

煌上煌 (002695)

区域龙头全国化进程加快，2H15仍面临肉价上行挑战

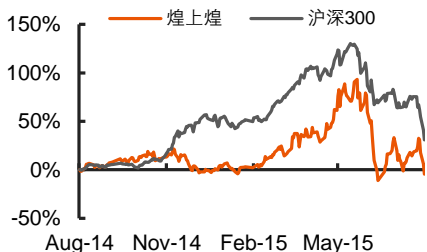
中性 (维持)

现价: 25元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.jxhsh.com.cn
大股东/持股	煌上煌集团有限公司/50.91%
实际控制人/持股	徐桂芬/20.82%
总股本(百万股)	127
流通A股(百万股)	44
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	31.66
流通A股市值(亿元)	11.01
每股净资产(元)	11.87
资产负债率(%)	14.88

行情走势图



相关研究报告

《煌上煌*深度报告*开店加快收入增长重返快车道，原料涨价盈利能力承压》2014-12-10

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@pingan.com.cn

研究助理

王俏怡 一般从业资格编号
S1060113110013
0755-22626689
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

事项: 8月27日煌上煌披露半年报。1H15营收5.8亿元，同比+14%，归母净利3,723万元，同比-34%。2Q15营收2.9亿元，归母净利1,571万元，同比-25%。

平安观点:

■ **1H15 归母净利超出预告区间下限:** 1H15 净利 3,723 万元，低于此前预告区间下限 3,965 万元，净利下滑主要是毛利率下降，销售费用率提升所致。

■ **真真老老并表、开店加快，推动收入增长加快。**真真老老并表贡献收入 6,171 万元，占 1H15 收入增量的 85%。1H15 煌上煌门店数量较 2014 年底新增 200 多家，总数约为 2,439 家，半年增量已与 2014 年全年增量 (196 家) 相当，开店速度加快，推动公司酱卤制品收入增长加快，1H15 鲜货产品收入同比+17.0%，较 14 年增速+6.4PCT。

■ **原料肉价格上涨，毛利率承压。**1H15 煌上煌毛利率同比-0.8PCT，主要应是受猪肉、鸡肉价格上升拖累。1H15 鸡肉价格同比+9%，猪肉价格同比+4%，受此影响，禽肉及畜肉酱卤制品毛利率，分别同比-1.7PCT、-0.5PCT。2Q15 毛利率同比提升估计主要是真真老老并表影响。考虑到上游养殖产业链难以在短期迅速改善供需格局，估计 2H15 毛利率仍然面临成本上涨压力。

■ **市场拓展力度加强、并表影响推高销售费用率。**1H15 销售费用率同比+4.3PCT，其中，真真老老并表增加销售费用约 800 万元，占 1H15 销售费用增量的 26%，另外，公司上半年加强了包括：辽宁、福建、安徽等外地市场及电商渠道的推广力度，也拉高了销售费用率。1H15 广告费用、销售人员薪酬、物流、租赁费用分别同比+273%、+59%、+83%、+75%。

■ **开店提速全国化进程加快，肉价上行 2H15 盈利能力仍承压。**维持原有盈利预测，预计 15-17 年归母净利分别同比-20%、+2%、+24%，EPS 分别为 0.62 元、0.64 元、0.79 元。煌上煌是中式肉制品的区域龙头，在肉制品行业低迷小企业不断退出的背景下，公司开店速度提升，全国化扩张进程正在加快，新开店经过 6 个月左右的开拓期将开始对业绩增量产生明显贡献，加上 15 年 9 月首发原始股东解禁，公司释放业绩动力&能力将逐步增强，未来煌上煌也可能通过并购拓展异地渠道或新品类，建议关注。考虑到猪肉、鸡肉价格下半年仍面临持续上行风险，维持“中性”评级。

■ **风险提示:** 食品安全事故、原料价格波动、需求低于预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	893	984	1036	1139	1249
YoY(%)	0.4	10.2	5.3	9.9	9.7
净利润(百万元)	122	99	79	81	100
YoY(%)	24.8	-18.9	-20.1	2.1	24.3
毛利率(%)	32.5	30.6	29.0	28.2	29.3
净利率(%)	13.6	10.0	7.6	7.1	8.0
ROE(%)	8.9	6.8	5.3	5.2	6.2
EPS(摊薄/元)	0.96	0.78	0.62	0.64	0.79
P/E(倍)	26.0	32.1	40.2	39.3	31.6
P/B(倍)	2.24	2.14	2.09	2.01	1.9

图表1 中报快读：归母净利润超出预告区间下限

单位：百万元，元/股

	2Q14	2Q15	QoQ	1H14	1H15	HoH	备注
营业收入	233	290	24.4%	513	584	13.8%	1H15 收入增长主要来自真真老老并表
营业成本	163	195	19.5%	350	403	15.2%	
毛利率	30.0%	32.7%	2.8%	31.8%	31.0%	-0.8%	1H15 毛利率下降主要是原料肉价格上涨
毛利	70	95	35.9%	163	181	10.9%	
营业税金及附加	2	2	39.9%	4	4	15.3%	
销售费用	22	44	103.1%	45	76	69.7%	销售费用率同比提升，主要是真真老老并表及市场拓展力度加强
管理费用	28	32	13.5%	58	60	2.8%	
财务费用	-7	-6	13.1%	-10	-7	24.7%	
资产减值损失	0	2	302.4%	0	2	301.5%	
公允价值变动收益	0	0		0	0		
投资收益	1	-0	-110.7%	3	-0	-104.3%	
营业利润	26	21	-19.0%	68	46	-32.3%	
营业利润率	11.1%	7.2%	-3.9%	13.3%	7.9%	-5.4%	
营业外收入	-0	0	263.6%	1	2	54.2%	
营业外支出	0	0	6.8%	0	0	-38.3%	
利润总额	26	21	-17.7%	69	48	-30.6%	
所得税	5	5	-1.7%	12	10	-20.0%	
所得税率	19.0%	22.0%	3.0%	18.9%	21.5%	2.5%	
少数股东权益	0	1	0.0%	0	1	0.0%	
归属于母公司净利润	21	15.71	-24.8%	57	37.23	-34.3%	1H15 归母净利润超出预告区间下限
净利率	9.0%	5.7%	-3.3%	11.0%	6.5%	-4.5%	
EPS	0.17	0.12	-24.8%	0.45	0.29	-34.3%	

资料来源：平安证券研究所、公司公告、wind

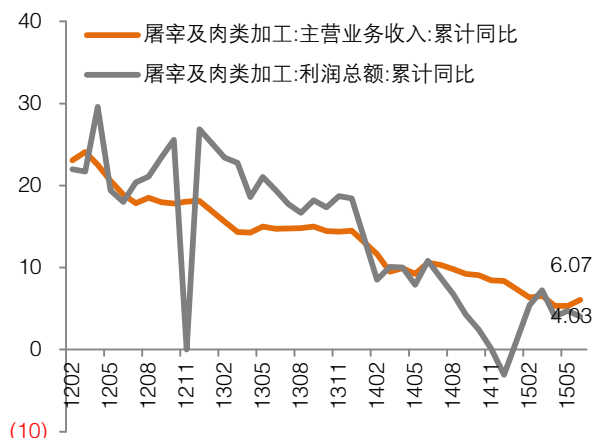
图表2 1H15 鲜货产品收入增长加快，毛利率下降

单位：百万元

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15
鲜货产品	427	386	411	386	457	424	535
同比增长率			-4%	0%	11%	10%	17%
毛利率	24.9%	28.9%	28.4%	36.0%	31.1%	28.4%	30.1%
同比变化			3.5%	7.1%	2.8%	-7.5%	-1.0%
包装产品	22.4	17.1	16.6	24.3	21.9	16.6	24.2
同比增长率			-26%	42%	32%	-32%	10%
毛利率	28.8%	22.1%	35.6%	27.6%	31.4%	27.5%	26.8%
同比变化			6.7%	5.5%	-4.1%	-0.2%	-4.6%
屠宰加工	4	11	12	23	15	23	15
同比增长率			238%	122%	30%	-2%	-6%
毛利率	37.9%	33.7%	46.3%	27.4%	36.8%	33.5%	40.5%
同比变化			8.4%	-6.3%	-9.6%	6.1%	3.8%

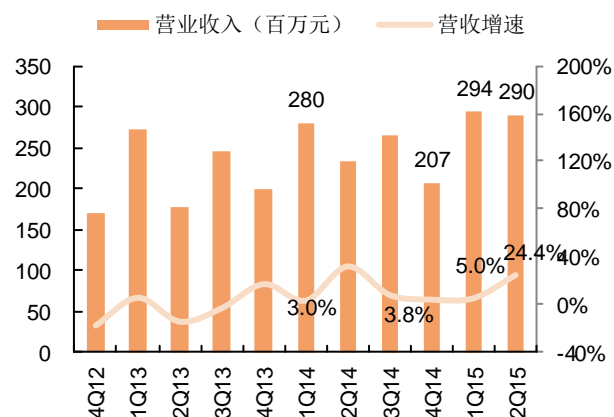
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 屠宰及肉加工行业：1H15收入、利润同比分别+6.07%、+4.03% (单位：%)



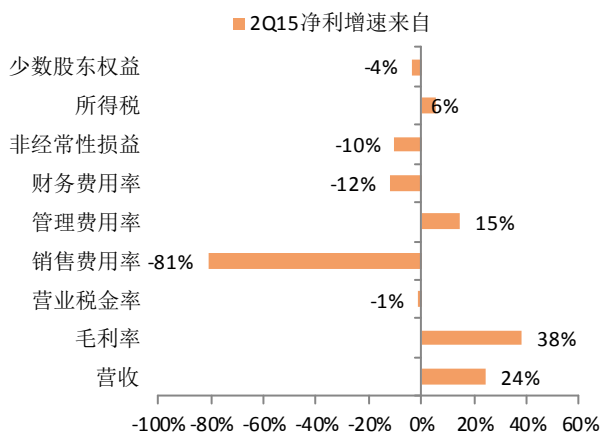
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 2Q15营收 2.9 亿元，同比+24.4%



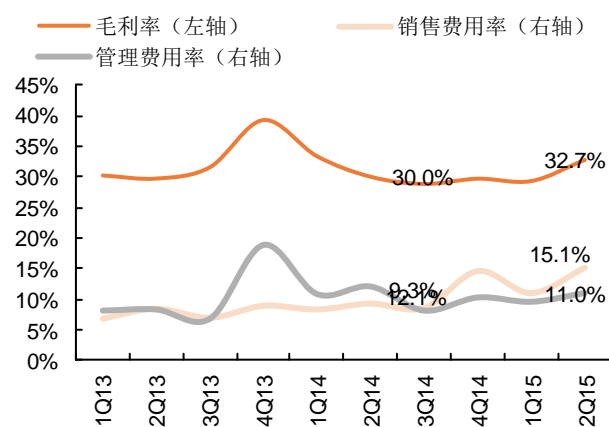
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 2Q15 净利下降主要是销售费用率提升



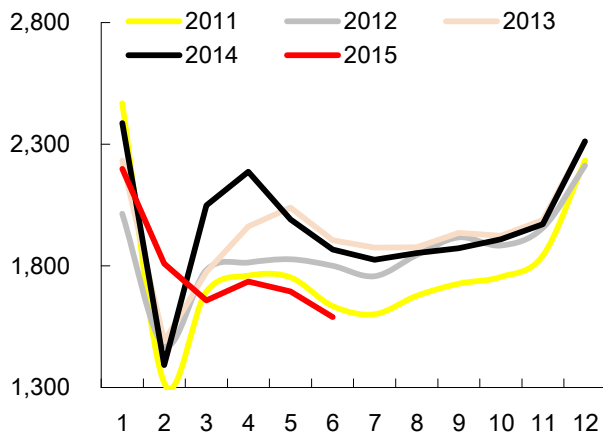
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 2Q15 毛利率+2.8PCT，销售费用率+5.9PCT，管理费用率-1.1PCT



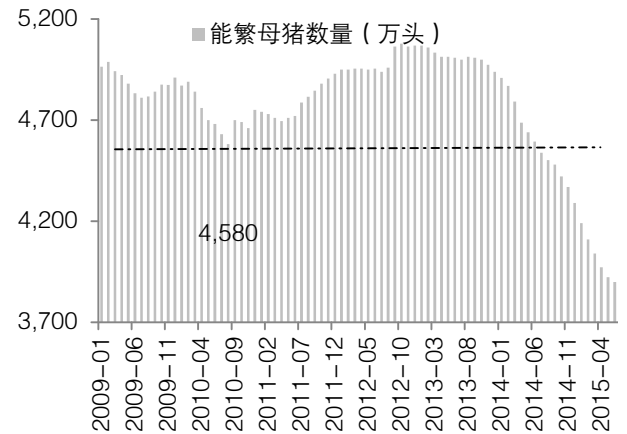
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 2Q15全国定点屠宰量同比-17%



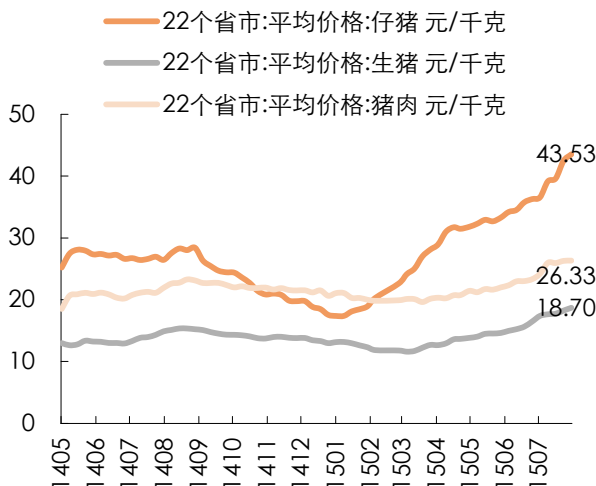
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2015年6月,能繁母猪存栏同比下降15%,环比下降0.6%,连续19个月下降。



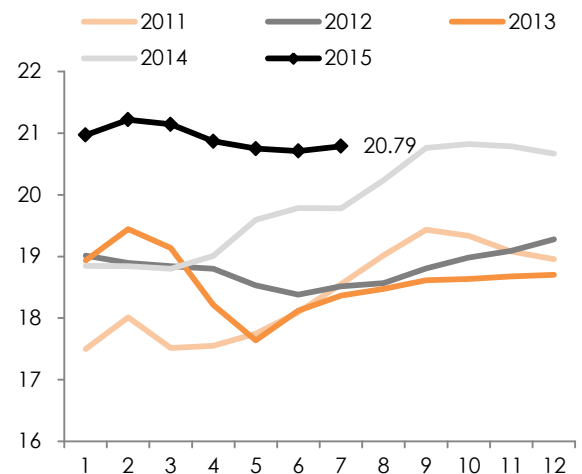
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2015年8月7日,生猪价格同比上涨24%,环比上涨2.5%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 2015年7月30日,白条鸡价格同比涨5%,环比下降0.4%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价(元)	EPS(元/股)			P/E			评级	EPS最新调整
	8月26日	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	183.88	12.22	13.14	14.30	15.0	14.0	12.9	强烈推荐	
五粮液	25.73	1.54	1.66	1.92	16.7	15.5	13.4	强烈推荐	
洋河股份	50.54	2.99	3.26	3.59	16.9	15.5	14.1	中性	
泸州老窖	19.66	0.63	1.14	1.25	31.3	17.3	15.8	中性	
青青稞酒	18.01	0.71	0.73	0.80	25.5	24.8	22.6	中性	
山西汾酒	14.07	0.41	0.44	0.56	34.2	31.9	25.3	推荐	
顺鑫农业	15.03	0.63	0.69	0.78	23.9	21.9	19.3	推荐	↓ 8% (7月11日)

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			P/E			评级	EPS 最新调整 2015E
	8月26日	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
古井贡酒	31.52	1.19	1.29	1.48	26.6	24.5	21.2	中性	
张裕 A	31.88	1.45	1.47	1.57	22.1	21.7	20.3	中性	
青岛啤酒	30.14	1.47	1.41	1.55	20.5	21.3	19.4	中性	↓ 6% (7月11日)
海天味业	28.37	0.77	0.90	1.06	36.7	31.5	26.7	强烈推荐	
中炬高新	21.62	0.36	0.30	0.36	60.1	72.2	60.7	推荐	↓ 7% (8月25日)
伊利股份	14.56	0.68	0.87	1.07	21.5	16.8	13.6	强烈推荐	↓ 9% (7月29日)
贝因美	10.68	0.07	-0.30	-0.27	158.5	-35.3	-39.4	中性	↓ 892% (8月25日)
光明乳业	15.02	0.32	0.92	1.19	46.9	16.4	12.6	推荐	
黑芝麻	11.45	0.20	0.22	0.25	58.6	52.0	45.8	中性	↓ 57% (8月4日)
安琪酵母	29.84	0.45	0.87	1.40	66.8	34.4	21.3	强烈推荐	↑ 9% (7月24日)
双汇发展	15.90	1.22	1.23	1.25	13.0	12.9	12.7	推荐	↓ 9% (8月13日)
大北农	10.37	0.29	0.27	0.44	35.8	38.3	23.5	强烈推荐	↓ 29% (8月19日)
三全食品	9.85	0.10	0.13	0.25	98.0	74.8	38.7	强烈推荐	
均值					41.4	26.1	20.0		

资料来源: 平安证券研究所、wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	1,074	1,120	1,166	1,245
现金	623	738	689	753
应收账款	16	19	19	21
其他应收款	9	9	10	11
预付账款	33	48	46	54
存货	312	294	349	369
其他流动资产	80	13	53	37
非流动资产	408	480	480	482
长期投资	0	0	0	0
固定资产	326	372	371	373
无形资产	74	73	73	73
其他非流动资产	7	35	35	36
资产总计	1,482	1,600	1,646	1,727
流动负债	63	108	120	141
短期借款	0	0	0	0
应付账款	21	19	23	24
其他流动负债	42	89	97	117
非流动负债	8	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	10	10	10
负债合计	71	118	130	151
少数股东权益	0	0	0	0
股本	124	127	127	127
资本公积	909	944	948	950
留存收益	378	442	472	530
归属母公司股东权益	1,411	1,482	1,516	1,576
负债和股东权益	1,482	1,600	1,646	1,727

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	54	122	-11	99
净利润	122	99	79	81
折旧摊销	22	27	30	30
财务费用	-22	-22	-19	-19
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-172	109	-108	0
其他经营现金流	104	-90	7	7
投资活动现金流	-177	-5	-30	-32
资本支出	-17	-19	-30	-32
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-159	14	0	0
筹资活动现金流	-28	-2	-9	-3
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-28	-2	-9	-3
现金净增加额	-150	115	-49	63

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	893	984	1,036	1,139
营业成本	603	683	736	817
营业税金及附加	6	7	7	8
营业费用	68	98	104	114
管理费用	91	101	111	119
财务费用	-22	-22	-19	-19
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	3	0	0
营业利润	148	120	97	99
营业外收入	3	2	0	0
营业外支出	2	1	0	0
利润总额	149	120	97	99
所得税	27	22	18	19
净利润	122	99	79	81
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	122	99	79	81
EBITDA	148	124	108	111
EPS (元)	0.96	0.78	0.62	0.64

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	0.4	10.2	5.3	9.9
营业利润(%)	22.3	-19.0	-18.9	2.4
归属于母公司净利润(%)	24.8	-18.9	-20.1	2.1
获利能力				
毛利率(%)	32.5	30.6	29.0	28.2
净利率(%)	13.6	10.0	7.6	7.1
ROE(%)	8.9	6.8	5.3	5.2
ROIC(%)	14.2	9.7	7.5	7.2
偿债能力				
资产负债率(%)	4.8	7.4	7.9	8.7
净负债比率(%)	-0.4	-0.5	-0.4	-0.5
流动比率	17.0	10.3	9.7	8.8
速动比率	12.1	7.6	6.8	6.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	61.8	58.5	56.7	58.2
应付账款周转率	20.7	34.5	35.3	34.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.96	0.78	0.62	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.97	-0.08	0.78
每股净资产(最新摊薄)	11.14	11.70	11.97	12.44
估值比率				
P/E	26.0	32.1	40.2	39.3
P/B	2.2	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	21.0	25.5	29.3	28.7

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±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±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 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033