

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

丰富渠道品类，便于嘉兴建厂

——煌上煌（002695）股权收购点评

事件：

煌上煌于2014年1月6日晚公告，公司于2014年11月6日与嘉兴市真真老老食品有限公司股东邵建国、冯月明、吴沂加、唐燕飞、冯榴珍签署了《关于嘉兴市真真老老食品有限公司股权转让意向性协议》，拟投资不超过7370.00万元人民币，通过股权转让的方式收购真真老老67%的股权。

公告称真真老老公司原股东在收购完成后在2015年至2017年三个会计年度内，负责标的公司的日常营运工作，并保证2014年预计达到扣除非经常损益后的净利润为500.00万元，2015年达到1200.00万元，2016年达到1450.00万元，2017年达到1730.00万元。同时，真真老老公司原股东确保标的公司在2014年12月31日，经审计评估后的净资产不低于5050万元。如果净资产低于5050万元，由真真老老公司原股东负责向目标公司补足差额。

投资要点：

1、收购有望丰富渠道品类，提高营收和利润

截止2014年9月30日，真真老老总资产15276.22万元，净资产4299.60万元；营业收入12421.80万元，净利润206.97万元。按照2014年12月31日预计可评估净资产5050万元，公司按照7370万元收购67%股权计算，相当于净资产溢价118%。煌上煌收购后，一方面有望继续做大粽子原有渠道业务，另一方面通过在煌上煌连锁门店销售粽子，可增加营收和利润。

2、便于嘉兴建设酱卤肉工厂，加快实现全国化布局

收购嘉兴真真老老公司股权后，无论是人脉还是土地资源，都便于公司在嘉兴现有厂区内建设酱卤肉工厂，从而更好的辐射上海、浙江、江苏市场，加快实现全国化布局。

3、盈利预测与投资建议

我们预测煌上煌2014/15/16年EPS分别为0.99/1.40/1.75元，对应2014/15/16年PE分别为34.50/24.59/19.60，维持公司“买入”评级。

4、风险提示

开店数量不达预期，开店效益难以体现；并购整合不达预期。

表 1、煌上煌盈利预测

证券代码:	002695.sz				股票价格:	34.31	投资评级:	买入		日期:	2014/11/6
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E		
盈利能力					每股指标						
ROE	9%	7%	8%	7%	EPS	0.98	0.99	1.40	1.75		
毛利率	32%	31%	31%	31%	BVPS	11.39	14.33	18.47	23.65		
期间费率	16%	18%	17%	15%	估值						
销售净利率	14%	11%	12%	13%	P/E	34.95	34.50	24.59	19.60		
成长能力					P/B	3.01	2.39	1.86	1.45		
收入增长率	0%	29%	25%	20%	P/S	4.76	3.69	2.95	2.46		
利润增长率	25%	1%	40%	25%							
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E		
总资产周转率	0.60	0.62	0.61	0.57	营业收入	893	1152	1440	1728		
应收账款周转率	36.04	36.04	36.04	36.04	营业成本	603	795	991	1193		
存货周转率	1.93	1.93	1.93	1.93	营业税金及附加	6	8	10	12		
偿债能力					销售费用	68	93	113	138		
资产负债率	5%	4%	4%	3%	管理费用	91	121	149	180		
流动比	17.03	18.42	22.43	27.36	财务费用	(22)	(9)	(29)	(60)		
速动比	12.07	12.50	15.73	19.99	其他费用/(-收入)	1	5	3	1		
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	148	149	209	266		
现金及现金等价物	623	700	994	1426	营业外净收支	1	1	1	0		
应收款项	25	32	40	48	利润总额	149	150	210	266		
存货净额	312	416	519	624	所得税费用	27	27	38	50		
其他流动资产	113	146	183	219	净利润	122	123	173	217		
流动资产合计	1074	1294	1736	2318	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	280	352	447	522	归属于母公司净利润	122	123	173	217		
在建工程	46	126	116	116	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E		
无形资产及其他	74	74	67	60	经营活动现金流	54	8	61	111		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	122	123	173	217		
资产总计	1482	1854	2373	3022	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	19	35	43	51		
应付款项	21	27	34	41	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	1	2	2	2	营运资金变动	(87)	(151)	(154)	(157)		
其他流动负债	41	41	41	41	投资活动现金流	(177)	(152)	(85)	(75)		
流动负债合计	63	70	77	85	资本支出	(64)	(152)	(85)	(75)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	8	8	8	8	其他	(113)	0	0	0		
长期负债合计	8	8	8	8	筹资活动现金流	269	242	339	425		
负债合计	71	78	85	92	债务融资	0	0	0	0		
股本	124	124	124	124	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	1411	1776	2288	2930	其它	269	242	339	425		
负债和股东权益总计	1482	1854	2373	3022	现金净增加额	147	98	316	461		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。