

证券研究报告

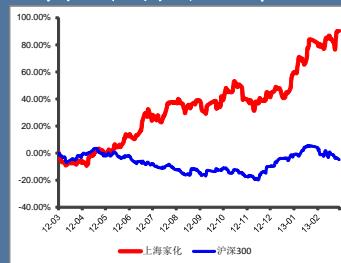
公司研究——跟踪报告

上海家化 (600315.sh)

| | | | |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

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

麦土荣 行业分析师

执业编号: S1500512070005

联系电话: +86 10 63081084

邮箱: maiturong@cindasc.com

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 年年度公告, 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 |
| 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。

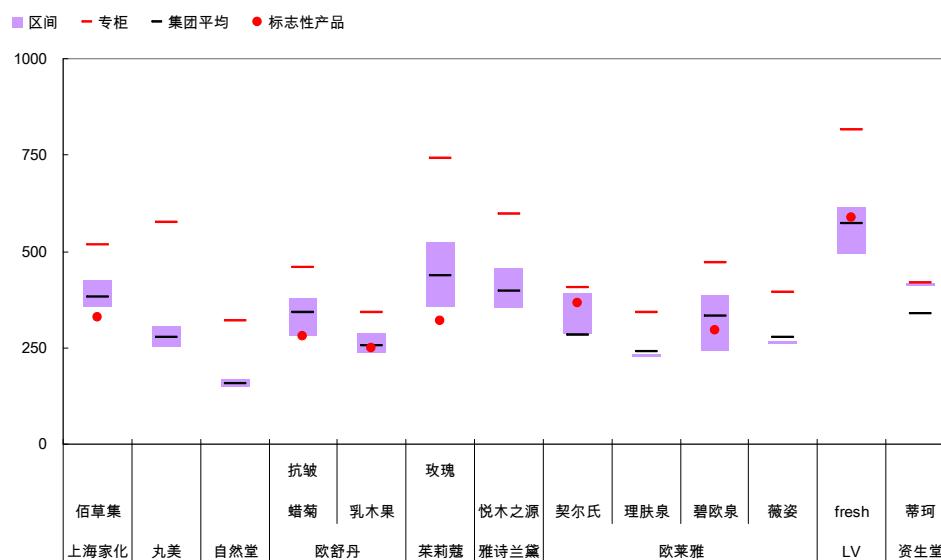
资本支出比我们估计的略高，仍在合理范围内；投资活动现金流与预测偏离较大是由于支付了购买专项理财产品的现金。

三、品牌战略

超级品牌佰草集是家化的战略重点

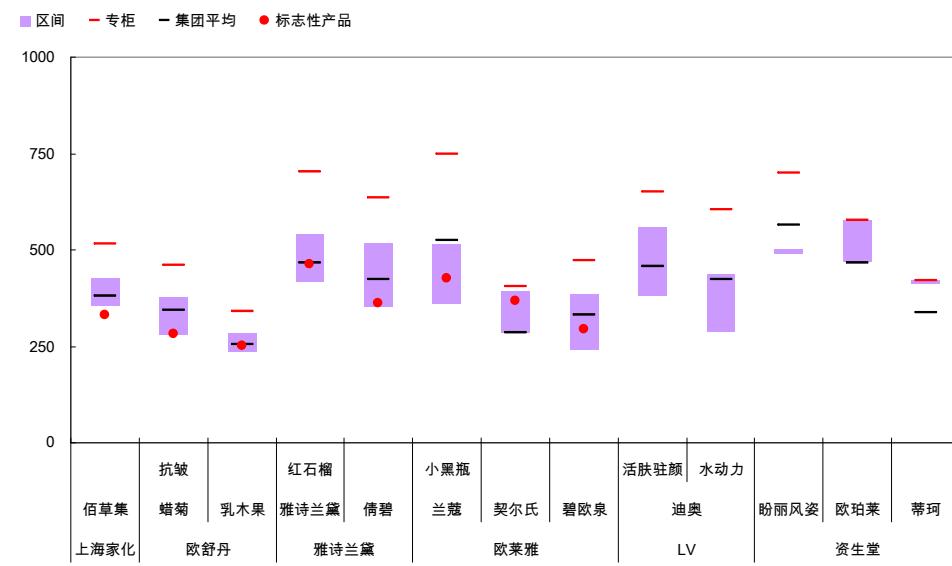
公司公告将以重点打造佰草集、六神和美加净三大超级品牌来领航未来业务发展，鉴于六神、美加净属于成熟稳定的品牌，我们重点分析一下佰草集，公司计划通过百货商店、化妆品专卖店和电子商务三管齐下实现佰草集新一轮快速发展。

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）

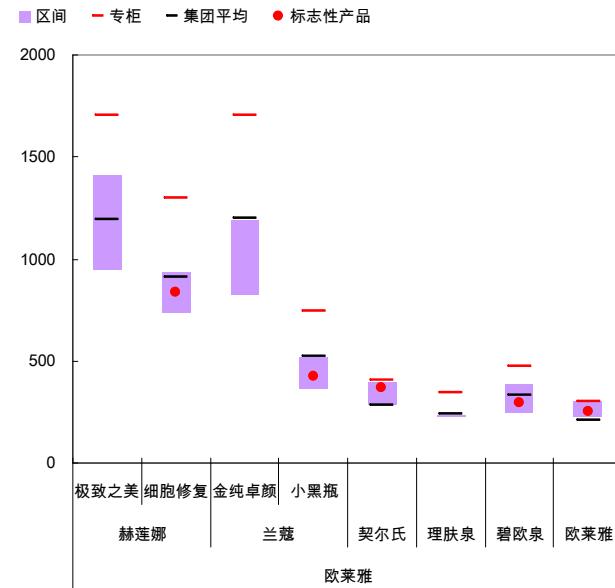


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

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。

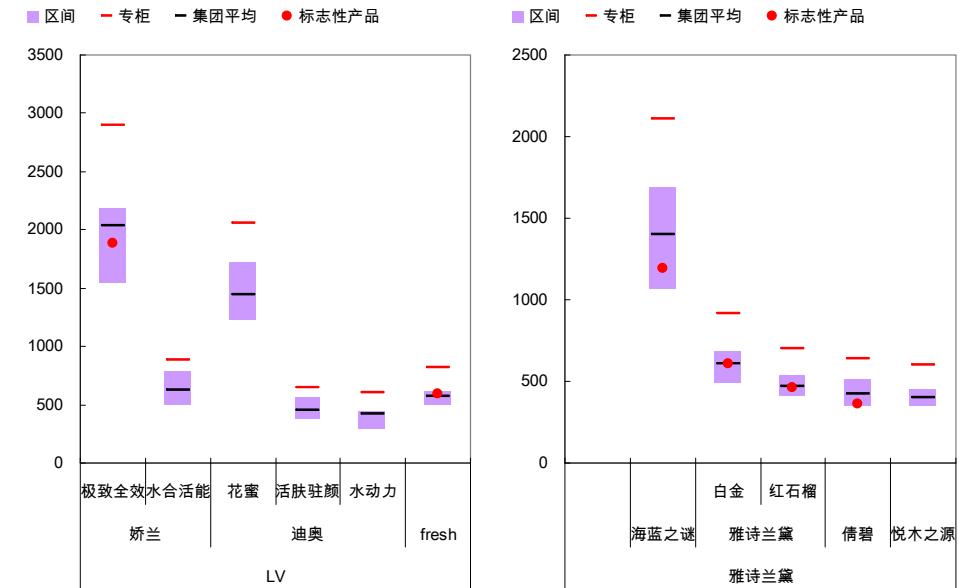
佰草集作为中档品牌可以通过向上和向下发展子品牌，实现品牌金字塔中贯通上下的超级品牌，超级品牌有利于集中资源优势抢占市场。

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

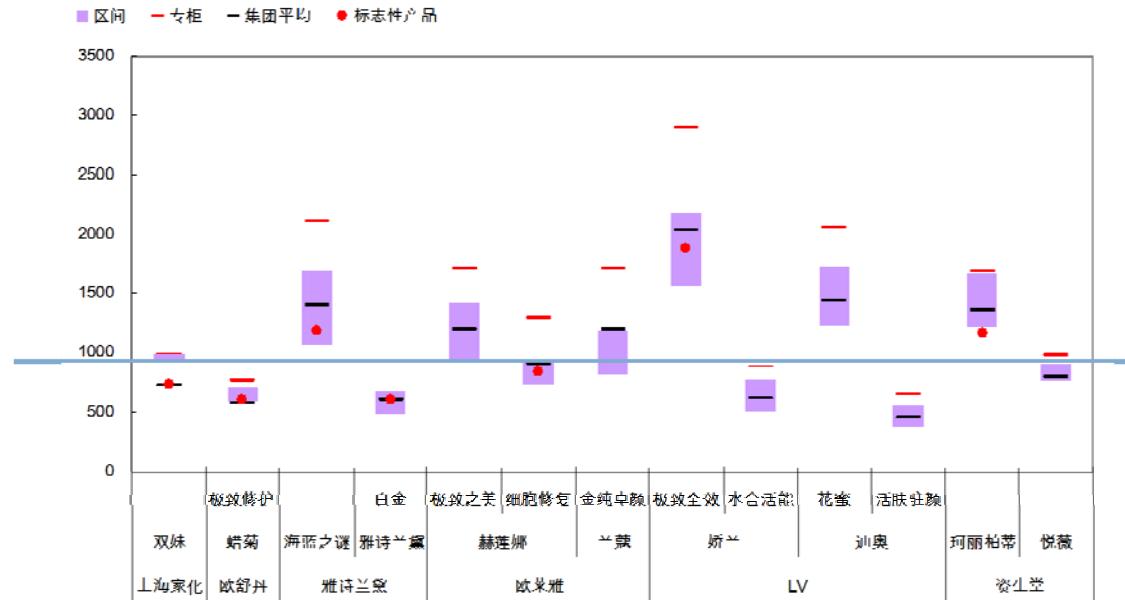


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

双妹目前还没有与国外品牌直接竞争的实力

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 | 研究期经营价值 | 9,626,839,247.31 | 34.48% | |
| 无风险利率 | 3.25% | TV | 18,289,867,780.93 | 65.52% | |
| 市场收益率 | 10.70% | 其他 | 0.00 | 0.00% | |
| 风险收益率 | 5.22% | 合计 | 27,916,707,028.24 | 100.00% | |
| 永续增长率(TV) | 2.00% | 每股价值 元 | 66.00 | | |
| 股权资本成本 | 8.47% | 预期涨幅 | 39.5% | | |
| 每股价值 | | 股权资本成本 | | | |
| 0.00% | 66.00 | 6.00% | 7.00% | 8.47% | 9.00% 10.00% |
| 1.00% | 83.78 | 69.63 | 55.09 | 51.06 | 44.68 |
| 2.00% | 95.96 | 77.63 | 59.79 | 55.01 | 47.59 |
| 3.00% | 114.24 | 88.83 | 65.94 | 60.09 | 51.23 |
| 4.00% | 144.70 | 105.63 | 74.33 | 66.86 | 55.91 |
| | 205.63 | 133.62 | 86.48 | 76.34 | 62.14 |
| 股权资本成本 | | 无风险利率 | | | |
| 8.47% | 8.47% | 3.00% | 3.25% | 4.00% | |
| 市场收益率 | 8.00% | 6.50% | 6.58% | 6.80% | |
| 10.70% | 10.70% | 8.39% | 8.47% | 8.69% | |
| 12.00% | 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 | 公司 | P/E | P/BV | P/Sales | ROA | ROE | ROIC |
|-------|------|------|---------|--------------|------------------|-------------------|-----|-------|------|------|---------|------|------|------|
| LV | 19.7 | 2.7 | 2.4 | 65.8 | 21.8 | 14.6 | 1.9 | LV | 19.7 | 2.7 | 2.4 | 8.2 | 15.5 | 10.6 |
| 爱马仕 | 42.0 | 11.5 | 9.5 | 68.8 | 31.2 | 21.4 | 1.4 | 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 | 55.0 | 11.9 | 13.9 | 1.6 | 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 | 71.2 | 15.7 | 12.0 | 1.6 | 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 | 79.5 | 13.5 | 8.9 | 2.4 | 雅诗兰黛 | 26.6 | 9.0 | 2.5 | 13.4 | 32.0 | 19.6 |
| 雅芳 | 27.2 | 7.1 | 0.8 | 62.7 | 7.6 | 4.7 | 4.8 | 雅芳 | 27.2 | 7.1 | 0.8 | 6.7 | 32.1 | 10.8 |
| 资生堂 | 40.1 | 1.9 | 0.8 | 76.1 | 5.7 | 2.5 | 2.1 | 资生堂 | 40.1 | 1.9 | 0.8 | 2.3 | 4.9 | 3.1 |
| 花王 | 28.0 | 3.1 | 1.4 | 56.8 | 8.7 | 4.5 | 1.8 | 花王 | 28.0 | 3.1 | 1.4 | 5.4 | 9.8 | 8.0 |
| FANCL | 31.5 | 0.9 | 0.8 | 66.9 | 4.2 | 2.8 | 1.2 | FANCL | 31.5 | 0.9 | 0.8 | 2.6 | 3.1 | 3.0 |
| 高丝 | 18.8 | 1.2 | 0.8 | 74.8 | 7.1 | 3.3 | 1.4 | 高丝 | 18.8 | 1.2 | 0.8 | 3.3 | 4.7 | 4.4 |
| 歌舒丹 | 26.2 | 5.2 | 3.7 | 82.7 | 16.7 | 13.6 | 1.4 | 歌舒丹 | 26.2 | 5.2 | 3.7 | 14.6 | 20.0 | 18.1 |
| 平均 | 28.3 | 4.0 | 1.8 | 71.3 | 9.9 | 6.5 | 2.1 | 平均 | 28.3 | 4.0 | 1.8 | 7.3 | 15.2 | 10.0 |
| 中值 | 27.6 | 3.6 | 1.1 | 73.0 | 9.1 | 4.6 | 1.7 | 中信 | 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

| 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 |

单位:百万元

利润表

| 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 |

单位:百万元

现金流量表

| 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 |

单位:百万元

重要财务指标

| 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 |

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。现任职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达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。