升 4.7 个百分点，达到 30.20%；在期间费用率得到有效控制的情况下，净利率达到 12.39%同比增加 4.6 个百分点，为净利润大幅增长的主要原因。今年 4 月初，国内多省份出现禽流感，对活禽类消费造成非常大的冲击，活禽类价格大幅下挫，将促使公司毛利率进一步提升。另一方面，公司产品都是以熟食的形式销售，我们认为禽流感对公司销售影响有限。

禽肉产品增长 18.5%，毛利率提升至 31.5%。2012 年，公司的主打产品系列“鲜货产品-禽肉产品”营业收入达到 8.14 亿元，同比增长 18.5%，为公司销售最好、增幅最大的产品，其占收入的份额达到 65%。由于其禽类价格大幅下挫，其禽肉产品的毛利率同比大幅提升 9 个百分点至 31.48%，并有继续提升的空间。

新增门店有序开展，基地建设布局全国。公司门店以加盟店为主，截至 2012 年末，公司的门店数量已发展至 1925 家，同比增长 7.06%，略低于市场预期，其中加盟店 1847 家，直营店 78 家，已形成了以江西为核心，覆盖广东、福建、辽宁、北京、上海、陕西、海南、浙江、江苏、河南等地区的连锁销售网络；预计到 2015 年将达到 3500 家以上。在广东成立子公司后，已是省外发展最大的地区，2012 年营业收入就达 1.57 亿元；公司将广东模式推广到其他地区，正加紧在辽宁、陕西建设生产基地。

给予“审慎推荐”公司在鸭制品中以酱卤著称，正式广东、福建、辽宁等省



份加大力度发展加盟店,支撑公司的后续增长。预计 2013~2015 年摊薄后的 EPS 为 0.99(22X)、1.18(18X)、1.44(15X), 给予“审慎推荐”评级。

风险提示: 食品安全事故发生

盈利预测

单位: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	886.1	889.6	998.2	1,197.9	1,437.4
同比 (%)	27.6%	0.4%	12.2%	20.0%	20.0%
营业毛利	211.0	250.1	298.6	358.3	429.9
同比 (%)	32.6%	18.5%	19.4%	20.0%	20.0%
归属母公司净利润	81.1	97.4	122.5	146.1	177.8
同比 (%)	33.8%	20.1%	25.8%	19.2%	21.7%
总股本 (亿股)	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24
每股收益 (元)	0.65	0.79	0.99	1.18	1.44
ROE	21.7%	7.4%	8.7%	9.4%	10.2%
P/E (倍)	33.1	27.6	21.9	18.4	15.1

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理



主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,078.1	1,190.1	1,362.9	1,569.7	一、营业收入	889.6	998.2	1,197.9	1,437.4
货币资金	773.8	856.8	964.5	1,093.1	减: 营业成本	639.5	699.6	839.6	1,007.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	6.1	7.0	8.4	10.1
应收款项	14.3	14.9	17.5	20.9	销售费用	60.4	68.0	81.5	97.9
预付款项	25.1	28.6	34.7	41.8	管理费用	59.7	74.0	85.1	97.8
存货	258.1	282.0	338.4	406.0	财务费用	2.9	-7.2	-3.3	-3.6
其他流动资产	6.9	7.9	7.9	7.9	资产减值损失	0.5	0.3	0.3	0.4
非流动资产	335.1	320.6	299.6	278.6	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	210.7	198.2	183.0	167.9	二、营业利润	120.7	156.5	186.2	227.4
在建工程	51.8	55.5	57.3	59.0	加: 营业外收入	5.8	4.2	4.3	4.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.9	0.7	0.8	0.9
无形及递延性资产	70.9	65.3	57.7	50.1	三、利润总额	125.5	159.9	189.7	230.9
其它非流动资产	1.6	1.6	1.6	1.6	减: 所得税费用	28.1	37.4	43.6	53.1
资产总计	1,413.2	1,510.7	1,662.5	1,848.3	四、净利润	97.4	122.5	146.1	177.8
流动负债	88.5	91.4	97.1	105.1	归属母公司净利润	97.4	122.5	146.1	177.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	37.8	34.9	41.2	49.5	五、总股本(百万股)	123.9	123.9	123.9	123.9
预收帐款	1.5	1.2	1.4	1.7	EPS (元)	0.79	0.99	1.18	1.44
其它流动负债	49.2	55.3	54.5	53.9	主要财务比率				
非流动负债	8.0	7.9	7.9	7.9	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	0.4%	12.2%	20.0%	20.0%
其它非流动负债	8.0	7.9	7.9	7.9	营业毛利	18.5%	19.4%	20.0%	20.0%
负债合计	96.4	99.3	105.1	113.1	主业盈利	14.5%	20.7%	22.5%	22.3%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	母公司净利	20.1%	25.8%	19.2%	21.7%
股本	123.9	123.9	123.9	123.9	获利能力				
资本公积与其它	932.0	932.0	932.0	932.0	毛利率	28.1%	29.9%	29.9%	29.9%
留存收益	260.9	355.5	501.6	679.4	主业盈利/收入	13.9%	15.0%	15.3%	15.6%
股东权益合计	1,316.7	1,411.4	1,557.5	1,735.3	ROS	10.9%	12.3%	12.2%	12.4%
负债和股东权益	1,413.2	1,510.7	1,662.5	1,848.3	ROE	7.4%	8.7%	9.4%	10.2%
					ROIC	7.4%	8.7%	9.4%	10.2%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元									
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	6.8%	6.6%	6.3%	6.1%
经营活动现金流	74.5	115.4	106.1	126.8	利息保障倍数	34.1	-17.0	-44.2	-49.5
净利润	97.4	122.5	146.1	177.8	速动比率	9.19	9.85	10.47	10.99
折旧摊销	20.7	22.5	23.1	23.2	经营现金净额/当期债务	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
财务费用	3.5	-7.2	-3.3	-3.6	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.63	0.66	0.72	0.78
营运资金变动	-47.1	-33.1	-59.7	-70.5	应收款天数	5.79	5.36	5.25	5.22
其它变动	0.0	10.7	0.0	0.0	存货天数	145.27	145.08	145.08	145.08
投资活动现金流	-82.3	-6.9	-1.8	-1.8	每股指标(元)				
资本支出	-84.7	-6.9	-1.8	-1.8	主业盈利/股本	1.00	1.21	1.48	1.81
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.60	0.93	0.86	1.02
其它变动	2.4	0.0	0.0	0.0	每股净资产	10.63	11.39	12.57	14.01
筹资活动现金流	733.3	-25.5	3.3	3.6	估值比率				
债务融资	-110.0	0.0	0.0	0.0	P/E	27.57	21.92	18.38	15.11
权益融资	852.5	0.0	0.0	0.0	P/B	2.04	1.90	1.72	1.55
其它变动	-9.2	-25.5	3.3	3.6	P/S	3.02	2.69	2.24	1.87
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	13.55	10.95	8.67	6.76
现金净增加额	725.5	83.0	107.7	128.7					

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135