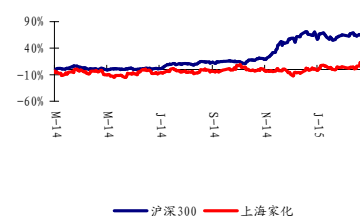


基础化工 - 日用化学品

2015 年 3 月 18 日

市场数据	2015 年 3 月 18 日
当前价格(元)	42.04
52 周价格区间(元)	31.12-42.42
总市值(百万)	28266.30
流通市值(百万)	27782.75
总股本(百万股)	672.37
流通股(百万股)	660.86
日均成交额(百万)	316.31
近一月换手(%)	31.02%
公司网址	http://www.jahwa.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
上海家化	8.40%	16.93%	12.26%
沪深 300	2.54%	9.56%	64.85%

顾静

执业证书号 S1030510120007

(0755)83199599-8206

gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

税费计提影响业绩增速，主业发展态势良好

——上海家化（600315）2014 年报点评

评级： 增持（维持）

预测指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	5,334.66	6,188.43	7,329.78	9,026.38
净利润（百万元）	907.53	1,026.26	1,200.13	1,428.60
每股收益（稀释-元）	1.34	1.51	1.77	2.10
净利润增长率%	12.22%	13.08%	16.94%	19.04%
市盈率	31.48	27.84	23.80	20.00

资料来源：世纪证券研究所

- **业绩增长低于预期。**2014 年，公司实现了 53.35 亿元营业收入，同比增长 19.38%，归属于母公司所有者的净利润为 8.98 亿元，同比增长 12.22%，每股收益为 1.34 元（预期 1.43 元）。公司拟向全体股东每 10 股派息 6.1 元（含税）。
- **计提税费影响业绩增速。**报告期，公司所得税费用同比增加 66%，主要原因是公司拟向中国中药出售所持有的天江药业约 23.84% 股权。由于对此权益投资持有的目的发生改变，公司预计该联营企业股权投资收益无法通过股利形式收回，因此于本年确认递延所得税负债预计 7516 万，剔除此影响，本期所得税费用同比增加 13%，归属于母公司的净利润同比增长 21.61%。
- **股权激励计划显示发展决心。**公司同时推出股权激励和员工持股计划，也显示了公司发展的决心，有助于调动公司员工的积极性，确保公司未来发展战略和经营目标的实现。根据计划行权/解锁的公司业绩条件为：以 2013 年业绩为基准，2015、2016、2017 年营业收入相对于 2013 年增长率分别不低于 37%，64%，102%，同时 2015、2016、2017 年加权平均净资产收益率均不低于 18%。
- **主业发展态势良好，未来日化市场增长可期。**报告期，公司产品销售收入增长 20.16%，占比从去年的 98.11% 提高到 98.74%，主要得益于六神，佰草集，美加净，高夫及启初五大自有品牌和花王的收入增长；综合毛利率为 61.82%，同比下降 1.14 个百分点，主要是毛利率相对较低的个人护理用品收入增速较快；在中怡康统计的百货渠道市场表现中佰草集在总体中占第七名，成为前 20 品牌中唯一的中国民族品牌，在天然细分市场占据第一；六神稳占花露水品类 70% 市场份额，沐浴露品类稳居第四位，清爽功能细分市场占第一；从权威的欧睿咨询的中国日化行业销售预测来看，中国日化市场仍有很大发展空间，2014-2018 的复合平均增长率仍在 11.9%。
- **盈利预测及投资评级。**考虑公司品牌、渠道优势明显，市场需求稳定。暂不考虑出售天江药业股权影响，根据我们的最新预测，2015-2017 年公司每股收益分别为 1.51/1.77/2.1 元，对应 3 月 18 日收盘价(42.04 元)的市盈率分别为 27.84/23.80 /20.00 倍，考虑公司业绩进入稳定增长期，维持“增持”评级。
- **风险提示。**1) 新产品推广进度低于预期；2) 销售增长不达预期。

Figure 1 公司 2014 年利润表指标 单位: 百万元

指标	2013-12-31	2014-12-31	同比
一、营业总收入	4,468.50	5,334.66	19.38%
二、营业总成本	3,694.37	4,437.22	20.11%
营业成本	1,655.19	2,036.99	23.07%
毛利率	62.96%	61.82%	-1.14%
营业税金及附加	42.39	49.02	15.63%
销售费用	1,438.31	1,747.28	21.48%
管理费用	572.37	611.82	6.89%
财务费用	-22.65	-24.53	-8.28%
期间费用率	44.49%	43.76%	-0.73%
资产减值损失	8.77	16.64	89.80%
三、其他经营收益			
投资净收益	161.80	225.66	39.47%
四、营业利润	935.93	1,123.10	20.00%
加: 营业外收入	29.06	27.66	-4.83%
减: 营业外支出	4.35	8.66	98.96%
营业外净收支	24.71	19.00	-23.10%
五、利润总额	960.64	1,142.10	18.89%
减: 所得税	140.94	234.57	66.43%
六、净利润	819.70	907.53	10.72%
减: 少数股东损益	19.55	9.61	-50.82%
归属于母公司所有者 的净利润	800.15	897.92	12.22%
总股本(万股)	67244	67237	-0.01%
七、每股收益(稀释)	1.19	1.34	12.22%

资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 公司盈利预测利润表 单位: 百万元

项目	2014	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	5,334.66	6,188.43	7,329.78	9,026.38
同比	19.38%	16.00%	18.44%	23.15%
二、营业总成本	4,437.22	5,100.50	6,033.87	7,457.59
营业成本	2,036.99	2,351.60	2,770.66	3,402.94
毛利率	61.82%	62.00%	62.20%	62.30%
营业税金及附加	49.02	56.93	67.43	83.04
销售费用	1,747.28	2,042.18	2,418.83	2,978.70
管理费用	611.82	711.67	842.92	1,038.03
财务费用	-24.53	-61.88	-65.97	-45.13
期间费用率	43.76%	43.50%	43.60%	44.00%
资产减值损失	16.64	18.57	21.99	27.08
投资净收益	225.66	118.00	118.00	118.00
三、营业利润	1,123.10	1,187.36	1,391.92	1,659.71
同比	20.00%	5.72%	17.23%	19.24%

营业外净收支	19.00	20.00	20.00	21.00
四、利润总额	1,142.10	1,207.36	1,411.92	1,680.71
减：所得税	234.57	181.10	211.79	252.11
五、净利润	907.53	1,026.26	1,200.13	1,428.60
净利率	17.01%	16.58%	16.37%	15.83%
减：少数股东损益	9.61	10.87	12.71	15.13
归属于母公司所有者 的净利润	897.92	1,015.39	1,187.42	1,413.47
同比	12.22%	13.08%	16.94%	19.04%
总股本(百万股)	672.37	672.37	672.37	672.37
六、每股收益：	1.34	1.51	1.77	2.10

资料来源：wind、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

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。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.