

## 肉制品

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

**6-12个月目标价:** 36.00元

当前股价: 27.80元

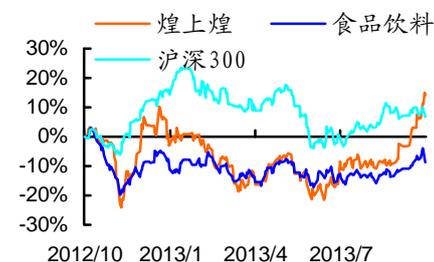
评级调整: 维持

## 基本资料

上证综合指数	2164.32
总股本(百万)	124
流通股本(百万)	38
流通市值(亿)	11
EPS	0.74
每股净资产(元)	11.15
资产负债率	8.1%

## 股价表现

(%)	1M	3M	6M
煌上煌	23.39%	31.32%	29.55%
食品饮料	3.00%	5.22%	5.31%
沪深300	-1.77%	6.73%	-3.81%



## 相关报告

《煌上煌 - 估值回落至合理区间, 关注上市后开店速度》2012-12-4

煌上煌

002695

推荐

## 业绩符合预期, 未来业绩增长确定性更强

煌上煌公布三季报, 前三季度实现收入 6.94 亿元 (-3.48%), 归属上市公司股东的净利润 9199 万元 (+24.4%), 实现每股收益 0.74 元, 此前已预告前三季度增速在 10%-40%。同时预告全年业绩增速在 10%-30%, 即 Q4 增速在 -35%~48%。

- **Q3 收入同比下降 3.37%, 禽流感事件的影响逐步恢复。** Q3 降幅相比 Q2 大幅收窄, Q4 将进一步回升。
- **新开店面受禽流感影响慢于预期, 截止 3 季度末约 2000 家门店, 预计禽流感事件结束后开店速度将恢复 15%-20% 的稳定增长。** 由于公司门店主要是加盟形式, 禽流感期间加盟商推迟开店属于正常行为, 公司已经加快自营店的开始进度, 合肥、郑州即将有 3 家和 6 家自营店开业, 同时公司也会积极在此前门店数量不多的区域寻找并购机会。
- **禽流感造成上游原料价格大幅下降, Q3 毛利率同比提升 5.07 个百分点至 31.54%, 低价原料可用至明年。** 二季度受禽流感影响, 鸭价大幅下降 30%, 公司 4 月开始囤积了大量原料, 可用至明年, 毛利率将维持高位。
- **Q3 销售费用上升 1.2 个百分点至 6.95%, 公司在市场广告、促销方面投入加大, 同时禽流感发生期间, 给予加盟商补助, 以稳定开店数量。**
- **公司上市后募集资金一年定期存款利息收入在 Q3 结算造成 Q3 财务费用同比下降 1794%。** 前三季度财务费用同比减少了 2252.23 万元, 贡献了营业利润的 16%。
- **行业处于品牌化发展初期, 水平扩张空间大, 谁先占领空白市场就有先发优势。** 酱卤肉制品行业规模 500 多亿, 集中度低, 处于从无品牌到品牌消费整合的初期。三大龙头除了在各自己的根据地市场有口味上的忠诚度, 其他市场对品牌、口味的忠诚度还不高。先进入空白市场则拥有先发优势, 在当地加盟店的赚钱效应也会扩散更快, 占据更多有利店址, 形成正反馈。公司在福建、辽宁、陕西等竞争不激烈的省份仍有很大挖掘空间, 过去公司战略上较为保守导致扩张速度低于预期。
- **股权激励将充分调动高管积极性, 提高未来业绩增长的确定性。** 公司拟向 44 名管理人员授予 318.65 万股限制性股票, 占股本总额的 2.57%。股权激励计划实施前, 公司的股权有 65% 由创始人家族成员持有, 现任高管并无股权。股权激励实施后, 将充分调动高管的积极性, 提高扩张速度。行权条件为利润年增速 15%, 要求不高, 过去 3 年增速均在 20% 以上, 我们认为完成任务是大概率事件, **即使按最保守的行权要求公司市值也至少达到 50 亿元, 同时业绩增长确定性提升将推动估值提升。预计 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.95、1.20、1.50 元, 维持“推荐”评级。**
- **风险提示:** 开店速度低于预期

## 主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	890	902	1168	1482
收入同比(%)	0%	1%	29%	27%
归属母公司净利润	97	117	149	186
净利润同比(%)	20%	21%	27%	25%
毛利率(%)	28.1%	31.1%	31.3%	31.6%
ROE(%)	7.4%	8.4%	9.6%	10.7%
每股收益(元)	0.79	0.95	1.20	1.50
P/E	35.35	29.31	23.13	18.54
P/B	2.62	2.45	2.21	1.98
EV/EBITDA	19	19	15	12

资料来源: 中投证券研究所

### 附股权激励方案:

公司9月26日公告限制性股票激励计划,拟向激励对象授予318.65万股限制性股票,涉及的标的股票种类为人民币A股普通股,约占本激励计划签署时公司股本总额12387.65万股的2.572%。

其中首次授予289.68万股,占本激励计划签署时公司股本总额12387.65万股的2.338%;预留28.97万股,占本激励计划拟授予限制性股票总数的9.091%,占本激励计划签署时公司股本总额的0.234%。

本激励计划的激励对象为公司董事、中高层管理人员以及公司认定的核心技术(业务)人员,合计44人。激励对象为公司董事和高级管理人员的,其在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%。

公司授予激励对象限制性股票的价格为11.11元/股。预留28.97万股限制性股票的授予价格在该部分限制性股票授予时由董事会决定。

股权激励计划实施前,公司的股权有65%由创始人家族成员持有,现任高管并无股权。股权激励实施后,将充分调动高管的积极性,提高业绩增长的确定性。

**表 1 股权结构 (截止 2013 年 9 月 30 日)**

股东名称	股份占比	股数(万股)	解禁日期
煌上煌集团(徐桂芬40%、褚建庚20%、褚浚20%、褚剑20%)	52.06%	6448.80	2015-9-7
褚建庚	5.84%	724.00	
褚浚	3.34%	413.60	
褚剑	3.34%	413.60	
陈崇熙	0.61%	75.00	
牛丽丽	0.15%	19.00	
国信弘盛	2.41%	298.32	2014-3-5
全国社会保障基金会理事会	1.63%	201.68	
天津达晨	4.05%	599.03	2013-9-5
社会公众股	26.57%	3194.62	
合计		12387.65	

资料来源:公司公告、中投证券研究总部

**图 1 本激励计划首次授予的限制性股票解锁期及各期解锁时间安排**

解锁安排	解锁时间	解锁比例
第一个解锁期	自授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个解锁期	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个解锁期	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源:公司公告、中投证券研究总部

图 2 预留的限制性股票解锁期及各期解锁时间安排

解锁安排	解锁时间	解锁比例
第一个解锁期	自预留的限制性股票授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个解锁期	自预留的限制性股票授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个解锁期	自预留的限制性股票授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 3 激励对象人员名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前股本总额的比例
范旭明	董事、副总经理	23.97	7.52%	0.193%
曾细华	财务总监、董事会秘书	22.82	7.16%	0.184%
刘伟	副总经理	18.58	5.83%	0.150%
中层管理人员、核心技术(业务)人员(41人)		224.31	70.39%	1.811%
预留		28.97	9.09%	0.234%
合计(44人)		318.65	100.00%	2.572%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 4 首次授予限制性股票的各解锁期内限制性股票解锁条件

解锁期	绩效考核目标
第一个解锁期	2013年度净利润相比2012年的增长率不低于15%；2013年净资产收益率不低于7.5%；
第二个解锁期	2014年度净利润相比2012年的增长率不低于32%；2014年净资产收益率不低于8.5%；
第三个解锁期	2015年度净利润相比2012年的增长率不低于52%。2015年净资产收益率不低于9.5%。

资料来源：中投证券研究所

图 5 预留的限制性股票各解锁期内限制性股票解锁条件

解锁期	绩效考核目标
第一个解锁期	2014年度净利润相比2012年的增长率不低于32%；2014年净资产收益率不低于8.5%；
第二个解锁期	2015年度净利润相比2012年的增长率不低于52%。2015年净资产收益率不低于9.5%。
第三个解锁期	2016年度净利润相比2012年的增长率不低于75%。2016年净资产收益率不低于10.5%。

资料来源：中投证券研究所

图 6 股权激励对费用的影响

授予的限制性股票（万股）	需摊销的总费用（万元）	2013年（万元）	2014年（万元）	2015年（万元）	2016年（万元）
289.68	1871.53	101.37	1154.11	444.49	171.56

资料来源：中投证券研究所

## 附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1078	1140	1231	1383	<b>营业收入</b>	890	902	1168	1482
现金	774	904	927	998	营业成本	639	621	803	1014
应收账款	13	9	12	15	营业税金及附加	6	6	8	10
其它应收款	7	9	12	15	营业费用	60	74	97	126
预付账款	25	19	24	30	管理费用	60	72	93	119
存货	258	199	257	324	财务费用	3	-20	-22	-23
其他	1	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	335	401	441	489	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	211	269	319	363	<b>营业利润</b>	121	149	189	236
无形资产	66	66	66	66	营业外收入	6	2	2	2
其他	59	67	57	60	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1413	1541	1672	1872	<b>利润总额</b>	126	151	191	238
<b>流动负债</b>	88	129	111	125	所得税	28	33	42	52
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	97	117	149	186
应付账款	38	25	32	41	少数股东损益	0	0	0	0
其他	51	104	79	84	<b>归属母公司净利润</b>	97	117	149	186
<b>非流动负债</b>	8	6	6	6	EBITDA	144	141	183	232
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.79	0.95	1.20	1.50
其他	8	6	6	6					
<b>负债合计</b>	96	135	117	131	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	124	124	124	124	<b>成长能力</b>				
资本公积	909	909	909	909	营业收入	0.4%	1.4%	29.5%	26.8%
留存收益	284	374	522	708	营业利润	16.4%	23.2%	27.1%	25.0%
归属母公司股东权益	1317	1406	1555	1741	归属于母公司净利润	20.1%	20.6%	26.7%	24.7%
<b>负债和股东权益</b>	1413	1541	1672	1872	<b>获利能力</b>				
					毛利率	28.1%	31.1%	31.3%	31.6%
					净利率	10.9%	13.0%	12.7%	12.5%
					ROE	7.4%	8.4%	9.6%	10.7%
					ROIC	17.3%	20.1%	20.5%	22.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	6.8%	8.7%	7.0%	7.0%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.19	8.85	11.10	11.08
					速动比率	9.27	7.30	8.78	8.48
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.89	0.61	0.73	0.84
					应收账款周转率	76	78	113	112
					应付账款周转率	19.63	19.84	28.18	27.91
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.79	0.95	1.20	1.50
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.64	0.53	0.92
					每股净资产(最新摊薄)	10.63	11.35	12.55	14.05
					<b>估值比率</b>				
					P/E	35.35	29.31	23.13	18.54
					P/B	2.62	2.45	2.21	1.98
					EV/EBITDA	19	19	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
 推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
 中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
 回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
 中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
 看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

蒋鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士, 2010 年加入中投证券。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434