



**买入**

**10% ↑**

目标价格: 人民币 40.30

600315.SS

原目标价格: 人民币 38.50

价格: 人民币 36.56

目标价格基础: 38 倍 12 年市盈率

板块评级: 中立

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5	6	8	-
相对新华富时 A50 指数	(7)	6	9	-

发行股数(百万)	423
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	15,465
3 个月日均交易额(人民币 百万)	60
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
上海家化集团	28.38

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 5 月 30 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

## 上海家化

### 改制后激励作用开始显现

尽管不到半年时间, 改制后激励作用已开始在上海家化显现。目前公司各主打品牌均保持健康发展, 我们认为上海家化是靠品牌和渠道经营赚取利润的公司, 其内生性增长足以支撑未来五年以上的高成长, 而不需资本市场任何再投入, 并且目前拥有的 10 亿现金可能进行的外延式并购, 将可能带来更高的成长。目前估值并不贵。我们维持其买入评级, 目标价格上调至 40.30 元。

#### 支撑评级的要点

- 在综合考虑现金流、历史估值区间对照后, 我们认为公司的股价估值并不贵。特别是其股价包含了品牌和管理层优异经营能力的溢价, 这些溢价将一直存在于股价之中, 这就意味着其估值高于 A 股大部分公司是合理的。伴随业绩成长, 未来股价仍将有优异表现。
- 在平安入主后, 公司发展进一步加快, 未来战略是产品线将上下同时发展。即高端推出双妹这样的品牌, 向下发展如家安这样的大宗日化品, 两端市场都要抓。
- 我们预计 2012 年基于六神、佰草集、高夫、美加净等主打品牌的健康增长, 加之代销花王系列产品超预期发展, 全年净利有望实现 30% 以上增长。
- 2012 年股东大会已通过公司限制性股票激励计划, 我们认为该方案设计较为可行, 主要是其对公司业绩的摊薄较为有限, 但激励作用将有效保证未来三年净利平均 30% 以上的高速成长。

#### 评级面临的主要风险

- 限制性股票激励计划如意外不能实施, 对公司的经营、业绩和股价将有负面影响。

#### 估值

- 我们维持公司 **买入** 评级。假设限制性股票激励计划在 2012 年顺利实施, 则当年每股盈利摊薄至 1.06 元。给予其 38 倍 2012 年预期市盈率, 目标价由 38.50 元上调至 40.30 元。维持 **买入** 评级。

#### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	3,094	3,577	4,704	5,613	6,734
变动(%)	15	16	31	19	20
净利润(人民币 百万)	276	362	477	592	756
全面摊薄每股收益(人民币)	0.652	0.856	1.127	1.398	1.787
变动(%)	(9.1)	31.4	31.6	24.1	27.8
市场共识预测每股收益(人民币)			1.098	1.423	1.877
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.238	1.514	
调整幅度(%)	-	-	(9.0)	(7.6)	
全面摊薄市盈率(倍)	54.2	41.2	31.3	25.3	19.8
每股现金流量(人民币)	0.48	0.61	0.82	1.10	1.40
价格/每股现金流量(倍)	73.7	58.0	43.1	32.0	25.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.7	31.4	24.3	19.7	14.9
每股股息(人民币)	0.380	0.400	0.420	0.450	0.450
股息率(%)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3

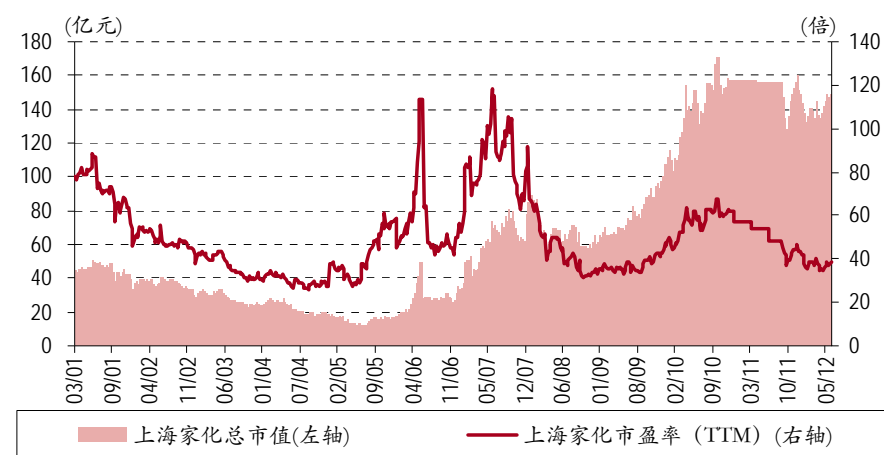
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 估值

我们近期参加了上海家化 2012 年股东大会，通过与管理层交流，更加清晰了其未来发展战略和近期增长驱动力。另外，股东大会也通过了限制性股票激励方案，我们认为该方案对公司业绩的摊薄较为有限，而其激励作用将有效保证未来三年净利平均 30% 以上的高速成长。作为本土日化的龙头企业，在完全市场化的机制引导下，我们预计其未来增长更加可以期待。我们维持其买入评级。假设该计划在 2012 年顺利实施，则当年每股盈利摊薄至 1.06 元（已考虑股权激励的成本）。给予其 38 倍 2012 年预期市盈率，目标价上调至 40.30 元。

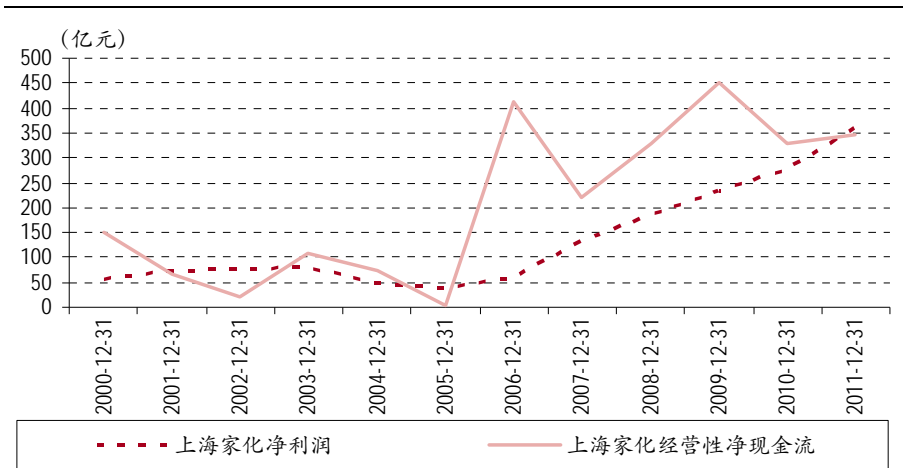
## 关于公司高估值的讨论

图表 1. 公司总市值和历史市盈率走势图



资料来源：万德

市场对于上海家化一直存在这样的理解：公司基本面十分好，未来净利增速也可期，但就是估值（市盈率、市净率）较贵。对此我们的理解是：1）从现金流角度来看，由于公司经营性回款控制较好，另外历史上由于公司做了很多资产拨备计提，导致其经营性净现金流一直好于净利润，我们预计未来其经营性现金流也将保持此趋势，按 DCF 估值，公司的股价在 40 元以上；2）从历史市盈率走势看，目前公司的估值已处于历史相对低点，相较于未来三年 30% 的平均净利增速，我们认为已较具有吸引力；3）更为重要的是，我们认为上海家化是处于充分竞争的行业环境，靠品牌和渠道经营赚取利润的公司，其内生性增长足以支撑未来五年以上的高增长，而不需资本市场任何再投入，而目前拥有的 10 亿现金可能进行的外延式并购，将可能带来更高的成长。这样的公司在 A 股并不多见。公司的溢价，如品牌的价值、管理层优异的经营能力等在报表中并没有体现，而我们认为公司的股价正是包含了这些溢价，只要公司的管理经营层没有发生改变，这些溢价将一直存在于股价之中，这就意味着其估值高于 A 股大部分公司是合理的。我们认为，伴随着未来业绩持续增长，公司股价仍将会有优异表现。

**图表 2.公司经营性现金流和净利润对比**


资料来源：公司数据

**未来公司将上下全方位发展。**公司董事长葛文耀认为，在平安入主后，公司发展的步伐将进一步加快，产品线将上下同时发展，即：向上高端产品发展，如双妹，另外开展投资（主要是化妆品）、对外合作；向下发展大宗日化品，如家安等。两端市场都要抓。另外，目前公司手上有近 10 亿现金，原来由于体制束缚，不能实现外延式发展，现在可以考虑进行收购或参股国外品牌，但公司会比较谨慎，有一定过程。还有，在人的管理上公司将提高业务素质，费用方面精打细算，争取未来三年以上的高增长。

**2012 年公司净利增速仍有望超过 30%。**公司 1 季度实现了净利 48% 的高增长，目前看 4-5 月份仍延续了较好的趋势，各主打品牌均有较好表现。

**1) 六神：新品助力增速加快。**前 5 个月六神品牌增速较好，主要得益于六神宝宝、艾叶香皂等新品的推出，未来两个月是六神销售的关键时间段，如果铺货正常加之天气配合，全年六神品牌有望超过去年，达到 10% 以上增速。

**2) 和花王合作超预期。**目前公司和花王合作的产品主要集中在尿片、卫生巾、洗面奶、洗衣液等，从 1 季度和花王的合作看，超过管理层预期的好，公司认为花王产品在中国未来 5 年有超过 10 倍的增长，而今年公司代销花王产品将超过 3 亿，预计 2013 年随着花王在安徽工厂的建成，公司代销的品种和销量将更上一个台阶。

**3) 佰草集未来保持 30% 增长仍然可期。**前 5 个月佰草集略有放缓，但由于新开店在下半年居多，主要还是看下半年。公司认为未来佰草集增长空间还很大，主要是因为：首先其目前有 1,200 个网点，达到 1,800 个网点还是可以期待的。另外单产来讲，目前佰草集平均单产 16-17 万，和同行比仍然偏低，对手基本在 20 万以上，高端一线品牌的单产可以做到 200 万以上。单产的提升主要靠新品推出，目前百草新品占总产品数的 20% 以上，如果今年新品开发完成，有望接近 200 个 SKU。

**4) 高夫全年有望实现 50% 以上增长。**今年前 5 个月增速已经超过 50%。公司认为未来的高速增长仍然可以期待，主要因为：首先男生护肤品整体行业增速在 20% 以上，公司目前排在第二梯队前面，目前是尽快超越，进入前 3 名。目前高夫有 60 多个 SKU，价格 50-400 元之间。渠道分为卖场和专柜。100 元以下的在屈臣氏、家乐福等卖场，但专柜是品牌之本，以 200 元或者更高产品为主。随着新品推出，专柜贡献将日益显著。

5) **美加净潜力很大。**今年前5个月已经恢复正常增长，去年供应链短缺问题已经解决。公司认为美加净的性价比很好，并且在客户中的品牌价值较高，未来发展空间很大。去年开始通过新品推出，市场反响很好，今年在供应链问题解决后，该品牌有望实现30%以上增长。公司将其定位为广谱化产品，希望能成为第二个六神系列。

总之，公司各主打品牌的增速好于我们预期，当然，更重要是看未来2-3个月销售情况，如果正常，即便考虑增加股权激励的管理成本，我们预计2012年净利仍有望实现30%以上增长。

**股东大会通过限制性股票激励方案。**我们认为，公司的该计划较为可行，从几方面理解如下：1) 这次限制性股票定向增发总股数仅为公司总股本的6.71%，在发行后对其业绩摊薄有限；2) 公司设立的解锁考核条件较为合理，基本保证2011-2014年间净利平均增长率不低于30%，并且加权平均净资产收益率不低于18%。通过该方案的实施，将有效保障其未来三年业绩成长；3) 该激励计划对公司未来业绩影响有限：根据其测算，如果方案实施顺利，则在2012年中期可能进行管理费用摊销，即第一个12月成本1.11亿元的50%，5,500万元，剩余5,500万元在2013年摊销，并考虑第二个12月4,300万成本，公司2012和2013年管理费用分别增加5,500万元和7,650万元，这样其净利将分别减少9%和14%至4.78亿元和5.92亿元。如果方案实施到2012年下半年进行，则2012年可能只摊销1.11亿元的30%，即3,300万元，剩余7,700万元在2013年摊销。则2012年和2013年管理费用分别增加3,300万元和9,100万元，公司净利将分别减少5%和15%至4.95亿元和5.78亿元。总体看，该计划对公司业绩的摊薄较为有限，而其激励作用将有效保证未来三年的高速增长。



**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	3,094	3,577	4,704	5,613	6,734
销售成本	(1,424)	(1,556)	(2,101)	(2,411)	(2,789)
经营费用	(1,283)	(1,572)	(2,030)	(2,512)	(3,066)
息税折旧前利润	387	449	572	690	878
折旧及摊销	(94)	(104)	(119)	(130)	(142)
经营利润(息税前利润)	293	345	453	560	737
净利息收入/(费用)	5	11	18	24	32
其他收益/(损失)	4	98	120	150	170
税前利润	302	454	591	734	939
所得税	(53)	(87)	(109)	(136)	(174)
少数股东权益	26	(4)	(5)	(7)	(9)
净利润	276	362	477	592	756
每股收益(人民币)	0.652	0.856	1.127	1.398	1.787
每股股息(人民币)	0.380	0.400	0.420	0.450	0.450
收入增长(%)	15	16	31	19	20
息税前利润增长(%)	(10)	18	31	24	31
息税折旧前利润增长(%)	(7)	16	27	21	27
每股收益增长(%)	(9)	31	32	24	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	768	872	1,059	1,388	1,871
应收帐款	302	411	540	644	773
库存	318	400	541	620	717
其他流动资产	47	35	40	56	35
流动资产总计	1,435	1,717	2,179	2,709	3,396
固定资产	289	390	421	443	456
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	398	390	424	360	360
长期资产总计	688	780	845	803	816
总资产	2,122	2,498	3,025	3,512	4,212
应付帐款	302	380	514	590	681
短期债务	14	10	10	10	10
其他流动负债	284	263	396	463	580
流动负债总计	600	654	920	1,062	1,271
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5	5
股本	423	423	423	423	423
储备	1,074	1,388	1,639	1,981	2,471
股东权益	1,497	1,811	2,062	2,404	2,894
少数股东权益	21	28	37	41	41
总负债及权益	2,122	2,498	3,025	3,512	4,212
每股帐面价值(人民币)	3.54	4.28	4.87	5.68	6.84
每股有形资产(人民币)	3.54	4.28	4.87	5.68	6.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.78)	(2.04)	(2.48)	(3.26)	(4.40)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	302	454	591	734	939
折旧与摊销	94	104	119	130	142
净利息费用	(5)	(11)	(18)	(24)	(32)
运营资本变动	(48)	(113)	(136)	(108)	(133)
税金	(53)	(87)	(109)	(136)	(174)
其他经营现金流	(89)	(89)	(100)	(130)	(150)
经营活动产生的现金流	203	258	347	466	591
购买固定资产净值	(90)	(95)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	94	99	118	154	182
投资活动产生的现金流	4	4	18	54	82
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2	(4)	0	0	0
支付股息	(161)	(169)	(178)	(190)	(190)
其他融资现金流	20	15	0	0	0
融资活动产生的现金流	(139)	(158)	(178)	(190)	(190)
现金变动	68	103	187	330	483
期初现金	701	768	872	1,059	1,388
公司自由现金流	207	262	365	520	673
权益自由现金流	209	258	365	520	673

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.5	12.5	12.2	12.3	13.0
息税前利润率(%)	9.5	9.6	9.6	10.0	10.9
税前利润率(%)	9.8	12.7	12.6	13.1	13.9
净利率(%)	8.9	10.1	10.1	10.5	11.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.4	2.6	2.4	2.6	2.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	2.0	2.0	2.2	2.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	54.2	41.2	31.3	25.3	19.8
市净率(倍)	10.0	8.2	7.2	6.2	5.2
价格/现金流(倍)	73.7	58.0	43.1	32.0	25.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.7	31.4	24.3	19.7	14.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	75.1	84.2	36.5	37.7	36.2
应收帐款周转天数	35.3	36.3	36.9	38.5	38.4
应付帐款周转天数	35.2	34.8	34.7	35.9	34.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	58.3	46.7	37.3	32.2	25.2
净资产收益率(%)	19.6	21.9	24.6	26.5	28.5
资产收益率(%)	12.1	12.0	13.4	14.0	15.5
已运用资本收益率(%)	20.1	20.4	22.9	24.6	27.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371