

煌上煌 (002695)

4Q15业绩符合预期，暂维持“中性”评级

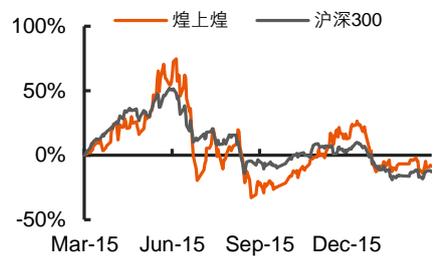
中性 (维持)

现价: 28.09 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) | 113 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 35.58 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 31.81 |
| 每股净资产(元) | 12.06 |
| 资产负债率(%) | 15.30 |

行情走势图



证券分析师

| | |
|------------|--|
| 王俏怡 | 投资咨询资格编号 S1060515110001 0755-22626689 WANGQIAOYI597@PINGAN.COM.CN |
| 文献 | 投资咨询资格编号 S1060511010014 0755-22627143 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN |
| 汤玮亮 | 投资咨询资格编号 S1060512040001 0755-22624571 TANGWEILIANG978@PINGAN.COM.CN |
| 张宇光 | 投资咨询资格编号 S1060515090001 0755-22627694 ZHANGYUGUANG467@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:

煌上煌公布15年年报，15年营收11.5亿元，同比增17%，归母净利6,088万元，同比降38%，EPS0.48元。4Q15营收2.36亿元，同比+14%，归母净利110万元，同比-92%，EPS: 0.01元。拟每10股派现金红利1.16元(含税)。

平安观点:

- **业绩与预告相符。**净利下滑主要是销售费用率提升、资产减值损失增加、毛利率下降所致。
- **并购推动15年收入增长加快，需求低迷16年开店可能不快。**4Q15营收同比+14%，主要是收购真真老老并表影响。2015年真真老老并表，贡献收入1.56亿元，扣除后，煌上煌原业务收入同比增1%，2H15煌上煌鲜货业务收入同比-16%。考虑到2015年前十月肉制品行业增长放缓，需求低迷，估计2016年门店扩张速度可能不会很快。
- **品牌认可度高、原料涨价无碍鲜货毛利率提升，市场拓展销售费用率提升、减值损失计提、毛利率较低的真真老老并表，影响了利润释放。**2H15鸭肉、鸡肉、猪肉价格分别同比+3%、+2%、+16%，煌上煌2H15鲜货毛利率同比提升3.8PCT，我们估计公司品牌形象好，可能通过提价将成本转移，但毛利率较低的真真老老粽子业务并表抵消了提价影响。行业景气度低，为了维护老店的盈利水平及拓展新店的销售市场，公司加大了费用投入，4Q15销售费用率同比+2.2PCT，同时，存货及坏账减值损失增加，也影响了利润释放。
- **暂维持“中性”评级。**分别下调16、17年EPS预测值24%、34%。预计16-18年EPS分别为0.49元、0.52元、0.55元，同比分别增长0.9%、7.5%、4.8%。最新收盘价对应P/E分别为58倍、54倍、51倍。煌上煌是中式肉制品行业收入规模前三的企业，在江西地区有很强的品牌认可度，公司正通过开店及外延并购扩展全国化渠道。中式肉制品行业集中度低，消费升级推动下，具备品牌优势的企业未来份额有望持续提升。但考虑当前需求低迷，门店扩张可能不会很快，2016年祖代鸡引种受限、禽及猪产业链的供应收缩，对公司原材料成本短期可能会带来较大压力，可能影响利润释放，暂维持“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。

| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 984 | 1151 | 1201 | 1269 | 1340 |
| YoY(%) | 10.2 | 17.0 | 4.4 | 5.6 | 5.6 |
| 净利润(百万元) | 98.6 | 64.8 | 65.4 | 70.4 | 73.7 |
| YoY(%) | -18.9 | -38.3 | 0.9 | 7.5 | 4.8 |
| 毛利率(%) | 30.6 | 30.6 | 30.9 | 30.8 | 30.8 |
| 净利率(%) | 10.0 | 5.6 | 5.4 | 5.5 | 5.5 |
| ROE(%) | 6.8 | 4.0 | 4.0 | 4.2 | 4.2 |
| EPS(摊薄/元) | 0.78 | 0.48 | 0.49 | 0.52 | 0.55 |
| P/E(倍) | 36.1 | 58.4 | 57.9 | 53.9 | 51.4 |
| P/B(倍) | 2.40 | 2.33 | 2.28 | 2.21 | 2.14 |

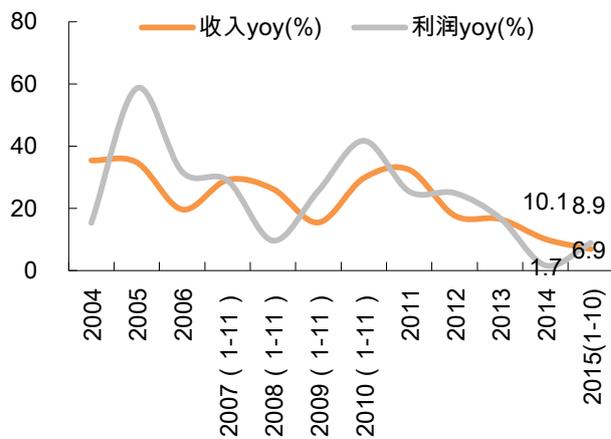
| | 4Q14 | 4Q15 | 同比变化 | FY2014 | FY2015 | 同比变化 | 备注 |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|------------------------------------|
| 营业收入 | 207 | 236 | 14.3% | 984 | 1,151 | 17.0% | 收入增长主要是收购真真老老并表推动 |
| 营业成本 | 145 | 168 | 15.7% | 683 | 798 | 16.8% | |
| 毛利率 | 29.7% | 28.8% | -0.9% | 30.6% | 30.6% | 0.1% | 15年毛利率略增估计主要是低毛利率粽子业务并表抵消了鲜货产品涨价影响 |
| 毛利 | 61 | 68 | 11.0% | 301 | 353 | 17.3% | |
| 营业税金及附加 | 1 | 2 | 31.1% | 7 | 9 | 23.6% | |
| 销售费用 | 30 | 40 | 31.2% | 98 | 153 | 56.5% | 销售费用率提升主要是加强了市场拓展 |
| 管理费用 | 21 | 25 | 16.9% | 101 | 117 | 15.5% | |
| 财务费用 | -8 | -6 | 32.7% | -22 | -15 | 32.3% | |
| 资产减值损失 | 0 | 4 | | 0 | 6 | | 主要是坏账损失及存货跌价损失 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | | 0 | 0 | | |
| 投资收益 | 0 | 0 | | 3 | 0 | | |
| 营业利润 | 17 | 3 | -81.7% | 120 | 83 | -30.3% | |
| 营业利润率 | 8.2% | 1.3% | -6.9% | 12.2% | 7.2% | -4.9% | |
| 营业外收入 | 0 | 1 | | 2 | 4 | 106.8% | 政府补助 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | -27.0% | 1 | 1 | -11.8% | 赔偿支出和非流动资产处置损失 |
| 利润总额 | 17 | 4 | -76.0% | 120 | 86 | -28.2% | |
| 所得税 | 3 | 2 | -17.6% | 22 | 21.5 | -0.8% | |
| 所得税率 | 17.1% | 79.5% | 62.4% | 18.6% | 25.8% | 7.2% | |
| 少数股东权益 | 0 | 0.50 | | 0 | 3.95 | | |
| 归属于母公司净利润 | 14 | 1 | -92.0% | 99 | 61 | -38.3% | |
| 净利率 | 6.6% | 0.5% | -6.2% | 10.0% | 5.3% | -4.7% | |
| EPS | 0.11 | 0.01 | -92.0% | 0.78 | 0.48 | -38.3% | 与业绩预告相符 |

资料来源：平安证券研究所、公司公告、wind

| | 1H12 | 2H12 | 1H13 | 2H13 | 1H14 | 2H14 | 1H15 | 2H15 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 鲜货产品 | 427 | 386 | 411 | 386 | 457 | 424 | 535 | 354 |
| 同比增长率 | | | -4% | 0% | 11% | 10% | 17% | -16% |
| 毛利率 | 24.9% | 28.9% | 28.4% | 36.0% | 31.1% | 28.4% | 30.1% | 32.3% |
| 同比变化 | | | 3.5% | 7.1% | 2.8% | -7.5% | -1.0% | 3.8% |
| 包装产品 | 22.4 | 17.1 | 16.6 | 24.3 | 21.9 | 16.6 | 24.2 | 32.8 |
| 同比增长率 | | | -26% | 42% | 32% | -32% | 10% | 98% |
| 毛利率 | 28.8% | 22.1% | 35.6% | 27.6% | 31.4% | 27.5% | 26.8% | 27.8% |
| 同比变化 | | | 6.7% | 5.5% | -4.1% | -0.2% | -4.6% | 0.3% |
| 屠宰加工 | 4 | 11 | 12 | 23 | 15 | 23 | 15 | 19 |
| 同比增长率 | | | 238% | 122% | 30% | -2% | -6% | -16% |
| 毛利率 | 37.9% | 33.7% | 46.3% | 27.4% | 36.8% | 33.5% | 40.5% | 19.0% |
| 同比变化 | | | 8.4% | -6.3% | -9.6% | 6.1% | 3.8% | -14.5% |

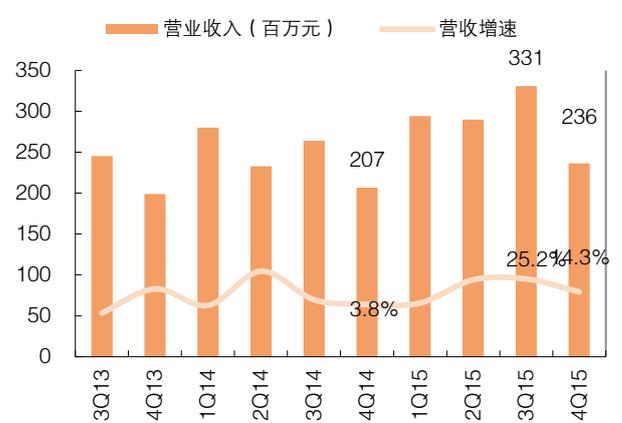
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 肉制品及副产品加工行业：2015年1-10月收入、利润同比分别+6.9%、+8.9%



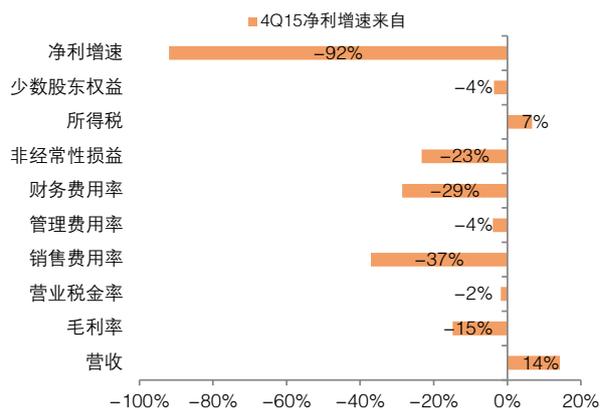
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 4Q15营收2.36亿元，同比+14.3%



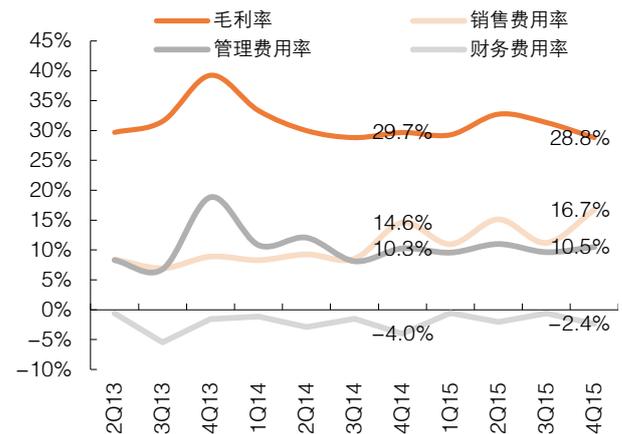
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 4Q15净利下滑主要是销售费用率提升、资产减值损失增加、毛利率下降



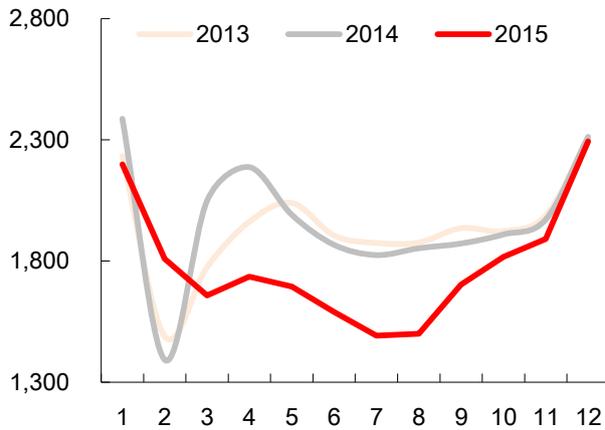
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 4Q15毛利率-0.9PCT，销售费用率+2.2PCT，管理费用率+0.2PCT，财务费用率-1.6PCT



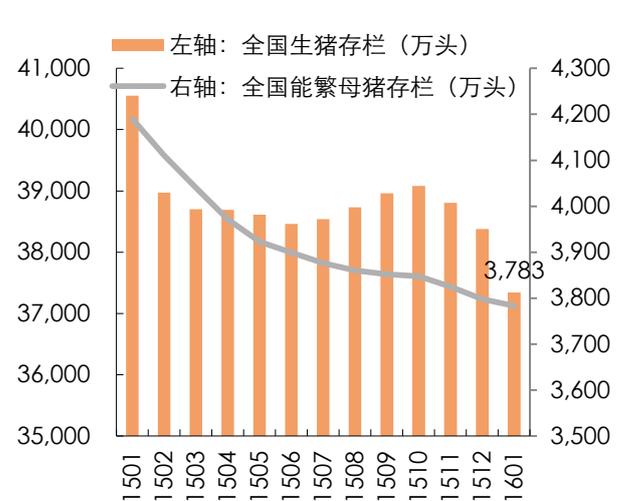
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 4Q15全国生猪定点屠宰量同比-3%，显示行业需求低迷



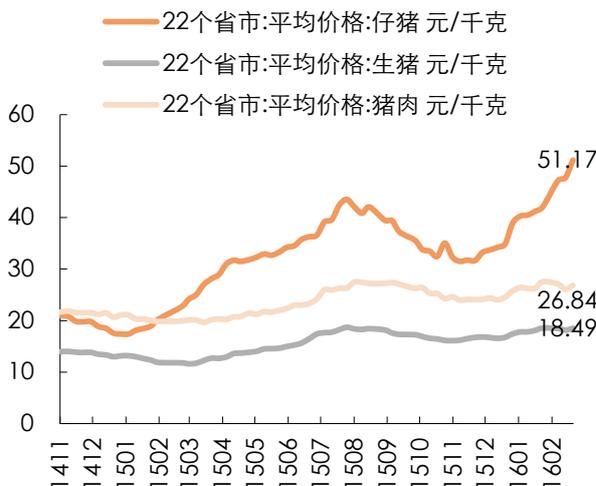
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2016年1月,能繁母猪存栏同比下降10%,环比下降0.4%



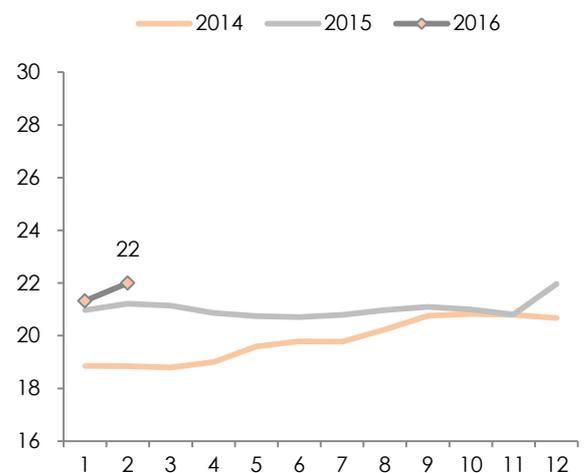
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2016年3月4日,生猪价格同比+57%,环比+1.9%



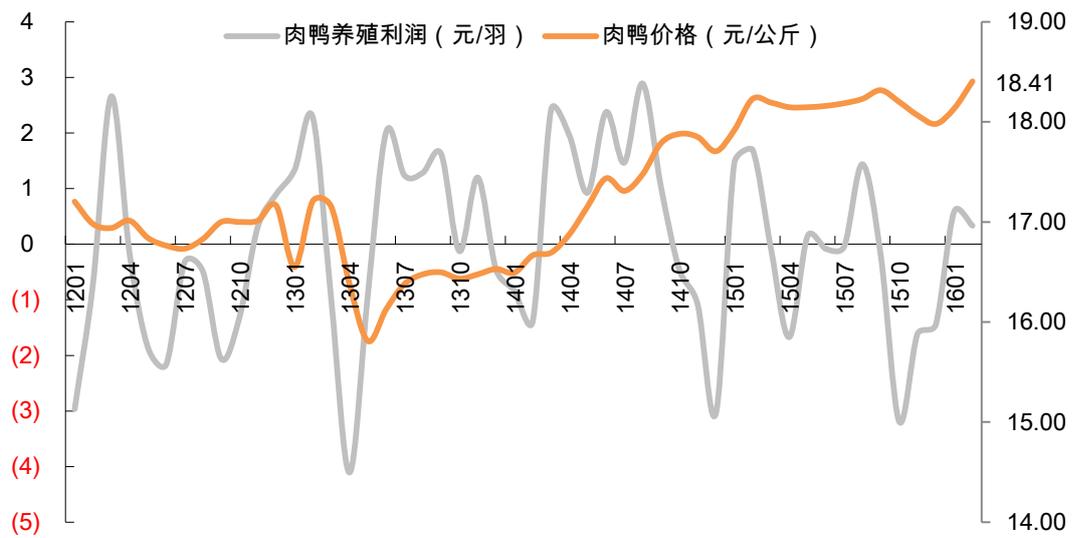
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 2016年2月29日,白条鸡价格同比涨1.9%,环比-0.8%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表1 2H15, 50个城市肉鸭均价, 同比+3%



资料来源: wind、平安证券研究所

图表11 平安重点公司盈利预测及最近一月调整情况

| 股票名称 | 股价 (元) 03月10日 | EPS (元/股) | | | P/E | | | 评级 | EPS 最新调整 2015E |
|------|------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------------------|
| | | 2014A | 2015E | 2016E | 2014A | 2015E | 2016E | | |
| 贵州茅台 | 228.06 | 12.22 | 12.61 | 13.86 | 18.7 | 18.1 | 16.4 | 强烈推荐 | |
| 五粮液 | 25.14 | 1.54 | 1.57 | 1.82 | 16.4 | 16.0 | 13.8 | 强烈推荐 | |
| 洋河股份 | 66.30 | 2.99 | 3.57 | 3.71 | 22.2 | 18.6 | 17.9 | 推荐 | ↑ +6% (2月27日) |
| 泸州老窖 | 22.12 | 0.63 | 1.01 | 1.27 | 35.3 | 21.9 | 17.4 | 中性 | |
| 青青稞酒 | 16.18 | 0.71 | 0.51 | 0.58 | 22.9 | 31.7 | 27.9 | 中性 | ↓ -6% (2月28日) |
| 山西汾酒 | 15.94 | 0.41 | 0.50 | 0.57 | 38.8 | 32.2 | 28.0 | 推荐 | |
| 顺鑫农业 | 18.78 | 0.63 | 0.66 | 0.81 | 29.8 | 28.3 | 23.1 | 强烈推荐 | |
| 古井贡酒 | 33.00 | 1.19 | 1.29 | 1.49 | 27.8 | 25.6 | 22.1 | 推荐 | |
| 张裕 A | 33.02 | 1.45 | 1.57 | 1.70 | 22.8 | 21.0 | 19.4 | 推荐 | |
| 青岛啤酒 | 27.26 | 1.47 | 1.26 | 1.08 | 18.5 | 21.6 | 25.3 | 中性 | ↓ -15% (1月24日) |
| 海天味业 | 28.42 | 0.77 | 0.93 | 1.11 | 36.8 | 30.6 | 25.6 | 强烈推荐 | ↑ 12% (3月9日) |
| 中炬高新 | 12.20 | 0.36 | 0.31 | 0.34 | 33.9 | 39.9 | 35.4 | 推荐 | |
| 伊利股份 | 13.43 | 0.68 | 0.73 | 0.81 | 19.7 | 18.5 | 16.5 | 强烈推荐 | |
| 光明乳业 | 10.87 | 0.46 | 0.29 | 0.47 | 23.6 | 38.1 | 22.9 | 中性 | |
| 黑芝麻 | 12.37 | 0.20 | 0.22 | 0.25 | 63.3 | 56.2 | 49.5 | 中性 | |
| 安琪酵母 | 35.67 | 0.45 | 0.86 | 1.40 | 79.9 | 41.6 | 25.4 | 强烈推荐 | |
| 双汇发展 | 20.05 | 1.22 | 1.28 | 1.37 | 16.4 | 15.7 | 14.6 | 推荐 | |
| 老白干酒 | 49.82 | 0.34 | 0.62 | 1.17 | 147.6 | 80.0 | 42.5 | 强烈推荐 | ↓ -3% (2月28日) |
| 三全食品 | 8.06 | 0.10 | 0.04 | 0.19 | 80.2 | 183.7 | 43.1 | 强烈推荐 | ↓ -32% (2月28日) |
| 贝因美 | 11.36 | 0.07 | 0.10 | 0.10 | 168.6 | 109.6 | 108.5 | 中性 | ↑ 扭亏 (1月26日) |
| 均值 | | | | | 31.0 | 28.0 | 23.6 | | |

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 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1,120 | 1,163 | 1,214 | 1,284 |
| 现金 | 738 | 683 | 732 | 765 |
| 应收账款 | 19 | 44 | 34 | 42 |
| 其他应收款 | 9 | 14 | 13 | 15 |
| 预付账款 | 48 | 59 | 59 | 64 |
| 存货 | 294 | 352 | 362 | 385 |
| 其他流动资产 | 13 | 12 | 14 | 14 |
| 非流动资产 | 480 | 665 | 650 | 656 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 372 | 519 | 509 | 512 |
| 无形资产 | 73 | 79 | 79 | 79 |
| 其他非流动资产 | 35 | 66 | 62 | 64 |
| 资产总计 | 1,600 | 1,828 | 1,863 | 1,940 |
| 流动负债 | 108 | 219 | 217 | 239 |
| 短期借款 | 0 | 47 | 47 | 47 |
| 应付账款 | 19 | 37 | 31 | 36 |
| 其他流动负债 | 89 | 135 | 139 | 156 |
| 非流动负债 | 10 | 61 | 61 | 61 |
| 长期借款 | 0 | 32 | 32 | 32 |
| 其他非流动负债 | 10 | 28 | 28 | 28 |
| 负债合计 | 118 | 280 | 277 | 300 |
| 少数股东权益 | 0 | 21 | 25 | 29 |
| 股本 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 资本公积 | 944 | 944 | 945 | 945 |
| 留存收益 | 442 | 476 | 508 | 558 |
| 归属母公司股东权益 | 1,482 | 1,528 | 1,561 | 1,612 |
| 负债和股东权益 | 1,600 | 1,828 | 1,863 | 1,940 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 122 | 109 | 96 | 94 |
| 净利润 | 99 | 65 | 65 | 70 |
| 折旧摊销 | 27 | 39 | 51 | 50 |
| 财务费用 | -22 | -15 | -9 | -9 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 109 | -43 | -21 | -19 |
| 其他经营现金流 | -90 | 64 | 9 | 1 |
| 投资活动现金流 | -5 | -136 | -41 | -54 |
| 资本支出 | -21 | -23 | -41 | -54 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 16 | -114 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -2 | -29 | -6 | -6 |
| 短期借款 | 0 | 47 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 32 | 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 | -2 | -108 | -6 | -6 |
| 现金净增加额 | 115 | -56 | 49 | 34 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 984 | 1,151 | 1,201 | 1,269 |
| 营业成本 | 683 | 798 | 830 | 877 |
| 营业税金及附加 | 7 | 9 | 9 | 9 |
| 营业费用 | 98 | 153 | 155 | 164 |
| 管理费用 | 101 | 117 | 125 | 131 |
| 财务费用 | -22 | -15 | -9 | -9 |
| 资产减值损失 | 0 | 6 | 6 | 6 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 120 | 83 | 85 | 90 |
| 营业外收入 | 2 | 4 | 4 | 4 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 120 | 86 | 88 | 94 |
| 所得税 | 22 | 22 | 22 | 23 |
| 净利润 | 99 | 65 | 65 | 70 |
| 少数股东损益 | 0 | 4 | 4 | 4 |
| 归属母公司净利润 | 99 | 61 | 61 | 66 |
| EBITDA | 124 | 107 | 127 | 132 |
| EPS (元) | 0.78 | 0.48 | 0.49 | 0.52 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 10.2 | 17.0 | 4.4 | 5.6 |
| 营业利润(%) | -19.0 | -30.3 | 1.5 | 6.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | -18.9 | -38.3 | 0.9 | 7.5 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 30.6 | 30.6 | 30.9 | 30.8 |
| 净利率(%) | 10.0 | 5.6 | 5.4 | 5.5 |
| ROE(%) | 6.8 | 4.0 | 4.0 | 4.2 |
| ROIC(%) | 9.7 | 5.5 | 5.4 | 5.8 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 7.4 | 15.3 | 14.9 | 15.4 |
| 净负债比率(%) | -0.5 | -0.4 | -0.4 | -0.4 |
| 流动比率 | 10.3 | 5.3 | 5.6 | 5.4 |
| 速动比率 | 7.6 | 3.7 | 3.9 | 3.8 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 58.5 | 37.8 | 31.5 | 34.0 |
| 应付账款周转率 | 34.5 | 30.3 | 26.5 | 27.9 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.78 | 0.48 | 0.49 | 0.52 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.97 | 0.86 | 0.76 | 0.74 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 11.70 | 12.06 | 12.33 | 12.72 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 36.07 | 58.44 | 57.90 | 53.86 |
| P/B | 2.40 | 2.33 | 2.28 | 2.21 |
| EV/EBITDA | 28.69 | 34.41 | 29.04 | 28.03 |

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 2016 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