

**上海家化 (600315.SH)****个人用品行业****评级：增持 维持评级****业绩点评**

市价(人民币)：42.96元  
 目标(人民币)：39.74-45.76元

**长期竞争力评级：高于行业均值****市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	423.00
总市值(百万元)	192.62
年内股价最高最低(元)	42.96/29.89
沪深300指数	2472.61
上证指数	2223.58

**相关报告**

- 《公司收入维持快速稳健增长》，2012.6.4
- 《一季度业绩取得开门红》，2012.4.27
- 《去年业绩小幅低于预期不改今年增长前景》，2012.4.9

**王晓莹** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019  
 (8621)61038318  
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

**蔡益润** 联系人  
 (8621)61356501  
 caiyr@gjzq.com.cn

**公司基本情况(人民币)**

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.847	0.854	1.204	1.440	1.900
每股净资产(元)	3.54	4.16	5.81	6.90	8.35
每股经营性现金流(元)	0.78	0.82	1.14	1.19	1.68
市盈率(倍)	38.86	37.37	35.67	29.84	22.61
行业优化市盈率(倍)	42.92	48.49	48.75	48.75	48.75
净利润增长率(%)	18.15%	31.06%	49.46%	19.56%	31.94%
净资产收益率(%)	18.42%	20.54%	20.73%	20.87%	22.75%
总股本(百万股)	325.55	423.03	448.36	448.36	448.36

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 上海家化发布业绩预增公告：预计1H12业绩同比增长70%以上，预增原因为(1)上半年销售增长良好，(2)子公司带来一次性投资收益。

**经营分析**

- 子公司天江药业带来约五千万元一次性投资收益：经向公司了解，上半年天江药业的大股东单方面增资后，公司持有的股权比例从26.5%下降至23%左右，按照会计准则需减记长期股权投资并计入当期损益，因此产生约5000万元一次性投资收益。扣除该笔收益后，公司净利润增速约为45%，略高于市场预期。
- 二季度收入增速有所回落，毛利率提高推动净利润增长：二季度销售收入增速比一季度有所回落，由于一季度为铺货季节、经销商进货比较积极，因此增速回落乃预料之中。各主要品牌中六神继续保持两位数增长，佰草集增长正常，代理花王业务表现良好。同时，受益于原材料价格下降，公司毛利率同比提升，推动净利润增长。我们认为上半年收入增长源于公司推出的新品成功、营销加强，下半年这两项因素能持续发挥作用，且佰草集、美加净将进入销售旺季，7月天气已经转热、减少不确定性，因此预计公司下半年收入可延续较好发展趋势。
- 股权激励费用尚未计入利润表，预计下半年净利润增速将有所回落：股权激励费用尚未计入中报利润表，因此当该笔费用计入后，全年净利润增长将有所回落。我们前期盈利预测中已考虑了股权激励费用的影响，预计对今年业绩影响有限，对明年的影响较大。

**盈利调整**

- 由于六神和代理花王业务增长良好，我们小幅上调公司2012-14年销售收入预测，上调今年投资收益预测，并小幅上调2012-14年净利润预测：预计公司2012-2014年销售收入为43.0、51.4和61.0亿元，同比增速20.3%、19.5%和18.7%，EPS为1.20、1.44和1.90元（明后年EPS下降的原因是股权激励增加股本），净利润同比增速49%、20%和32%。

**投资建议**

- 参考公司成长性，给予33-38×12EPS，对应股价为39.74-45.76元。现价42.96元对应35.7×12EPS/29.7×13EPS，考虑到行业巨大的成长空间、公司的品牌建设能力、以及激励到位带来增长潜力，维持“增持”评级。

**风险提示：**毛利率下降风险，今年摊销的股权激励费用高于预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,697</b>	<b>3,094</b>	<b>3,577</b>	<b>4,302</b>	<b>5,139</b>	<b>6,099</b>	货币资金	701	768	872	1,939	2,421	3,082
增长率	14.7%	15.6%	20.3%	19.5%	18.7%		应收款项	314	322	468	466	563	677
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,215</b>	<b>-1,399</b>	<b>-1,519</b>	<b>-1,824</b>	<b>-2,131</b>	<b>-2,477</b>	存货	268	318	399	387	467	556
%销售收入	45.0%	45.2%	42.5%	42.4%	41.5%	40.6%	其他流动资产	17	27	30	26	34	39
<b>毛利</b>	<b>1,482</b>	<b>1,695</b>	<b>2,057</b>	<b>2,477</b>	<b>3,009</b>	<b>3,622</b>	流动资产	1,299	1,435	1,767	2,817	3,486	4,354
%销售收入	55.0%	54.8%	57.5%	57.6%	58.5%	59.4%	%总资产	69.7%	67.6%	69.4%	80.7%	84.5%	87.8%
营业税金及附加	-24	-25	-37	-39	-46	-55	长期投资	164	292	358	359	358	358
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	293	289	251	226	198	167
营业费用	-819	-1,076	-1,283	-1,484	-1,763	-2,080	%总资产	15.7%	13.6%	9.9%	6.5%	4.8%	3.4%
%销售收入	30.4%	34.8%	35.9%	34.5%	34.3%	34.1%	无形资产	95	76	144	87	81	76
管理费用	-315	-301	-393	-413	-483	-524	非流动资产	564	688	779	675	640	604
%销售收入	11.7%	9.7%	11.0%	9.6%	9.4%	8.6%	%总资产	30.3%	32.4%	30.6%	19.3%	15.5%	12.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>325</b>	<b>293</b>	<b>343</b>	<b>541</b>	<b>717</b>	<b>963</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,864</b>	<b>2,122</b>	<b>2,547</b>	<b>3,492</b>	<b>4,125</b>	<b>4,958</b>
%销售收入	12.0%	9.5%	9.6%	12.6%	13.9%	15.8%	短期借款	12	14	10	0	0	0
财务费用	-2	5	11	9	15	19	应付款项	422	487	650	652	726	831
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	56	99	103	207	270	336
资产减值损失	-58	-95	-8	-15	-15	-10	流动负债	489	600	763	859	996	1,167
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	22	89	89	130	85	90	其他长期负债	6	4	2	0	0	0
%税前利润	7.4%	29.4%	19.6%	19.1%	10.4%	8.4%	<b>负债</b>	<b>495</b>	<b>604</b>	<b>765</b>	<b>859</b>	<b>996</b>	<b>1,168</b>
营业利润	286	292	436	666	802	1,062	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,320</b>	<b>1,497</b>	<b>1,759</b>	<b>2,605</b>	<b>3,093</b>	<b>3,743</b>
营业利润率	10.6%	9.4%	12.2%	15.5%	15.6%	17.4%	少数股东权益	49	21	23	28	36	46
营业外收支	9	10	17	15	15	15	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,864</b>	<b>2,122</b>	<b>2,547</b>	<b>3,492</b>	<b>4,125</b>	<b>4,958</b>
<b>税前利润</b>	<b>295</b>	<b>302</b>	<b>452</b>	<b>681</b>	<b>817</b>	<b>1,077</b>							
利润率	10.9%	9.8%	12.6%	15.8%	15.9%	17.7%							
所得税	-56	-53	-87	-136	-163	-215							
所得税率	18.9%	17.4%	19.3%	20.0%	20.0%	20.0%							
净利润	239	250	365	545	654	862							
少数股东损益	6	-26	4	5	8	10							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>233</b>	<b>276</b>	<b>361</b>	<b>540</b>	<b>646</b>	<b>852</b>							
净利率	8.6%	8.9%	10.1%	12.6%	12.6%	14.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>452</b>	<b>329</b>	<b>347</b>	<b>512</b>	<b>533</b>	<b>752</b>	<b>每股指标</b>						
资本开支	-79	-94	-90	22	-24	-25	每股收益	1.075	0.847	0.854	1.204	1.440	1.900
投资	-24	-65	-67	-1	0	0	每股净资产	4.054	3.538	4.158	5.810	6.899	8.349
其他	14	15	26	130	85	90	每股经营现金流	1.388	0.777	0.821	1.141	1.190	1.677
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-89</b>	<b>-144</b>	<b>-131</b>	<b>151</b>	<b>61</b>	<b>65</b>	每股股利	0.150	0.200	0.350	0.250	0.350	0.450
股权募资	0	3	3	416	0	0							
债权募资	-91	2	-4	-12	0	1	<b>回报率</b>						
其他	-50	-121	-112	1	-112	-157	净资产收益率	17.68%	18.42%	20.54%	20.73%	20.87%	22.75%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-141</b>	<b>-117</b>	<b>-113</b>	<b>405</b>	<b>-112</b>	<b>-156</b>	总资产收益率	12.52%	12.99%	14.18%	15.46%	15.65%	17.18%
现金净流量	222	68	103	1,067	482	661	投入资本收益率	19.06%	15.79%	15.47%	16.45%	18.32%	20.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	11	15	20
增持	0	0	1	6	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>1.00</b>	<b>1.07</b>	<b>1.20</b>	<b>1.27</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-11-14	增持	36.98	42.30 ~ 42.30
2 2011-12-05	增持	36.57	42.30 ~ 42.30
3 2012-02-08	增持	33.00	42.30 ~ 42.30
4 2012-04-09	增持	32.00	38.16 ~ 40.47
5 2012-04-27	增持	33.45	38.16 ~ 40.47
6 2012-06-04	增持	36.07	38.16 ~ 40.47

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B