

## 证券研究报告

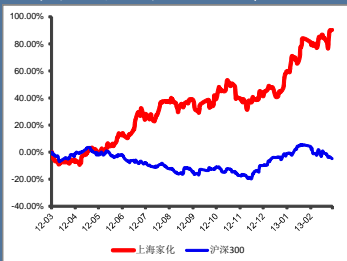
## 公司研究——跟踪报告

## 上海家化（600315.sh）



上次评级：买入，2013.01.21

## 上海家化相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

## 公司主要数据

收盘价(元)	65.67
52周内股价波动区间(元)	31.28-65.67
最近一月涨跌幅(%)	3.40
总股本(亿股)	4.48
流通A股比例(%)	94.35
总市值(亿元)	294.43

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## 郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

## 麦士荣 行业分析师

执业编号：S1500512070005

联系电话：+86 10 63081084

邮箱：maiturong@cindasc.com

## 相关研究

《《六神美加净为盾，佰草集高夫为矛，花王天江为双翼》2012.8

《前三季度盈利大幅增长》2012.10

《2012年度公司业绩增长符合预期》

2013.1

## 财务数据分析及公司品牌的战略重点探讨

2013年03月19日

**事件：**公司发布2012年年度报告，2012年营业收入45.04亿元，同比增长25.93%；归属于上市公司股东的净利润6.15亿元，同比增长70.14%；扣除非经常性的净利润为5.52亿元，同比增长59.64%；实现基本每股收益1.41元/股，全面摊薄每股收益为1.37元/股。

## 点评：

◆ **仍然看好公司业绩增长：**在六神、美加净等品牌平稳增长时，公司将更多的注意力放在佰草集、高夫等毛利率较高的产品上，通过稳健的品牌推广策略，调整公司产品结构，驱动公司业绩增长。

◆ **财务数据分析：**我们预期2013、2014年净利润增速22%、49%，未来3年复合增长率约为33%。增长来自于销售收入的持续扩大（贡献约14%）、毛利率提升（贡献约14%）、投资收益增加（贡献约5%）。

◆ **超级品牌佰草集是家化的战略重点：**佰草集与主要竞争对手相比，定价较为合理，获得了部分消费者的认可，作为中档品牌可以通过向上和向下发展子品牌，实现品牌金字塔中贯通上下的超级品牌，超级品牌有利于集中资源优势抢占市场。

◆ **风险因素：**宏观经济的持续恶化导致消费行业的持续低迷，影响公司各品牌销售收入的增长。

◆ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司2013-2015年销售收入分别达到52.10亿元、60.03亿元和69.34亿元，净利润分别为7.76亿元、11.63亿元和15.17亿元，EPS分别为1.73元、2.59元和3.38元（此前预计2013-2014分别为1.76元和2.63元），维持“买入”评级。

## 公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	3,577	4,504	5,210	6,003	6,934
增长率YoY%	15.6%	25.9%	15.7%	15.2%	15.5%
净利润(百万元)	361	615	776	1,163	1,517
增长率YoY%	31.1%	70.1%	26.2%	49.9%	30.4%
毛利率%	57.5%	55.0%	61.7%	66.6%	67.4%
净资产收益率ROE%	22.2%	27.5%	26.7%	33.6%	35.2%
每股收益EPS(元)	0.85	1.37	1.73	2.59	3.38
市场一致预期EPS(元)			1.85	2.51	3.26
市盈率P/E(倍)	77	48	38	25	19
市净率P/B(倍)	17.0	13.1	10.1	8.5	6.8

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2013年3月18日收盘价

## 目 录

一、仍然看好上海家化 .....	1
二、财务数据分析 .....	2
三、品牌战略 .....	6
超级品牌佰草集是家化的战略重点 .....	6
双妹目前还没有与国外品牌直接竞争的实力 .....	7
四、如何为上海家化估值? .....	8

## 图 目 录

图表 1: 资产负债表 2012 年与 2011 年对比 (左侧) .....	2
图表 2: 资产负债表 2012 年与 2011 年对比 (右侧) .....	2
图表 3: 资产负债表 2012 年与信达证券预测值对比 (左侧) .....	3
图表 4: 资产负债表 2012 年与信达证券预测值对比 (右侧) .....	3
图表 5: 利润表 2012 年与 2011 年对比 .....	4
图表 6: 现金流量表 2012 年与 2011 年对比 .....	4
图表 7: 利润表 2012 年与信达证券预测值对比 .....	5
图表 8: 现金流量表 2012 年与信达证券预测值对比 .....	5
图表 9: 佰草集与其他品牌对比 (1) .....	6
图表 10: 佰草集与其他品牌对比 (2) .....	6
图表 11: 欧莱雅品牌结构 .....	7
图表 12: 雅诗兰黛及 LV 品牌结构 .....	7
图表 13: 双妹与其他品牌对比 .....	8
图表 14: 2012 年 8 月 DCF 估值结果 .....	9
图表 15: 可比公司财务数据对比 .....	10

## 一、仍然看好上海家化

2012 年，公司实现营业收入 4,504,122,570.41 元，相比去年同期 3,576,607,562.87 元，同比增长 25.93%，其中产品销售收入增长 28.89%，占比从去年的 88.52% 提高到 89.85%；归属于上市公司股东的净利润 6.15 亿元，同比增长 70.14%；扣除非经常性的净利润为 5.52 亿元，同比增长 59.64%；实现基本每股收益 1.41 元/股，全面摊薄每股收益为 1.37 元/股。主要得益于六神，美加净，佰草集，高夫等几大品牌销售收入的同比增长和代理花王所产生的销售收入。

和我们在 2012 年 8 月份的深度报告《六神美加净为盾，佰草集高夫为矛，花王天江为双翼》预期一致，公司在六神、美加净等低端品牌以每年 15-20% 的速度平稳增长时，将更多的注意力放在佰草集、高夫等毛利率较高的产品上，通过稳健的品牌推广策略，调整公司产品结构驱动公司业绩增长。后面我们会将公司 2012 年度实际情况与我们此前的预测情况进行一个对比。

对于公司未来业绩的增长点，我们预期 2013、2014 年净利润增速 22%、49%，未来 3 年复合增长率约为 33%。增长来自于销售收入的持续扩大（贡献约 14%）、毛利率提升（贡献约 14%）、投资收益增加（贡献约 5%）。

销售收入的增长与毛利率的提升有本质的联系，即高毛利产品能够负担更高的销售费用，因此增速较高，在总收入中的占比提高，带动了平均毛利率的上升。

同时因为公司没有有息负债，现金流充裕，高于同业的资产周转率和较低的投入资本造就了高于全球竞争对手的 ROIC，也使投资者愿意支付较高的溢价。

**盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司 2013-2015 年销售收入分别达到 52.10 亿元、60.03 亿元和 69.34 亿元，净利润分别为 7.76 亿元、11.63 亿元和 15.17 亿元，EPS 分别为 1.73 元、2.59 元和 3.38 元（此前预计 2013-2014 分别为 1.76 元和 2.63 元），对应 2013 年 3 月 18 日收盘价（65.67 元）的动态 PE 分别为 38 倍、25 倍和 19 倍。维持“买入”评级。

## 二、财务数据分析

分析上海家化的资产负债表可以看到，公司资产和股东权益增长健康，现金获取能力和对上下游的话语权增强。

图表 1：资产负债表 2012 年与 2011 年对比（左侧）

资产负债表	2011A	2012A	12-11	总资产=1
流动资产	1767	2197	24.3%	16.9%
货币资金	872	1329	52.4%	17.9%
经营性应收	473	457	-3.4%	-0.6%
存货	399	375	-5.9%	-0.9%
非流动资产	779	1450	86.0%	26.3%
可供出售金融资产	0	492		19.3%
长期投资	358	508	41.7%	5.9%
固定资产	235	217	-7.3%	-0.7%
无形资产	94	115	22.4%	0.8%
资产总计	2547	3647	43.2%	43.2%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图表 2：资产负债表 2012 年与 2011 年对比（右侧）

资产负债表	2011A	2012A	12-11	总资产=1
流动负债	763	905	18.6%	5.6%
短期借款	10	0	-100.0%	-0.4%
经营性应付	422	532	26.0%	4.3%
非流动负债	2	11	340.0%	0.3%
长期借款	0	0		
负债合计	765	915	19.6%	5.9%
所有者权益合计	1782	2731	53.3%	37.3%
少数股东权益	23	21	-6.7%	-0.1%
归属母公司股东权益	1759	2710	54.1%	37.4%
负债和股东权益	2547	3647	43.2%	43.2%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

资产负债表左侧，货币资金比 2011 年同比大幅上升，长期投资和无形资产增加明显。以 2011 年总资产=1 的结构比例来看，货币资金和可供出售金融资产合计增加 37.2%，构成了资产增长(+43.2%)的主要部分。

资产负债表右侧，归属母公司股东权益比 2011 年同比大幅上升。以总资产=1 的结构比例来看，资本公积和未分配利润合计增加 34.0%，构成了负债和股东权益增长(+43.2%)的主要部分，实现了股东权益的增长。

对比公司实际表现和我们 8 月份的预期，可以看到公司对上下游的话语权上升超出了我们的预期。

图表 3: 资产负债表 2012 年与信达证券预测值对比 (左侧)

资产负债表	2012E	2012A	12A-12E	总资产=1
流动资产	2426	2197	-9.5%	-6.9%
货币资金	1439	1329	-7.7%	-3.4%
经营性应收	523	457	-12.7%	-2.0%
存货	440	375	-14.7%	-2.0%
非流动资产	875	1450	65.6%	17.4%
可供出售金融资产	0	492		14.9%
长期投资	358	508	41.7%	4.5%
固定资产	236	217	-7.8%	-0.6%
无形资产	155	115	-25.5%	-1.2%
资产总计	3302	3647	10.5%	10.5%

资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

图表 4: 资产负债表 2012 年与信达证券预测值对比 (右侧)

资产负债表	2012E	2012A	12A-12E	总资产=1
流动负债	831	905	8.9%	2.2%
短期借款	10	0	-100.0%	-0.3%
经营性应付	462	532	15.1%	2.1%
非流动负债	2	11	340.0%	0.3%
长期借款	0	0		
负债合计	834	915	9.8%	2.5%
所有者权益合计	2468	2731	10.7%	8.0%
少数股东权益	24	21	-8.9%	-0.1%
归属母公司股东权益	2445	2710	10.9%	8.0%
负债和股东权益	3302	3647	10.5%	10.5%

资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

2012 年公司披露的实际表现上，在资产负债表左侧，货币资金增量比信达预期低 7.7%，按照 2012 年预测总资产=1 的结构比例来看，货币资金增量低于预期的原因是增加了可供出售金融资产，加总则高于我们的预期，高出的部分相当于总资产的 10.5%，约等于实际总资产高出预期的部分，这反映出公司获取现金的能力超出了我们的预测。

可以从经营性应收项目以及存货中发现，这部分比我们的预测低总资产的 4%，经营性应付则高出约 2%，即公司对上下游的控制力加强；与预测差异的其余部分则来自于资本公积金，即股权激励相应的部分。

分析上海家化的利润表和现金流量表可以看到，公司利润增长主要来自于收入增长、经营能力提高和投资收益增加。

图表 5: 利润表 2012 年与 2011 年对比

利润表	2011A	2012A	12-11	收入=1
营业收入	3577	4504	25.9%	25.9%
营业成本	1519	2026	33.4%	14.2%
销售费用	1283	1395	8.7%	3.1%
管理费用	393	503	27.8%	3.1%
财务费用	-11	-17	-55.8%	-0.2%
投资净收益	89	168	89.2%	2.2%
营业利润	436	709	62.8%	7.6%
利润总额	452	723	59.9%	7.6%
净利润	365	628	72.0%	7.4%
少数股东损益	4	13	254.7%	0.3%
归属母公司净利润	361	615	70.1%	7.1%
EBITDA	414	581	40.3%	4.7%
EBIT	343	537	56.4%	5.4%
EPS (摊薄)	0.85	1.37	61.2%	61.2%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图表 6: 现金流量表 2012 年与 2011 年对比

现金流量表	2011A	2012A	12-11	净利润=1
经营活动现金流	347	833	140.0%	133.1%
净利润	365	628	72.0%	72.0%
折旧摊销	71	44	-37.9%	-7.4%
财务费用	1	1	-18.5%	0.0%
投资损失	-89	-168	-89.2%	-21.7%
营运资金变动	-70	171	344.3%	66.1%
投资活动现金流	-131	-614	-369.7%	-132.5%
资本支出	-90	-132	-47.0%	-11.6%
长期投资	59	18	-68.8%	-11.2%
其他	-100	-500	-400.5%	-109.7%
筹资活动现金流	-113	238	311.3%	96.2%
借款	-4	0	100.0%	1.1%
现金净增加额	103	457	342.7%	96.9%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

在利润表中，以 2011 年营业收入=1 做结构比较，营业利润、利润总额、净利润的增加额分别相当于营业收入的 7.6%、7.6%、7.4%，即公司利润的增长主要由主营业务贡献，其中投资净收益为收入的 2.2%，即净利润增长的 70%来自于经常性项目，公司利润增长较为可靠。

销售费用和管理费用增量相当于收入的 6.2%，加上成本增长合计 20.6%，低于收入增量的 25.9%，这导致公司 EBIT 同比大幅上升 56.4%，即公司营业利润增长部分来自于销售收入的增长（约 25%），部分来自于经营能力的提高（约 30%），公司经营能力上升引人注目；虽然公司财务费用同比下降明显，极为良好的现金状况带来了较大的利息收入，但是对利润的影响并不大，仅相当于收入的 0.2%，或净利润的 3%。

在现金流量表中，以 2011 年净利润=1 做结构比较，经营活动现金流与投资活动现金流基本相抵，在经营活动现金流变化中，净利润与营运资金变动几乎各占一半，投资活动现金流，资本支出很低，主要的变化来自于购买专项理财支出的现金，约占投资活动现金流的 80%。



对比公司实际表现和我们 8 月份的预期，可以看到公司对上下游的话语权上升超出了我们的预期。

图表 7：利润表 2012 年与信达证券预测值对比

利润表	2012E	2012A	12A-12E	收入=1
营业收入	4441	4504	1.4%	1.4%
营业成本	1797	2026	12.8%	5.2%
销售费用	1421	1395	-1.8%	-0.6%
管理费用	599	503	-16.0%	-2.2%
财务费用	-4	-17	-329.9%	-0.3%
投资净收益	110	168	53.2%	1.3%
营业利润	655	709	8.3%	1.2%
利润总额	667	723	8.5%	1.3%
净利润	567	628	10.8%	1.4%
少数股东损益	1	13	2247.5%	0.3%
归属母公司净利润	566	615	8.6%	1.1%
EBITDA	652	581	-10.9%	-1.6%
EBIT	578	537	-7.0%	-0.9%
EPS（摊薄）	1.26	1.37	8.5%	8.5%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

图表 8：现金流量表 2012 年与信达证券预测值对比

现金流量表	2012E	2012A	12A-12E	净利润=1
经营活动现金流	558	833	49.3%	48.5%
净利润	567	628	10.8%	10.8%
折旧摊销	74	44	-40.7%	-5.3%
财务费用	1	1	5.3%	0.0%
投资损失	-110	-168	-53.2%	-10.3%
营运资金变动	-60	171	387.0%	40.7%
投资活动现金流	-110	-614	-460.9%	-89.1%
资本支出	-219	-132	39.6%	15.3%
长期投资	110	18	-83.2%	-16.1%
其他	0	-500		-88.3%
筹资活动现金流	119	238	100.1%	21.0%
借款	0	0		
现金净增加额	568	457	-19.5%	-19.5%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

将 2012 年公司实际表现与我们 8 月份的预期对比，营业收入高于预期 1.4%，净利润则高出 10.8%。

以 2012 年预测收入=1，做结构分析，可以看到净利润的差值相当于收入的 1.4%，这其中 EBIT 比我们的预期低相当于收入的 0.9%，投资净收益则高出 1.3%，即财务费用和资产减值下降抵消了 EBIT 低于我们预期的影响，净利润预测与实际的差值主要来自于投资净收益的估计误差。

EBIT 低于我们的预期，主要是因为成本超预期明显高于收入超预期的幅度。

从现金流量表中也可以看到，以预测净利润=1 来做结构分析，净利润超出预期(10.8%)与投资收益超出预期(10.3%)几乎相抵，经营活动现金流高出预期近 50%主要是营运资金变化超预期的结果，这与资产负债表分析中的结论，即经营性应收应付和存货反映出公司营运能力较高的同时，对上下游的话语权在增强。

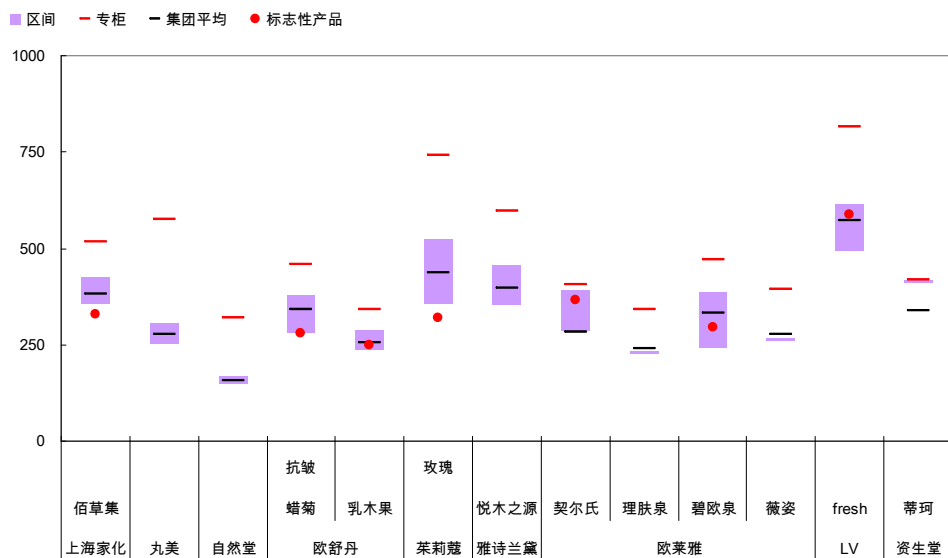
资本支出比我们估计的略高，仍在合理范围内；投资活动现金流与预测偏离较大是由于支付了购买专项理财产品的现金。

### 三、品牌战略

#### 超级品牌佰草集是家化的战略重点

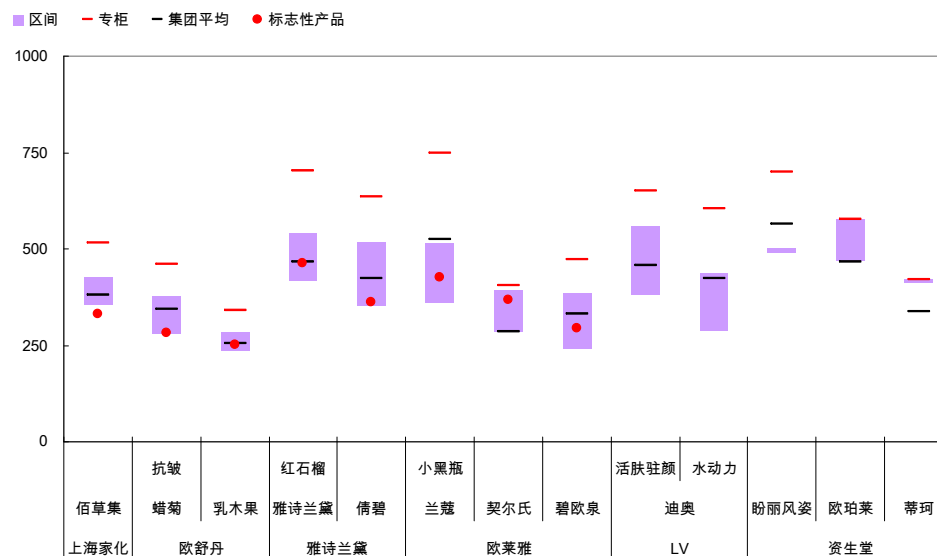
公司公告将以重点打造佰草集、六神和美加净三大超级品牌来领航未来业务发展，鉴于六神、美加净属于成熟稳定的品牌，我们重点分析一下佰草集，公司计划通过百货商店、化妆品专卖店和电子商务三管齐下实现佰草集新一轮快速发展。

图表 9: 佰草集与其他品牌对比（1）



资料来源：信达证券研发中心

图表 10: 佰草集与其他品牌对比（2）



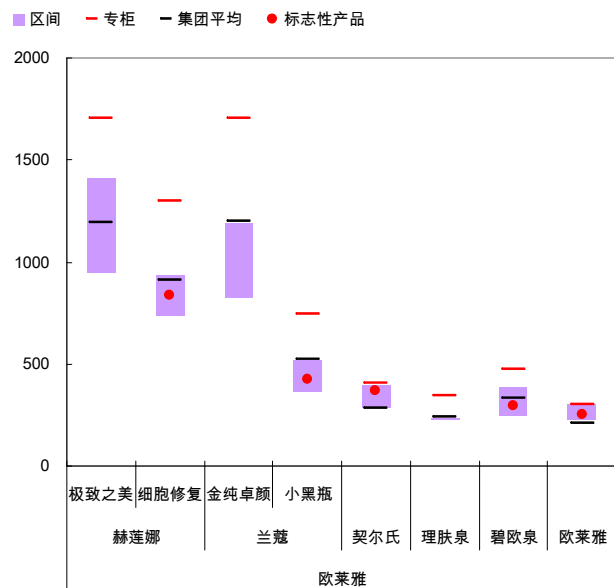
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

佰草集与主要竞争对手相比，定价较为合理，获得了部分消费者的认可，而欧舒丹和契尔氏是最大的威胁。佰草集目前的定价低于倩碧等竞争对手，未来有推出更高档子品牌的空间；但是兰蔻等品牌如大幅降价，将形成佰草集定价的天花板。

佰草集作为中档品牌可以通过向上和向下发展子品牌，实现品牌金字塔中贯通上下的超级品牌，超级品牌有利于集中资源优势抢占市场。

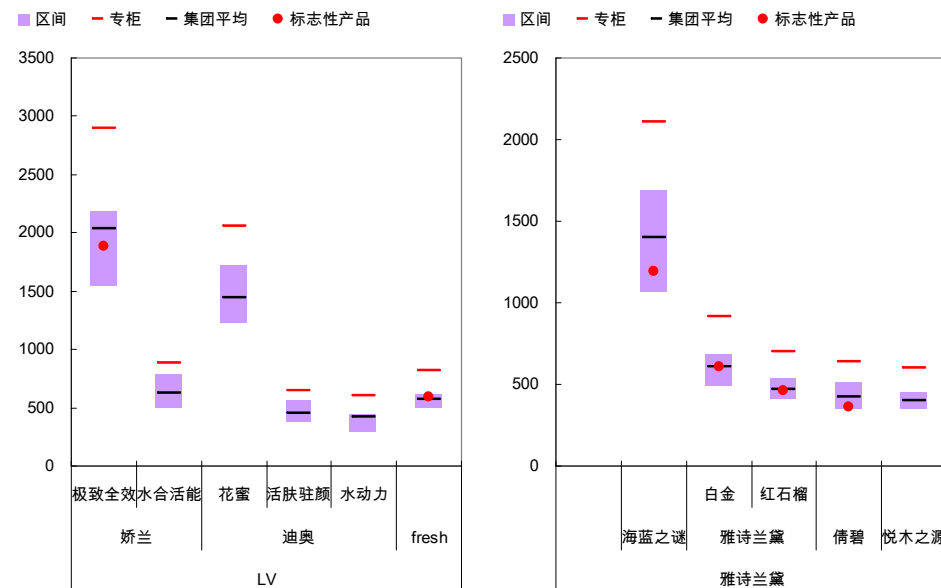


图表 11: 欧莱雅品牌结构



资料来源: 信达证券研发中心

图表 12: 雅诗兰黛及 LV 品牌结构

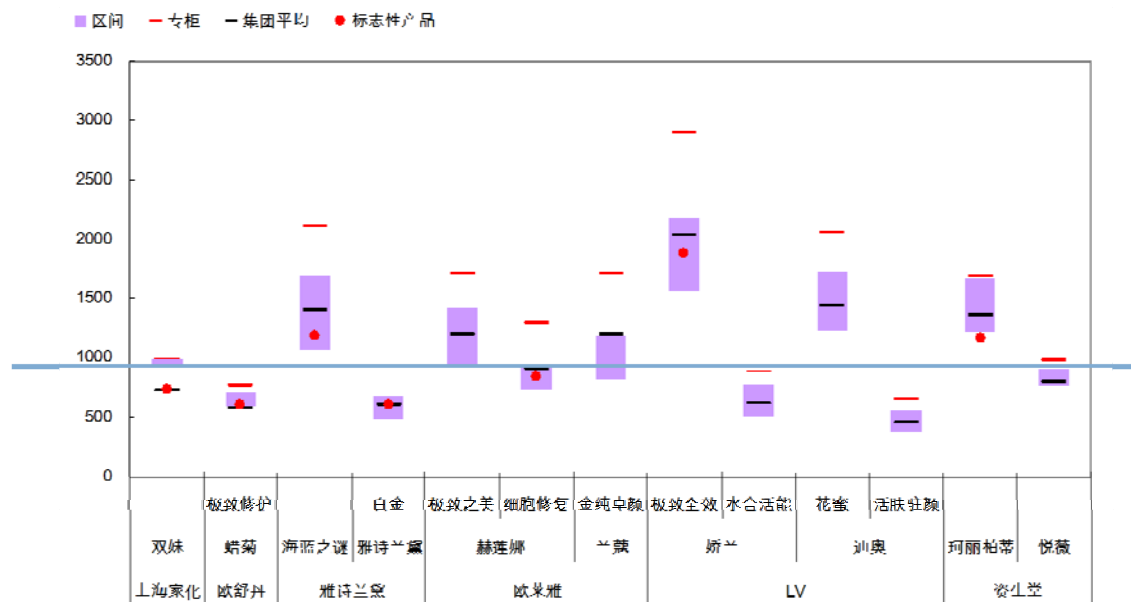


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 双妹目前还没有与国外品牌直接竞争的實力

双妹虽然已经开始市场推广, 但是目前的口碑和形象, 还不足以撼动国际品牌; 双妹与赫莲娜或雅诗兰黛部分子品牌相比, 定价并不低廉, 暂时还缺乏替代的空间。

图表 13: 双妹与其他品牌对比



资料来源: 信达证券研发中心

## 四、如何为上海家化估值?

公司的估值问题一直是市场最关心的, 我们的报告始终只采用了 DCF 估值方法 (《六神美加净为盾, 佰草集高夫为矛, 花王天江为双翼》2012.8), 原因是上海家化缺乏可比公司。

图表 14: 2012 年 8 月 DCF 估值结果

估值假设						
公司股价（最近）	47.30					
行业平均资产Beta	1.10					
股票Beta	0.70					
无风险利率	3.25%					
市场收益率	10.70%					
风险收益率	5.22%					
永续增长率(TV)	2.00%					
股权资本成本	8.47%					
研究期经营价值	9,626,839,247.31			34.48%		
TV	18,289,867,780.93			65.52%		
其他	0.00			0.00%		
合计	27,916,707,028.24			100.00%		
每股价值 元	66.00					
预期涨幅	39.5%					
股权资本成本						
每股价值	66.00	6.00%	7.00%	8.47%	9.00%	10.00%
	0.00%	83.78	69.63	55.09	51.06	44.68
永续增长	1.00%	95.96	77.63	59.79	55.01	47.59
率	2.00%	114.24	88.83	65.94	60.09	51.23
(TV)	3.00%	144.70	105.63	74.33	66.86	55.91
	4.00%	205.63	133.62	86.48	76.34	62.14
无风险利率						
股权资本成本	8.47%	3.00%	3.25%	4.00%		
市场收益率	8.00%	6.50%	6.58%	6.80%		
	10.70%	8.39%	8.47%	8.69%		
	12.00%	9.30%	9.38%	9.60%		

资料来源：信达证券研发中心

可比公司中，只有爱马仕的估值水平与上海家化类似，而且二者在过去两年中始终保持接近的水平，但是在盈利指标中，无论是毛利率、运营利润率还是净利润率，二者都有差距。

二者同样大幅超越同业的是 ROIC, ROIC 略低于爱马仕和上海家化的雅诗兰黛同样享受了较高的 PB 估值水平。因此我们说，在可比估值中，对上海家化最重要的回报指标是 ROIC。较高的 ROIC 而不是盈利增速决定了上海家化的高估值。

图表 15: 可比公司财务数据对比

公司	P/E	P/BV	P/Sales	Gross Margin	Operating Margin	Net Profit Margin	A/E
LV	19.7	2.7	2.4	65.8	21.8	14.6	1.9
爱马仕	42.0	11.5	9.5	68.8	31.2	21.4	1.4
上海家化	46.4	10.8	6.5	55.0	11.9	13.9	1.6
欧莱雅	28.2	4.1	3.6	71.2	15.7	12.0	1.6
雅诗兰黛	26.6	9.0	2.5	79.5	13.5	8.9	2.4
雅芳	27.2	7.1	0.8	62.7	7.6	4.7	4.8
资生堂	40.1	1.9	0.8	76.1	5.7	2.5	2.1
花王	28.0	3.1	1.4	56.8	8.7	4.5	1.8
FANCL	31.5	0.9	0.8	66.9	4.2	2.8	1.2
高丝	18.8	1.2	0.8	74.8	7.1	3.3	1.4
欧舒丹	26.2	5.2	3.7	82.7	16.7	13.6	1.4
平均	28.3	4.0	1.8	71.3	9.9	6.5	2.1
中值	27.6	3.6	1.1	73.0	9.1	4.6	1.7

公司	P/E	P/BV	P/Sales	ROA	ROE	ROIC
LV	19.7	2.7	2.4	8.2	15.5	10.6
爱马仕	42.0	11.5	9.5	19.7	26.6	25.7
上海家化	46.4	10.8	6.5	17.2	27.5	22.9
欧莱雅	28.2	4.1	3.6	9.6	15.0	13.1
雅诗兰黛	26.6	9.0	2.5	13.4	32.0	19.6
雅芳	27.2	7.1	0.8	6.7	32.1	10.8
资生堂	40.1	1.9	0.8	2.3	4.9	3.1
花王	28.0	3.1	1.4	5.4	9.8	8.0
FANCL	31.5	0.9	0.8	2.6	3.1	3.0
高丝	18.8	1.2	0.8	3.3	4.7	4.4
欧舒丹	26.2	5.2	3.7	14.6	20.0	18.1
平均	28.3	4.0	1.8	7.3	15.2	10.0
中值	27.6	3.6	1.1	6.1	12.4	9.4

资料来源: 信达证券研发中心

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,767	2,197	2,537	3,214	4,234
现金	872	1,329	1,448	2,119	2,938
应收账款	73	11	60	42	64
其它应收款	371	428	518	584	682
预付账款	28	17	27	22	28
存货	399	375	447	410	485
其他	25	37	37	37	37
非流动资产	779	1,450	1,523	1,591	1,644
长期投资	358	508	508	508	508
固定资产	235	217	203	226	244
无形资产	94	115	177	220	256
其他	92	609	636	637	637
资产总计	2,547	3,647	4,060	4,805	5,878
流动负债	763	905	919	951	1,048
短期借款	10	0	0	0	0
应付账款	359	464	465	463	525
其他	393	441	454	488	523
非流动负债	2	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	11	11	11	11
负债合计	765	915	930	962	1,058
少数股东权益	23	21	22	23	25
归属母公司股东权益	1,759	2,710	3,108	3,820	4,794
负债和股东权益	2,547	3,647	4,060	4,805	5,878

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,577	4,504	5,210	6,003	6,934
同比	15.6%	25.9%	15.7%	15.2%	15.5%
归属母公司净利润	361	615	776	1,163	1,517
同比	31.1%	70.1%	26.2%	49.9%	30.4%
毛利率	57.5%	55.0%	61.7%	66.6%	67.4%
ROE	22.2%	27.5%	26.7%	33.6%	35.2%
每股收益(元)	0.85	1.37	1.73	2.59	3.38
P/E	77	48	38	25	19
P/B	17.0	13.1	10.1	8.5	6.8
EV/EBITDA	51.2	34.8	28.8	19.9	15.4

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,577	4,504	5,210	6,003	6,934
营业成本	1,519	2,026	1,997	2,005	2,264
营业税金及附加	37	43	52	60	69
营业费用	1,283	1,395	1,667	2,041	2,288
管理费用	393	503	716	717	763
财务费用	-11	-17	-18	-22	-32
资产减值损失	8	13	37	22	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	89	168	140	176	219
营业利润	436	709	900	1,355	1,772
营业外收入	19	15	15	16	15
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	452	723	914	1,370	1,786
所得税	87	95	137	205	268
净利润	365	628	777	1,164	1,519
少数股东损益	4	13	1	1	2
归属母公司净利润	361	615	776	1,163	1,517
EBITDA	541	844	1,018	1,477	1,901
EPS (摊薄)	0.85	1.37	1.73	2.59	3.38

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	347	833	532	1,126	1,312
净利润	365	628	777	1,164	1,519
折旧摊销	119	103	107	114	121
财务费用	1	1	0	0	0
投资损失	-88.83	-89	-168	-140	-176
营运资金变动	-70	171	-242	4	-133
其它	21	98	31	19	25
投资活动现金流	-131	-614	-35	-4	50
资本支出	-90	-132	-175	-180	-170
长期投资	59	18	140	176	219
其他	-100	-500	0	0	0
筹资活动现金流	-113	238	-378	-452	-542
短期借款	3	416	-1	0	0
长期借款	-4	0	0	0	0
其他	112	178	377	452	542
现金净增加额	103	457	120	670	819

## 分析师简介

信达证券化工研究团队（郭荆璞、麦土荣）为第十届新财富石油化工行业最佳分析师第六名。

**郭荆璞**，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任信达证券研究发展中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

**麦土荣**，化工行业高级研究员。北京大学经济学硕士。2 年证券业从业经验，7 年中国化工集团工作经验。善于与实业结合，从产业链的角度发现和挖掘投资机会，对农用化工、磷化工、煤化工等理解透彻。

## 化工行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
盐湖股份	000792	芭田股份	002170	神马股份	600810	天科股份	600378
烟台万华	600309	新纶科技	002341	云天化	600096	碧水源	300070
华昌化工	002274	高盟新材	300200	沧州大化	600230	江山股份	600389
扬农化工	600486	诺普信	002215	S 仪化	600871	风神股份	600469
三聚环保	300072	上海家化	600315	中国化学	601117	中化国际	600500
沈阳化工	000698						

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入**：股价相对强于基准 20% 以上；

**增持**：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有**：股价相对基准波动在±5% 之间；

**卖出**：股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好**：行业指数超越基准；

**中性**：行业指数与基准基本持平；

**看淡**：行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。