

证券研究报告

公司研究——年报点评

上海家化（600315.sh）

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 行业高级分析师

执业编号：S1500512070005

联系电话：+86 10 63081284

邮箱：maiturong@cindasc.com

黄永光 研究助理

联系电话：+86 21 61678592

邮箱：huangyongguang@cindasc.com

李皓 研究助理

联系电话：+86 10 63081119

邮箱：lihao1@cindasc.com

常川 研究助理

联系电话：+86 10 63081087

邮箱：changchuan@cindasc.com

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

渠道品牌渐完善，新产品蓄势待发

年报点评

2014 年 03 月 14 日

事件：公司发布 2013 年报，报告期内公司实现营业收入 44.69 亿元，较去年同比增长 11.74%；归属于母公司所有者的净利润 8 亿元，同比增长 28.76%；基本每股收益 1.19 元，同比增长 25.26%。

点评：

- **营业收入增长动力减弱。**受管理层变动，以及国内经济、零售和日化行业增长同步趋缓的影响，公司 2013 年营业收入同比增长仅 11.74%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 28.76%，也远低于 2012 年 72% 的增速。不过得益于六神，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，公司产品销售收入增长 11.95%，占比也由 2012 年的 97.92% 提高到 2013 年的 98.11%。其中六神在强势品类中优势明显，占据了花露水市场份额的 70% 以上；新产品太极丹系列上市第一年就成功实现超过亿元的销售额，未来对公司的业绩支撑值得期待。
- **渠道和品牌布局逐步完善。**公司顺应市场新的变化趋势，逐步完善渠道和品牌布局，大力推进化妆品专营店和电子商务渠道业务，并且推出了恒妍、茶颜，以及专门针对“婴童类”的启初三个新品牌。随着国内护肤产品消费需求以及渗透率的提升，公司多品类全渠道的优势将在未来的竞争中获益。另外公司定位于中高端婴童个人护理品牌的启初逐渐得到市场的认可，未来也将有望受益于国内“二胎政策”的放开。
- **重点推进超级品牌佰草集的战略不变。**公司表示将会在多品牌战略的基础上重点继续推进超级品牌佰草集等的成长，符合我们此前的预期。佰草集与主要竞争对手相比，定价较为合理，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，从而集中资源优势抢占市场。根据最新统计的 2013 年度中国重点大型零售企业护肤品销售前十品牌综合占有率情况看，佰草集以 4.1% 的占有率位列第六位，仅次于兰蔻、雅诗兰黛等国际一线品牌，说明佰草集在消费者中已经具有较高的认可度，我们预计佰草集系列产品未来将会继续维持较快的增长。
- **内控缺陷导致会计差错，追溯调整后 2012 年营收下调较大。**经审计，公司内部控制存在三个重大缺陷，导致前期会计出现差错，内控被出否定意见。公司在年报中对销售返利及应付运费的计提、与代加工厂的委托加工交易的会计处理、应付营销类等费用的重分类、预计在一年内出售的可供出售金融资产的重分类这四个会计差错进行了更正，并对 2012 年度的公司财务报表进行了追溯调整。调整后，公司 2012 年营业收入下降 5.05 亿元，营业成本下降 4.96 亿元，归属母公司的净利润上升 680.2 万元。
- **盈利预测及评级：**受经济、零售和日化趋缓的影响，我们下调公司的盈利预测，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.62

元、1.96 元、2.49 元（此前 2014-2015 年预计分别为 1.87 元、2.4 元），对应 2014 年 03 月 13 日收盘价（36.46 元/股）的动态 PE 分别为 22 倍、19 倍和 15 倍。考虑到普华永道对公司出具了否定意见的内控审计报告，我们停止对公司的评级。

- **风险因素：**宏观经济的低迷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；管理层变动对估值带来影响；公司内控存在的风险。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	3,999	4,469	5,115	5,886	6,711
增长率 YoY %	11.8%	11.7%	14.5%	15.1%	14.0%
归属母公司净利润(百万元)	621	800	1,092	1,316	1,677
增长率 YoY%	72.0%	28.8%	36.5%	20.5%	27.5%
毛利率%	61.7%	63.0%	62.1%	62.8%	63.4%
净资产收益率 ROE%	28.2%	26.8%	29.5%	29.1%	30.1%
每股收益 EPS(元)	0.92	1.19	1.62	1.96	2.49
市场一致预期 EPS(元)			1.59	2.05	2.33
市盈率 P/E(倍)	39	31	22	19	15
市净率 P/B(倍)	11.1	8.2	6.6	5.4	4.4

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2014 年 03 月 13 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,503	3,284	4,043	5,062	6,360
货币资金	1,329	1,733	2,328	3,211	4,346
应收票据	11	8	12	12	15
应收账款	428	429	520	582	672
预付账款	12	19	19	23	25
存货	396	437	507	575	643
其他	326	659	659	659	659
非流动资产	1,163	1,236	1,303	1,283	1,265
长期投资	508	634	634	634	634
固定资产	217	216	279	310	347
无形资产	115	137	143	93	35
其他	322	249	248	246	250
资产总计	3,666	4,520	5,347	6,345	7,625
流动负债	977	1,130	1,206	1,298	1,393
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	334	373	430	489	546
其他	644	757	776	809	847
非流动负债	11	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他	11	25	25	25	25
负债合计	988	1,155	1,231	1,323	1,418
少数股东权益	21	40	41	42	44
归属母公司股东权益	2,656	3,325	4,075	4,979	6,163
负债和股东权益	3,666	4,520	5,347	6,345	7,625

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,999	4,469	5,115	5,886	6,711
同比	11.8%	11.7%	14.5%	15.1%	14.0%
归属母公司净利润	621	800	1,092	1,316	1,677
同比	72.0%	28.8%	36.5%	20.5%	27.5%
毛利率	61.7%	63.0%	62.1%	62.8%	63.4%
ROE	28.2%	26.8%	29.5%	29.1%	30.1%
每股收益(元)	0.92	1.19	1.62	1.96	2.49
P/E	39	31	22	19	15
P/B	11.1	8.2	6.6	5.4	4.4
EV/EBITDA	20.0	22.7	17.6	14.2	11.2

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,999	4,469	5,115	5,886	6,711
营业成本	1,530	1,655	1,938	2,190	2,453
营业税金及附加	43	42	51	59	67
营业费用	1,380	1,438	1,586	1,825	2,013
管理费用	503	572	466	528	537
财务费用	-17	-23	-29	-40	-54
资产减值损失	13	9	12	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	168	162	177	221	276
营业利润	716	936	1,268	1,531	1,955
营业外收入	15	29	21	22	24
营业外支出	1	4	2	3	3
利润总额	730	961	1,286	1,550	1,975
所得税	95	141	193	232	296
净利润	635	820	1,093	1,317	1,679
少数股东损益	13	20	1	1	2
归属母公司净利润	621	800	1,092	1,316	1,677
EBITDA	819	1,081	1,390	1,729	2,184
EPS (摊薄)	0.92	1.19	1.62	1.96	2.49

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	347	833	1,007	1,261	1,562
净利润	365	628	1,093	1,317	1,679
折旧摊销	119	103	179	208	228
财务费用	1	1	0	0	0
投资损失	3.10	-89	-168	-177	-221
营运资金变动	-70	171	-100	-58	-83
其它	21	98	11	13	14
投资活动现金流	-131	-614	-69	34	68
资本支出	-90	-132	-246	-187	-208
长期投资	59	18	177	221	276
其他	-100	-500	0	0	0
筹资活动现金流	-113	238	-343	-412	-494
吸收投资	3	416	0	0	0
借款	-4	0	0	0	0
支付利息或股息	112	178	343	412	494
现金净增加额	103	405	1,000	883	1,135

化工研究小组简介

信达证券化工研究团队（郭荆璞、麦土荣）为第十一届新财富石油化工行业最佳分析师第五名、第七届卖方分析师水晶球奖石油化工行业公募第三名。

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开发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。3 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。

黄永光，浙江大学材料学硕士，7 年工业领域销售业务工作经验，对光伏新能源产业链较为熟悉，准确把握行业运营规律。2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

常川，中央财经大学国际金融学硕士，2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

化工行业重点覆盖公司

公司简称	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	和邦股份	603077	新安股份	600596	硅宝科技	300019

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。