

## 产品升级初见成效，资产安全垫充足

公司简报

### ◆事件：

公司公布年报，14年实现收入11.9亿元，同比增速0.29%；归属母公司股东净利润2200万元，同比增加151.8%；折合EPS0.05元，扣非后净利润亏损1770万元。

### ◆牙膏升级、纸品转型成果显著：

分业务来看，日化产品实现销售收入4.9亿元，较上年同期增长6.7%，其中两面针品牌牙膏带来营业收入1.1亿元，同比增长34%。纸品业务实现销售2.0亿元，同比增长15.7%；三氯蔗糖的收入为3.4亿元，增速下滑了14.4%；药品业务收入9900万元，增幅9.3%；家庭卫生用品收入2300万元，下滑16.3%；商贸业务略有下滑，收入1100万元；房地产收入183.2万元。在日化、纸品等主要业务快速增长的情况下，公司总收入实现了正增长。

14年公司综合毛利率处于11.7%的低位，较13年下降了9.1个百分点。主要是因为纸品和三氯蔗糖毛利率降低所导致的，14年纸品毛利率-11.7%，三氯蔗糖毛利率下滑至10.1%。

### ◆公司治理优化，安全边际充足：

14年公司向实际控制人柳州产投定向增发1亿股，募资4.6亿元，使得其持股比例从18.52%增长至33.34%，显著增强了大股东对公司经营控制、收益分享的水平。公司处在重拾升势的业务转型时期，核心主业牙膏坚持中药、植物两条主线，产品全面升级，8万吨生活用纸项目也已完成一期2万吨纸品销售，规模效应显现。而公司所持有的金融资产及土地资产在不断增值，能够提供充足安全边际。

### ◆盈利预测及估值：

我们测算公司15-17年收入16.1、19.8、24.2亿元，实现归母净利润0.64、1.19、1.88亿元，考虑增发摊薄，折合EPS0.12、0.22、0.34元。给予目标价11.0元，维持买入评级。

### ◆风险提示：

高端牙膏消费市场的拓展进度不达预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,184	1,187	1,612	1,983	2,423
营业收入增长率	-3.59%	0.29%	35.81%	22.99%	22.19%
净利润(百万元)	10	22	64	119	188
净利润增长率	-39.75%	116.82%	190.09%	87.76%	57.25%
EPS(元)	0.02	0.04	0.12	0.22	0.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.56%	1.01%	2.36%	4.25%	6.26%
P/E	497	229	79	42	27
P/B	3	2	2	2	2

### 买入(维持)

当前价/目标价：9.14/11.00元

目标期限：6个月

### 分析师

刘 晓波 (执业证书编号：S0930512080003)

021-22169177

[liuxb@ebsec.com](mailto:liuxb@ebsec.com)

### 联系人

雒文

021-22169076

[luowen@ebsec.com](mailto:luowen@ebsec.com)

### 市场数据

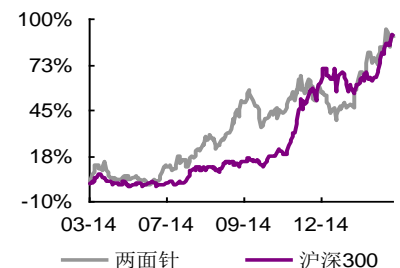
总股本(亿股)：5.50

总市值(亿元)：50.27

一年最低/最高(元)：4.66/9.37

近3月换手率：116.70%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.14	7.31	-0.08
绝对	15.57	24.01	92.06

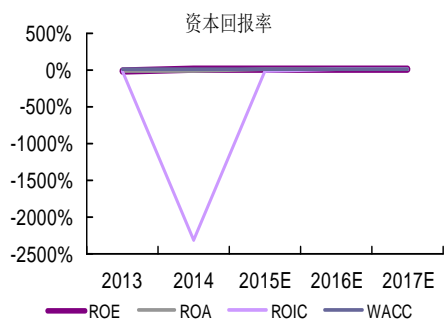
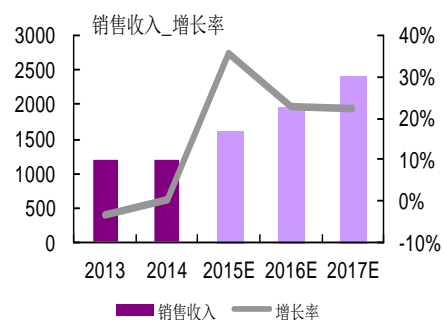
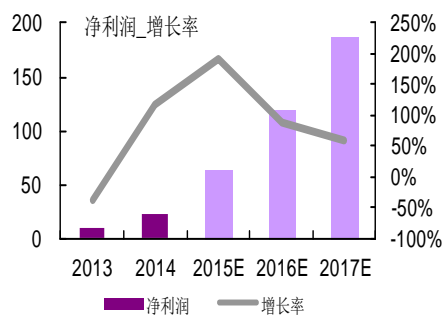
### 相关研报

牙膏业务快速增长，反转可期

.....2014-08-16

枯木又一春

.....2014-04-25



利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1,184</b>	<b>1,187</b>	<b>1,612</b>	<b>1,983</b>	<b>2,423</b>
营业成本	937	1,048	1,151	1,369	1,623
折旧和摊销	85	100	21	24	27
营业税费	5	6	6	8	10
销售费用	140	163	193	238	276
管理费用	187	183	253	297	356
财务费用	27	41	17	17	22
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	171	272	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>18</b>	<b>-4</b>	<b>89</b>	<b>153</b>	<b>233</b>
<b>利润总额</b>	<b>31</b>	<b>0</b>	<b>106</b>	<b>170</b>	<b>250</b>
少数股东损益	-1	-54	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>10.10</b>	<b>21.91</b>	<b>63.56</b>	<b>119.33</b>	<b>187.65</b>

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>总资产</b>	<b>3,244</b>	<b>4,109</b>	<b>4,116</b>	<b>4,280</b>	<b>4,588</b>
流动资产	1,033	1,332	1,989	2,127	2,413
货币资金	399	631	1,230	1,247	1,394
交易型金融资产	6	7	5	5	5
应收帐款	147	147	204	251	305
应收票据	21	17	26	30	36
其他应收款	54	81	66	77	94
存货	360	367	397	447	498
可供出售投资	477	1,164	450	450	450
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	246	10	10	10	10
固定资产	1,089	1,131	1,229	1,282	1,328
无形资产	310	359	341	324	308
<b>总负债</b>	<b>1,277</b>	<b>1,822</b>	<b>1,306</b>	<b>1,350</b>	<b>1,471</b>
无息负债	742	1,326	1,180	1,227	1,352
有息负债	535	497	126	123	119
<b>股东权益</b>	<b>1,967</b>	<b>2,287</b>	<b>2,810</b>	<b>2,930</b>	<b>3,117</b>
股本	450	450	550	550	550
公积金	1,009	745	1,111	1,123	1,142
未分配利润	332	335	393	500	669
少数股东权益	175	121	121	121	121

现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>-166</b>	<b>-191</b>	<b>-14</b>	<b>123</b>
净利润	10	22	64	119	188
折旧摊销	85	100	21	24	27
净营运资金增加	-82	-359	229	200	163
其他	-11	70	-505	-358	-254
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>81</b>	<b>133</b>	<b>718</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
净资本支出	-146	-184	-98	-50	-50
长期投资变化	246	10	0	0	0
其他资产变化	-19	306	816	100	100
<b>融资活动现金流</b>	<b>-6</b>	<b>270</b>	<b>72</b>	<b>-20</b>	<b>-27</b>
股本变化	0	0	100	0	0
债务净变化	38	-38	-371	-3	-4
无息负债变化	126	583	-145	47	125
<b>净现金流</b>	<b>78</b>	<b>236</b>	<b>599</b>	<b>17</b>	<b>147</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-3.59%	0.29%	35.81%	22.99%	22.19%
净利润增长率	-39.75%	116.82%	190.09%	87.76%	57.25%
EBITDA/EBITDA 增长率	76.80%	237.73%	-119.31%	261.62%	92.11%
EBIT/EBIT 增长率	31.50%	88.14%	-102.31%	1191.62%	120.58%
<b>估值指标</b>					
PE	497	229	79	42	27
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	-106	-25	162	46	24
EV/EBIT	-34	-15	778	62	28
EV/NOPLAT	-114	0	1,297	88	37
EV/Sales	4	3	3	2	2
EV/IC	2	3	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	20.80%	11.69%	28.63%	30.93%	33.00%
EBITDA 率	-3.40%	-11.45%	1.63%	4.79%	7.53%
EBIT 率	-10.59%	-19.87%	0.34%	3.56%	6.42%
税前净利润率	2.60%	-0.02%	6.57%	8.60%	10.33%
税后净利润率 (归属母公司)	0.85%	1.85%	3.94%	6.02%	7.75%
ROA	0.28%	-0.79%	1.54%	2.79%	4.09%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.56%	1.01%	2.36%	4.25%	6.26%
经营性 ROIC	-2.11%	-2330.93%	0.18%	2.45%	5.30%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.99	0.93	1.91	1.96	2.00
速动比率	0.65	0.67	1.53	1.55	1.59
归属母公司权益/有息债务	3.35	4.36	21.41	22.82	25.21
有形资产/有息债务	5.46	7.50	29.98	32.06	35.94
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.02	0.04	0.12	0.22	0.34
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.00	-0.30	-0.35	-0.02	0.22
每股自由现金流(FCFF)	0.04	-57.71	-0.55	-0.32	-0.12
每股净资产	3.26	3.94	4.89	5.11	5.45
每股销售收入	2.15	2.16	2.93	3.61	4.41

资料来源：光大证券、上市公司

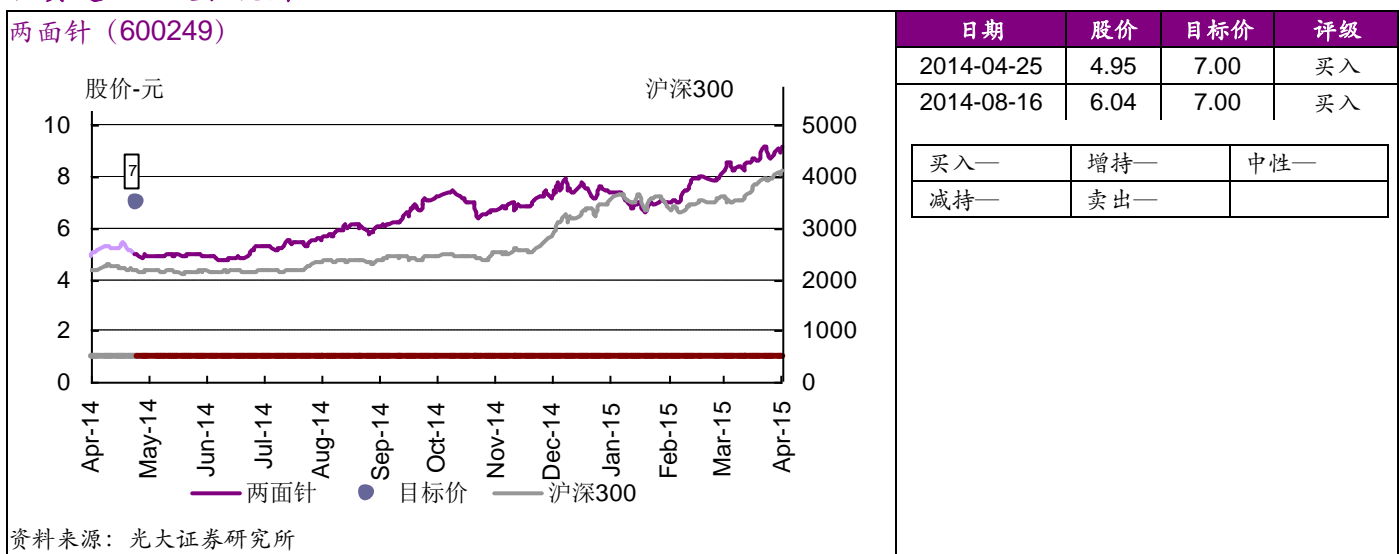
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济学硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
  - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
  - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
  - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
  - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixiao1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com