



Research and  
Development Center

# 六神美加净为盾，佰草集高夫为矛，花王天江为双翼

—— 上海家化（600315.sh）深度报告

2012 年 08 月 20 日

郭荆璞  
化工行业  
首席分析师

麦土荣  
化工行业  
分析师

## 证券研究报告

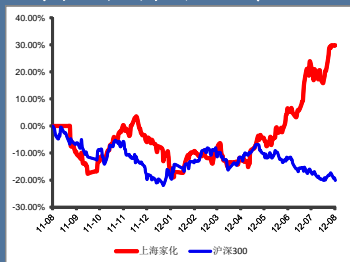
## 公司研究——深度报告

## 上海家化 (600315.sh)



首次评级

## 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)             | 47.30       |
| 52 周内股价<br>波动区间(元) | 29.89-47.46 |
| 最近一月涨跌幅(%)         | 4.77        |
| 总股本(亿股)            | 4.48        |
| 流通 A 股比例(%)        | 94.34       |
| 总市值(亿元)            | 212.07      |

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 号楼六层研究开发中心

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

## 相关研究

《安全第一》2011.9

《油价指导投资》2012.2

《弱市中的供给冲击与市场错判》  
2012.7

## 六神美加净为盾，佰草集高夫为矛，花王天江为双翼

## 上海家化深度报告

2012 年 08 月 20 日

## 本期内容提要：

◆ **六神美加净为盾**：通过稳扎稳打推进六神、美加净等大众品牌，使其作为上海家化品牌发展的基石，对公司今后业务发展发展，对佰草集、高夫以及双妹等高端品牌的推广提供了较强的现金流支撑。

◆ **佰草集高夫为矛**：佰草集系列产品作为公司成长性最好的品牌，以其独特的中国文化底蕴和更富活力的品牌形象在国际市场中引领中医养美潮流，未来三年将达到 25% 左右的年均增速，对公司的业绩贡献非常明显。借助未来几年男士化妆品行业将保持持续快速增长，高夫系列产品有望通过借助行业的快速发展，与佰草集一起，成为公司的最具潜力品牌。

◆ **花王天江为双翼**：公司代理的花王产品则有利于公司完善自己的产品结构，未来代理品种主要包括纸尿裤、卫生巾以及洗衣液等三大品类。天江药业 2012 年上半年营业收入为 8.6 亿元，净利润为 1.86 亿元，公司在天江药业的投资回报 2012 年上半年为 4638 万元，占上市公司净利润比重为 12.87%。

◆ **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 2012-2014 年销售收入分别达到 44.41 亿元、51.38 亿元和 59.20 亿元，净利润分别为 5.66 亿元、7.46 亿元和 11.12 亿元，2012 年、2013、2014 年摊薄的 EPS 分别达到 1.34 元、1.76 元和 2.63 元，对应 2012 年 8 月 16 日收盘价（47.30 元）的动态 PE 分别为 35 倍、27 倍和 18 倍。绝对估值模型目标价 66 元/股，首次给予“买入”评级。

## 公司报告首页财务数据

|               | 2010A    | 2011A    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入(百万元)   | 3,093.96 | 3,576.61 | 4,441.23 | 5,137.73 | 5,919.58 |
| 增长率 YoY %     | 14.71%   | 15.60%   | 24.17%   | 15.68%   | 15.22%   |
| 净利润(百万元)      | 275.63   | 361.25   | 566.22   | 745.65   | 1112.86  |
| 增长率 YoY%      | 18.15%   | 31.06%   | 56.74%   | 31.69%   | 49.25%   |
| 毛利率%          | 54.79%   | 57.52%   | 59.54%   | 61.67%   | 66.60%   |
| 净资产收益率 ROE%   | 19.57%   | 22.19%   | 28.62%   | 29.74%   | 33.84%   |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.65     | 0.85     | 1.34     | 1.76     | 2.63     |
| 市场一致预期 EPS(元) |          |          |          |          |          |
| 市盈率 P/E(倍)    | 73       | 56       | 35       | 27       | 18       |
| 市净率 P/B(倍)    | 13.37    | 11.38    | 9.10     | 7.10     | 5.32     |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2012 年 8 月 16 日收盘价

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 投资聚焦 .....                        | 1  |
| 一、六神美加净为盾，佰草集高夫为矛，花王天江为双翼 .....   | 3  |
| 1、六神美加净为盾 .....                   | 4  |
| 2、佰草集高夫为矛 .....                   | 6  |
| 3、花王天江为双翼 .....                   | 10 |
| 二、行业分析：化妆品行业稳步增长，年均增长率为 12% ..... | 13 |
| 1、全球最具潜力的化妆品市场 .....              | 13 |
| 2、护肤品市场是重点战场 .....                | 17 |
| 三、上海家化：多品牌的现代化妆品企业 .....          | 18 |
| 1、股权结构 .....                      | 18 |
| 2、品牌金字塔 .....                     | 19 |
| 3、平安入主迎接新机遇 .....                 | 19 |
| 4、股权激励刺激业绩增长提速 .....              | 20 |
| 5、公司分析：高端产品占比增加带动毛利提升 .....       | 21 |
| 四、盈利预测与估值 .....                   | 25 |
| 1、盈利假设 .....                      | 25 |
| 2、公司估值 .....                      | 27 |
| 3、风险提示： .....                     | 28 |

## 图 目 录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1：2010 年公司各品牌收入占公司收入比例 .....        | 3  |
| 图表 2：2011 年公司各品牌收入占公司收入比例 .....        | 3  |
| 图表 3：六神营业收入和收入增速（单位：百万元） .....         | 4  |
| 图表 4：六神主要产品市场价格 .....                  | 4  |
| 图表 5：美加净营业收入和收入增速（单位：百万元） .....        | 5  |
| 图表 6：美加净主要产品市场价格 .....                 | 5  |
| 图表 7：佰草集营业收入和收入增速（单位：百万元） .....        | 7  |
| 图表 8：佰草集主要产品市场价格 .....                 | 7  |
| 图表 9：2005 年我国化妆品市场销售渠道分布情况 .....       | 7  |
| 图表 10：2010 年我国化妆品市场销售渠道分布情况 .....      | 7  |
| 图表 11：高夫营业收入和收入增速（单位：百万元） .....        | 8  |
| 图表 12：高夫主要产品市场价格 .....                 | 8  |
| 图表 13：国内男士用品销售额 .....                  | 9  |
| 图表 14：2010 年国内男士用品市场份额占比 .....         | 9  |
| 图表 15：天江药业的股权结构 .....                  | 11 |
| 图表 16：天江药业营业收入及利润 .....                | 11 |
| 图表 17：1996-2011 年社会消费品零售额（化妆品类） .....  | 13 |
| 图表 18：1949-2011 年全国总人口 .....           | 14 |
| 图表 19：2006-2011 年 15-64 岁人口及其增长率 ..... | 14 |
| 图表 20：2002-2020 年城镇居民人均可支配收入 .....     | 15 |
| 图表 21：2011 年世界主要国家人均化妆品消费额（美元） .....   | 16 |
| 图表 22：我国化妆品市场容量（单位：亿元） .....           | 16 |
| 图表 23：我国日化市场规模（亿元） .....               | 16 |
| 图表 24：国内护肤品销售额（单位：亿元） .....            | 17 |
| 图表 25：2011 我国化妆品市场构成 .....             | 17 |
| 图表 26：2011 我国护肤品主要市场品牌 .....           | 18 |
| 图表 27：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图 .....        | 19 |
| 图表 28：股权激励成本 .....                     | 20 |
| 图表 29：上海家化营业收入和成本 .....                | 21 |
| 图表 30：上海家化净利润 .....                    | 21 |
| 图表 31：公司毛利率变化 .....                    | 22 |
| 图表 32：公司销售费用、管理费用及财务费用合计 .....         | 22 |
| 图表 33：主营业务分地区情况（百万元） .....             | 23 |
| 图表 34：佰草集克单价与售价 .....                  | 24 |
| 图表 35：美加净单克单价与售价 .....                 | 24 |
| 图表 36：公司各主要品牌收入预测（百万元） .....           | 26 |
| 图表 37：DCF 估值 .....                     | 27 |
| 图表 38：公司历史 PE .....                    | 28 |
| 图表 39：公司历史 PB .....                    | 28 |

## 投资聚焦

六神、美加净为盾，提供稳定现金流；佰草集、高夫为矛，作为增长的主要动力；花王、天江为双翼，助公司业绩快速起飞。

六神系列产品通过稳扎稳打的销售策略，未来市场逐步扩大，销售收入逐步提升；美加净系列产品，以其全心全意为 30 岁以上的中国女性提供最高性价比的个人护理解决方案清晰的市场定位，实现品牌复兴。通过稳步推进六神、美加净等大众品牌，使其作为上海家化品牌发展的基石，对公司今后业务发展发展，对佰草集、高夫以及双妹等高端品牌的推广提供了较强的现金流支撑。

佰草集系列产品作为公司成长性最好的品牌，以其独特的中国文化底蕴和富有活力的品牌形象在国际国内市场中引领中医养美潮流，通过直销+专柜+专卖店+SPA 以及先做强后做大的两个主要销售模式，未来三年将达到 25%左右的年均增速，对公司的业绩贡献将非常明显。鉴于男士化妆品正处于爆发式增长期，2009 年男士护肤品市场增长幅度为 27%，2010 年的增速达到了 40%，未来几年男士化妆品行业将保持持续快速增长，高夫系列产品有希望通过借助行业的快速发展，与佰草集一起，成为公司的最具潜力的品牌。

花王作为日本最大，世界前五的日化企业，产品涉及彩妆、护发品、沐浴用品等，公司代理的花王产品则有利于公司完善自己的产品结构，未来代理品种主要包括纸尿裤、卫生巾以及洗衣液等三大品类。天江药业 2012 年上半年营业收入为 8.6 亿元，净利润为 1.86 亿元，公司在天江药业的投资回报 2012 年上半年为 4638 万元，占上市公司净利润比重为 12.87%。花王代销和天江投资收益带来的企业价值将为公司估值提供安全边际。

过去十年，中国国内的化妆品零售额呈强劲增长态势，平均增长率达到 20%，我们预计未来十年内，国内化妆品的主要使用人群的人口将以每年 0.5-0.6%的速度增长，不断带来新增的需求，此外城镇居民的人均可支配收入以每年约 12%的速度增长，释放消费能力，而且目前我国的人均化妆品消费水平与世界平均水平差距仍然较大，因此未来仍将作为全球最具潜力的化妆品市场。

在化妆品子行业中，护肤品子行业市场规模最大，2011 年市场规模达到 707 亿元，未来行业的竞争将继续加剧，由于中国化妆品市场容量大，而且消费者的需求不断变化，本土品牌的企业依然可以通过准确的品牌推广和市场定位，在某些细分领域取得领先地位，上海家化通过精准的市场定位，未来在护肤品子行业上有希望做大做强。

我们预计公司 2012~2014 年销售收入分别达到 44.41 亿元、51.38 亿元和 59.20 亿元，净利润分别为 5.66 亿元、7.46 亿元和 11.12 亿元，2012 年、2013、2014 年摊薄的 EPS 分别达到 1.34 元、1.76 元和 2.63 元，对应 2012 年 8 月 16 日收盘价（47.30 元/股）的动态 PE 分别为 35 倍、27 倍和 18 倍。

绝对估值模型目标价 66 元/股，首次给予“买入”评级。

### 核心观点

**产品结构升级带来的毛利率提升是公司价值上升的核心因素。**

因为我国人口结构、居民收入增长以及目前较低的消费水平，未来化妆品行业仍将保持较高速度增长，公司通过精准的市场定位，通过六神系列产品以及美加净系列产品提供稳定的现金流，而在佰草集系列产品以及高夫系列产品的快速发展前提下，使公司快速成长，而代理花王以及天江药业的投资回报，将会促使公司业绩快速腾飞。

### 关键假设、盈利预测与投资评级

- 1、六神在 2012 年、2013 年、2014 年的收入增速分别为 12%、10%、10%；
- 2、美加净在 2012 年、2013 年、2014 年的收入增速分别为 11%、8%、8%；
- 3、佰草集在 2012 年、2013 年、2014 年的收入增速分别为 26%、25%、23%；
- 4、高夫在 2012 年、2013 年、2014 年的收入增速分别为 41%、33%、31%；
- 5、花王代理 2012 年、2013 年、2014 年的收入分别为 2 亿元、2.5 亿元、3 亿元；
- 6、天江药业投资收益稳定增长。

### 主要风险

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。



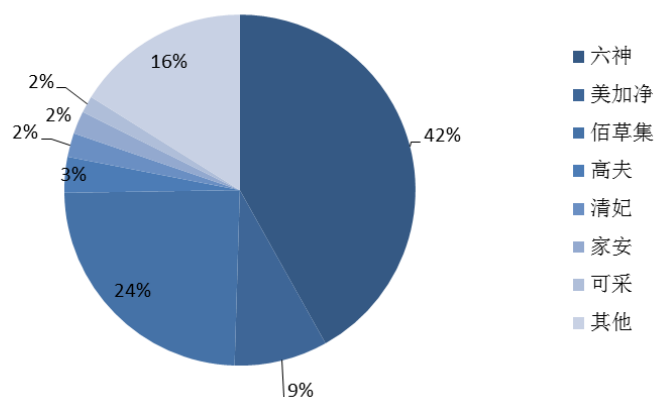
## 一、六神美加净为盾，佰草集高夫为矛，花王天江为双翼

作为国内化妆品行业首家上市公司，上海家化拥有国家级研发中心，研发成果和专利申请数量居于国内行业的领先水平，在中草药个人护理领域居于全球领先的地位，产品涵盖护肤、彩妆、香氛以及家用等各领域。通过“佰草集”、“六神”、“高夫”、“清妃”等一系列产品与国际日化巨头在中国化妆品市场上展开激烈的竞争。

上海家化拥有六神、美加净、家安、佰草集、清妃、高夫、珂珂等诸多知名品牌。根据不同的价位，上海家化的众多品牌形成低、中、高三个品牌梯队。低端品牌的代表是六神和美加净，产品价格 10~20 元之间，比如：六神花露水、六神沐浴露、美加净护手霜等；中端品牌的代表是佰草集、高夫和清妃，产品价格 120~400 元之间，比如：佰草集太极泥面膜、抗皱精粹眼霜等；高端品牌主要是双妹，产品价格 220~1,000 元之间，比如：玉容霜、粉嫩膏。

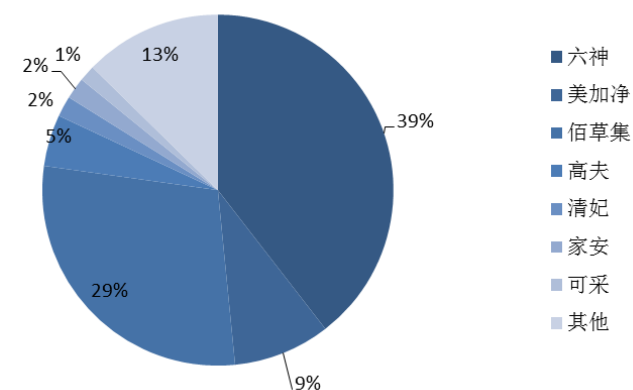
2012 年上半年公司营业收入达到 23.4 亿元，同比增长 21.7%，营业利润 4.6 亿元，同比增长 74.2%，归属母公司所有者的净利润为 3.6 亿元，同比增长 73.9%，业绩有大幅度提升。主要原因是公司化妆品销售收入同比增长 24.0%，销售增幅同比扩大，六神、佰草集、美加净和高夫等主要品牌的销售收入均实现两位数的增长。同时公司的销售费用及管理费用均有降低，销售费用由同期的 33.77% 下降到 30.16%，管理费用由同期的 8.09% 下降到 8.03%。

图表 1：2010 年公司各品牌收入占公司收入比例



资料来源：公司调研、信达证券研发中心

图表 2：2011 年公司各品牌收入占公司收入比例



资料来源：公司调研、信达证券研发中心

六神、美加净的收入占比高，六神 2010、2011 年收入占比 42%、39%。佰草集与高夫成长性好，佰草集 2011 年收入占比从前一年的 24% 提升至 31%。同时公司 2011 年获得花王独家代理权，预计对公司业绩产生正面的作用。

根据目前的经营策略，我们判断上海家化将延续现有温和而稳健的品牌推广策略，而不是大规模砸钱打广告拼市场份额。品牌名气和认可度的提升是一个稳妥而长期的过程。在六神、美加净等低端品牌以每年 10~20% 的速度平稳增长时，公司将更多的注意力放在佰草集、家安等毛利率较高的产品上，并开始精心培育“双妹”这个高端品牌。据统计，六神、美加净的毛利在 50~55%，而佰草集和家安的毛利率可以接近 80%。

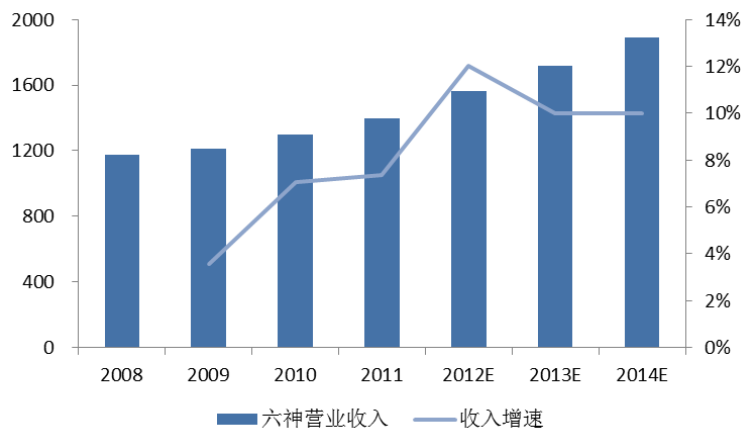
我们判断公司未来的业绩主要依托现有的品牌进行发展，六神、美加净为盾，佰草集、高夫为矛，花王、天江为双翼，助公司业绩快速起飞。

## 1、六神美加净为盾

### 六神——稳扎稳打

六神是上海家化最重要的品牌之一，是上海家化最赚钱的支柱产品，更是公司收入的主要来源。其主要产品为六神基础沐浴露系列、六神中草药健肤沐浴露系列、六神汉方精粹沐浴露系列、六神花露水系列、六神宝宝系列、六神夏日随身系列、六神香皂系列及六神粉系列。六神系列产品一直是公司销售收入第一的品牌，2011 年销售收入达 14 亿元，而且毛利水平一致稳定在 50% 左右，对公司业绩贡献较大。

图表 3：六神营业收入和收入增速（单位：百万元）



资料来源：公司调研、信达证券研发中心

图表 4：六神主要产品市场价格

| 产品             | 规格  | 单位 | 单价 (元) |
|----------------|-----|----|--------|
| 清凉爽肤沐浴露        | 200 | ml | 7.4    |
| 艾叶健肤（清凉型）中药沐浴露 | 750 | ml | 28.9   |
| 清凉美白汉方沐浴露      | 750 | ml | 32.9   |
| 经典玻璃装花露水       | 195 | ml | 8.2    |
| 劲凉提神喷雾花露水      | 180 | ml | 13.9   |
| 宝宝驱蚊花露水        | 100 | ml | 18     |
| 沁凉香体喷雾花露水      | 30  | ml | 19.6   |
| 艾叶除菌（清凉型）香皂    | 125 | g  | 4.4    |
| 清凉（冰片）香皂       | 125 | g  | 3.6    |
| 爽身粉            | 150 | g  | 7.5    |

资料来源：信达证券研发中心

调查显示，六神的消费者具有以下主要特点：收入为城镇中低收入阶层，年龄广泛分布于 20~60 岁，销售地区广，包括华东、华北、华南、华中和东北地区，普遍的消费者对中国传统中草药天然配方个人洗护用品比较青睐。

目前六神的品牌优势体现在其极高的性价比上，六神产品因其本身准确的市场定位，价格实惠，主要面向一线城市的中低层以及二、三线城市的消费者，与其针对大流通领域的消费者的品牌销售定位相契合。且六神品牌产品也具有非常出众的功效，其纯天然、中草药的配方不仅具有清凉、止痒、杀菌、去痒的功能，而且能让肌肤白嫩细滑，价廉物美让六神产品在激烈的市场竞争中具有相当的价值优势。

### 美加净——期待复兴

1962年，美加净品牌诞生，作为曾经的中国化妆品第一品牌，美加净推出了中国化妆品市场的第一瓶定型摩丝、第一支护手霜、第一支防晒霜以及第一瓶香水等等，并在1990年，美加净品牌以百分之十几的市场占有率毫无争议的成为行业的第一品牌，年增长率高达两位数。

图表 5: 美加净营业收入和收入增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司调研, 信达证券研发中心

图表 6: 美加净主要产品市场价格

| 产品               | 规格  | 单位 | 单价 (元) |
|------------------|-----|----|--------|
| 美加净翠竹密集保湿爽肤水     | 200 | ML | 15     |
| 美加净杏仁油倍护霜        | 80  | g  | 11     |
| 美加净宝石润肤露         | 100 | ml | 15     |
| 蜂蜜倍润滋养乳          | 100 | ml | 16     |
| 美加净MAXAM灵芝长效保湿霜  | 80  | G  | 13     |
| 人参活肤菁华霜          | 80  | g  | 14     |
| 修护柔珠洁面乳          | 80  | g  | 15     |
| 美加净MAXAM CQ美白活肤霜 | 40  | g  | 9      |
| 美加净白睡莲水嫩美白凝露     | 80  | g  | 20     |
| 美加净翠竹密集保湿凝露      | 80  | G  | 25     |

资料来源: 信达证券研发中心

但也在1990年，已经进入巅峰的美加净品牌为了配合特殊历史时期吸引外商的政策，和公司的另外一品牌“露美”一起被政府主管部门选中，无奈外嫁并被雪藏，1991年美加净品牌的年销售额一落千丈，从前一年的3亿多元一下子降至600万元。其后公司高价赎回了“美加净”及“露美”两个品牌，但在中国化妆品市场发展最快的4年，“露美”完全失去了市场基础，“美加净”则丧失了市场第一的地位，在其后的发展过程中，美加净品牌依托稳定的品质和科技附加值较高的新产品重新夺回顶峰的销售收入，并在细分领域护手霜上成功地抢回第一品牌的交椅，但我们也要看到，中国化妆品市场也在经历快速的发展，美加净品牌的市场占有率已经大大降低了。



美加净未来的战略将是本着多年对中国女性肌肤需求的了解和雄厚的研发实力，全心全意为 30 岁以上的中国女性提供最高性价比的个人护理解决方案，现已拥有面部护理、手部护理以及身体护理等系列的产品，主要包括全心护手美手系列、天然真颜护肤系列、天然实效护肤系列、保湿系列、润体乳系列以及沐浴露系列。

对于公司而言，六神、美加净系列占据了我国大众市场，满足许多中低层次的消费者的需求。通过稳扎稳打推进六神、美加净等大众品牌，使其作为上海家化品牌发展的基石，对公司今后业务发展发展，对佰草集、高夫以及双妹等高端品牌的推广提供了较强的现金流支撑。

但我们也要看到，目前六神、美加净的市场竞争也比较激烈，主要分成三类：

第一类主要是宝洁、联合利华、花王、强生等等，这些企业拥有先进的企业管理机制，成熟的品牌运作经验，强大的研发力量和全球采购的成本优势，也拥有强大的品牌优势。主要有强生的强生婴儿、联合利华的力士、宝洁的舒肤佳、花王的碧柔。

第二类主要是本土的民营企业，以美日集团、丝宝集团等为例，这些企业具有灵活的机制，重视市场营销和投入，主要有美日集团的花世界、樱雪和傲雪等一系列产品。

第三类主要是其他国有企业，如北京三露厂等（目前已经被强生收购）。

## 2、佰草集高夫为矛

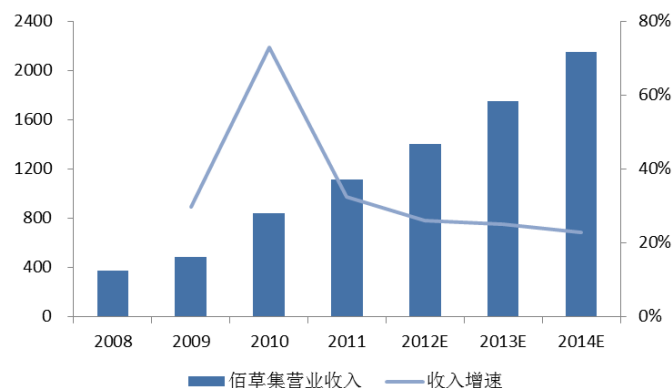
### 佰草集——公司成长性最好的品牌

上海家化从 1995 年开始专程赴神农架实地，潜心考察药草资源，正式立项研究佰草集。

1998 年上海香港广场第一家专卖店开张，开启全新中草药平衡护理概念，精致的产品、清雅的店面广受崇尚自然健康的女性青睐，开启了国内的发展。2001 年正式迈出国际化的第一步，进军香港市场。2002 年，佰草集汉方 SPA 开张，转为女性提供更多的中草药专业护理享受，在 2005 年，佰草集以唯一的中国化妆品品牌进入国际知名化妆品连锁专卖店丝芙兰。至 2011 年底，佰草集在国内的门店拓展至近 1,200 家，并继续积极开拓全球市场，以其独特的中国文化底蕴和更富活力的品牌形象在国际市场中引领中医养美潮流，与全球分享“美自根源养有方”的佰草集理念。

佰草集的理念是尊崇中国美容经典，糅合中国特色的草药与现代生物技术的最新成果，以整体的平衡新观念，发现中国文化追求“自然、平衡”的精粹。

图表 7: 佰草集营业收入和收入增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司调研、信达证券研发中心

图表 8: 佰草集主要产品市场价格

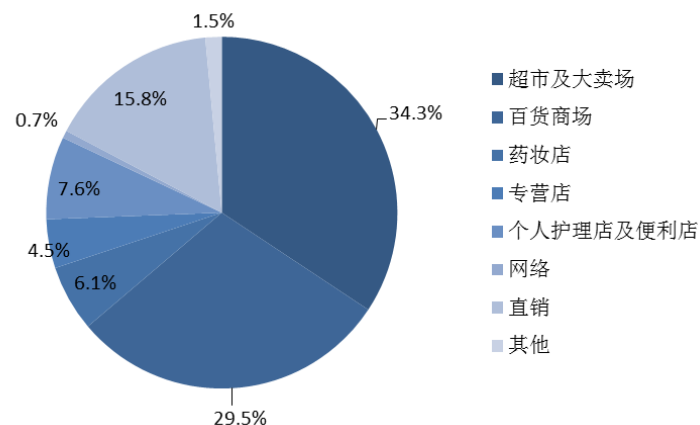
| 产品        | 规格  | 单位 | 单价 (元) |
|-----------|-----|----|--------|
| 清爽洁面乳     | 100 | ml | 60     |
| 新七百美白洁面着哩 | 120 | ml | 100    |
| 新七白面膜     | 100 | g  | 120    |
| 新恒美紧肤洁面乳  | 120 | ml | 160    |
| 舒爽润肤霜     | 50  | g  | 160    |
| 莹彩隔离霜     | 50  | g  | 170    |
| 新恒美紧肤乳液   | 50  | g  | 200    |
| 新七百美白活肤霜  | 50  | g  | 220    |
| 新七百美白晚霜   | 50  | g  | 350    |
| 新恒美紧肤精华液  | 30  | ml | 380    |
| 眼霜        | 20  | g  | 280    |

资料来源: 信达证券研发中心

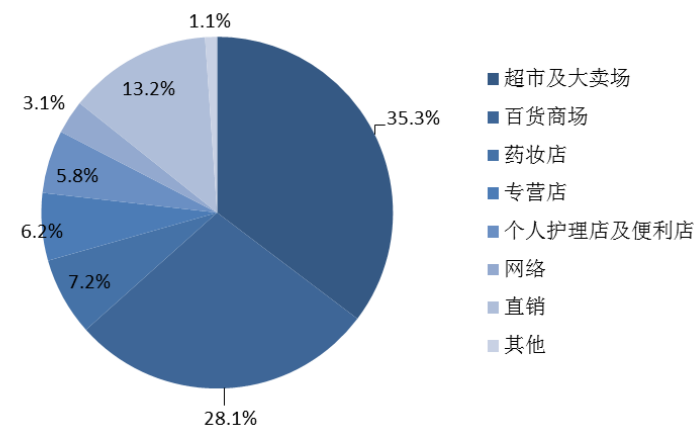
虽然作为公司的中高端品牌,但是佰草集产品的价格定位比较准确,主流产品的定价区间为 100~400 元,适应了中国消费者的收入水平,使大多数消费者都能购买。

图表 9: 2005 年我国化妆品市场销售渠道分布情况

图表 10: 2010 年我国化妆品市场销售渠道分布情况



资料来源: Euromonitor



资料来源: Euromonitor

上海家化的佰草集品牌的销售模式——直销+专柜+专卖店+SPA 以及先做强后做大的两个主要模式。专卖店作为见效快、成功率高的销售模式，能很好展示佰草集的品牌形象、保障服务管理的质量、保证价格体系统一和稳定，也是消费者认为最值得信赖的销售方式；同时公司也注重在商场、超市设专柜，与国际知名品牌同台竞争，提升了公司的产品形象，有利于拓展品牌的宽度。目前公司在相对发达的城市布点比较充分，约有 600 多家店面，约占销售收入的 60%左右；而二线城市店面数量在 200~300 家，销售收入占比约在 20%左右，在全国目前合计有约 1,100~1,200 家门店，其中 30%为自营店，加盟店超过 600 家。与国际一线品牌相比，佰草集的门店数量还有很大的上升空间。

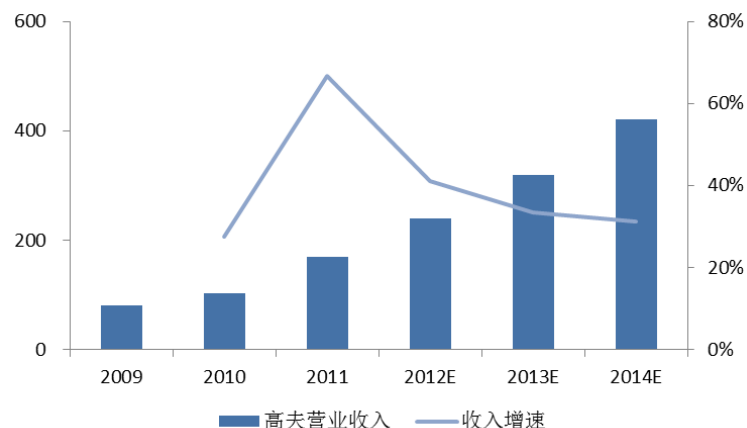
佰草集汉方 SPA 作为公司销售渠道的一个创新，目前在北京、上海、苏州三地共开办十多家门店，计划未来 3-5 年加快门店的开拓步伐。汉方 SPA 对佰草集的品牌推广起来非常大的促进作用，作为公司产品宣传和销售的渠道的同时，通过 SPA 的方式有利于让客户更深入地了解佰草集这个品牌和正确的使用方法，同时通过 SPA 会员机制的绑定，加强会员对品牌的忠诚度。

### 高夫——只为男士打造的高档专业男士个人护理品牌

1992 年，高夫品牌诞生，作为中国化妆品市场第一个男性护理品牌，首批推出 2 款古龙水和男士专用润肤露和润肤霜，引领了中国男性使用香水的风潮，并在国内首次提出了“男士护肤”的概念。

图表 11: 高夫营业收入和收入增速 (单位: 百万元)

图表 12: 高夫主要产品市场价格



资料来源：公司调研、信达证券研发中心

| 产品       | 规格  | 单位 | 单价（元） |
|----------|-----|----|-------|
| 净透控油爽肤水  | 124 | ml | 88    |
| 火山泥洁面乳   | 120 | g  | 88    |
| 活力紧致眼霜   | 20  | g  | 188   |
| 补水面膜     | 75  | ml | 188   |
| 聚能醒肤凝露   | 75  | ml | 168   |
| 竹炭洁面皂    | 100 | g  | 58    |
| 恒宝湿冰霜皂   | 100 | g  | 158   |
| No. 0古龙水 | 60  | ml | 198   |
| No. 1古龙水 | 30  | ml | 128   |
| 须后水      | 120 | ml | 108   |
| 抗皱精粹眼霜   | 15  | g  | 298   |
| 抗皱精粹精华液  | 27  | ml | 488   |

资料来源：信达证券研发中心

2003 年，高夫对产品进行了重新定位，全新演绎高夫品牌，并顺利对所有产品进行了全面的整合。目前，通过差异化的定位，专为男士高级定制。

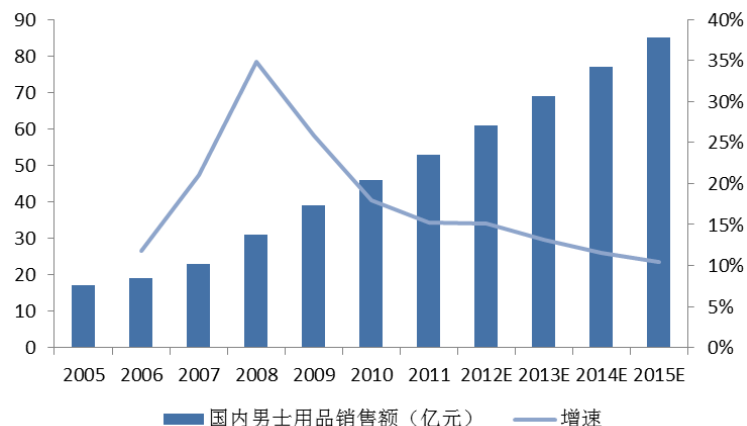
从 19 年的发展历程来看，高夫品牌一直在专注男士消费者。与有些国际大牌同时销售女性和男性个人护理产品、或者套用同品牌女性产品配方变身男士产品的做法不同，高夫一直致力于男性个人护理产品的研发，是至今为止中国企业中唯一一只做男士产品的品牌，市场定位非常清晰。目前高夫拥有 13 个产品系列、58 个单品，涵盖了护肤、护发和香水各领域，是目前市场上拥有最细分、最专业产品线的男士护肤品牌，提供最细分和最专业的皮肤问题解决方案，为男士呈现健康多彩的从容生活。

其品牌的核心精神是“一切，从容面对！”，致力于帮助男士提供个人形象。

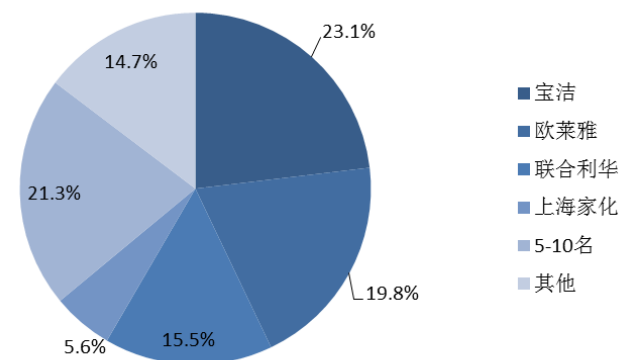
目前男士化妆品正处于爆发式增长期，2009 年男士护肤品市场增长幅度为 27%，2010 年的增速达到了 40%，未来几年男士化妆品行业将保持持续快速增长。借助行业的快速发展，高夫有希望与佰草集一起，成为公司的最具潜力品牌。

图表 13：国内男士用品销售额

图表 14：2010 年国内男士用品市场份额占比



资料来源：公司调研、信达证券研发中心



资料来源：信达证券研发中心

### 3、花王天江为双翼

#### 代理花王——完善公司产品结构

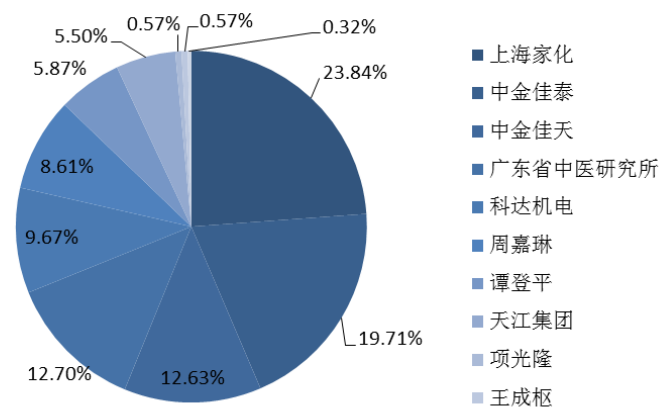
公司与花王集团于2011年达成销售合作协议，上海家化正式取得花王中国独家代理权，未来以日本花王集团在中国开展的个人护理用品和家庭用品事业为中心，结合上海家化在国内所拥有的广泛的销售网络以及经销商渠道等优势，进行互利的双赢合作。花王作为日本最大，世界前五的日化企业，产品涉及彩妆、护发品、沐浴用品等，而公司代理的花王产品主要包括纸尿裤、卫生巾以及洗衣液等三大品类。

#### 天江药业——成功的投资

江阴天江药业有限公司创办于1992年，是国内生产规模最大的中药配方颗粒生产企业，也是唯一一家专营配方颗粒的企业，目前取得中国驰名商标认证。上海家化1998年参股天江药业，目前持有天江药业23.84%的股权，是天江药业的第一大股东。



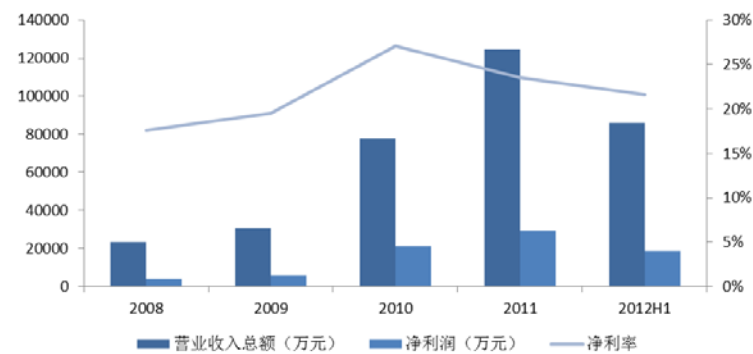
图表 15: 天江药业的股权结构



资料来源: Wind、信达证券研发中心

2011 年天江药业营业收入为 12.47 亿元, 净利润为 2.93 亿元, 净利率 23.52%。按照公司的股权比重, 公司在天江药业的投资回报 2011 年为 7757 万元。2012 年上半年营业收入为 8.6 亿元, 净利润为 1.86 亿元, 公司在天江药业的投资回报 2012 年上半年为 4638 万元, 占上市公司净利润比重为 12.87%。未来中药配方颗粒行业仍将较大的发展空间, 由商务部发布的 2011 年药品流通行业运行统计分析报告, 数据显示 2011 年中成药全国销售总额达 1427 亿元, 中药材类全国销售总额达 271 亿元, 在七大类医药商品销售中, 药品类占销售总额的 76.2%, 其次是中成药, 占 15.2%, 中药材类占 2.9%。

图表 16: 天江药业营业收入及利润



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

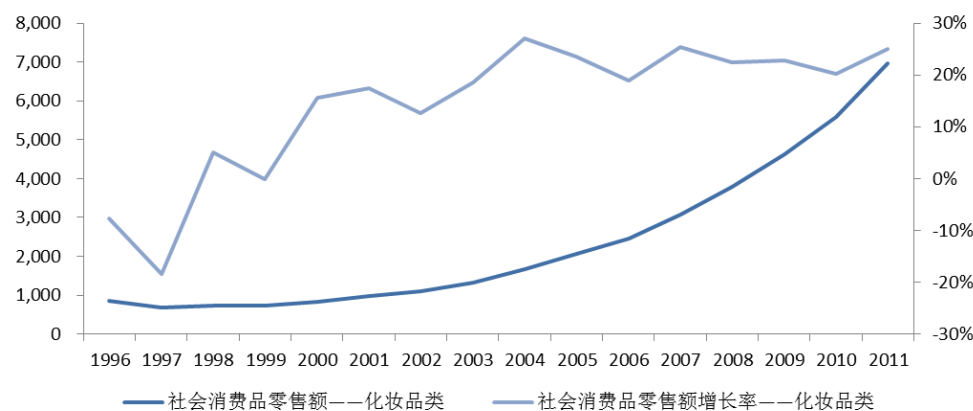
同时我们也可以看到家安、双妹等品牌也进入了快速发展时期, 家安是公司在家用清洁领域的创新品牌, 产品涉及家电清洁剂、管道清洁剂、卫浴清洁剂。目前竞争对手主要有妙洁、妙管家等, 竞争对手少, 市场空间较大。

## 二、行业分析：化妆品行业稳步增长，年均增长率为12%

### 1、全球最具潜力的化妆品市场

我国已经成为世界第三大化妆品市场，也是目前公认全球最具潜力的化妆品市场，在细分领域上，目前世界上最大的洗涤剂市场和世界第二大化妆品市场。根据美国个人护理用品协会（PCPC）和普华永道于2012年5月发布的一项最新研究报告《中国个人护理产品行业的经济和社会贡献》，中国日化行业在过去的六年中平均年增长率为12.4%，明显高于过去十年中全国平均8.9%的经济增长率。从消费来看，过去十年，中国国内的化妆品零售额呈强劲增长态势，平均增长率达到20%。

图表 17：1996-2011 年社会消费品零售额（化妆品类）

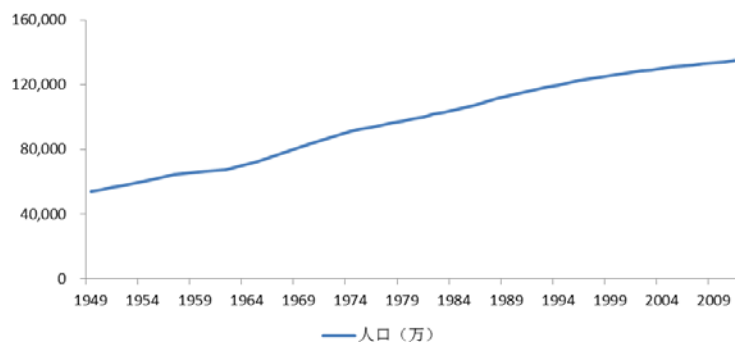


资料来源：Wind、信达证券研发中心

未来的中国化妆品市场仍将维持稳定的增长，主要由以下三个因素推动。

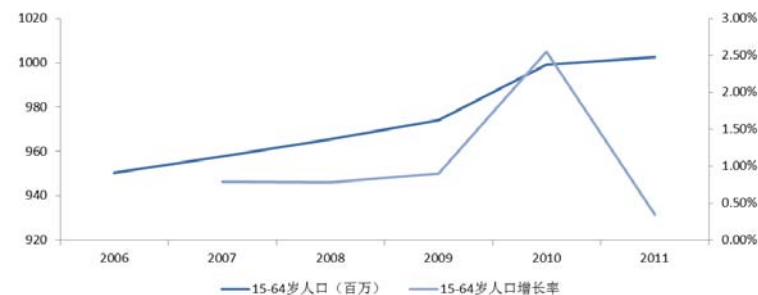
首先，国内化妆品的主要使用人群——15-64 岁人群的人口以每年 0.5-0.6% 的速度稳步增长，源源不断带来新的化妆品需求。

图表 18: 1949-2011 年全国总人口



资料来源: Wind、信达证券研发中心

图表 19: 2006-2011 年 15-64 岁人口及其增长率

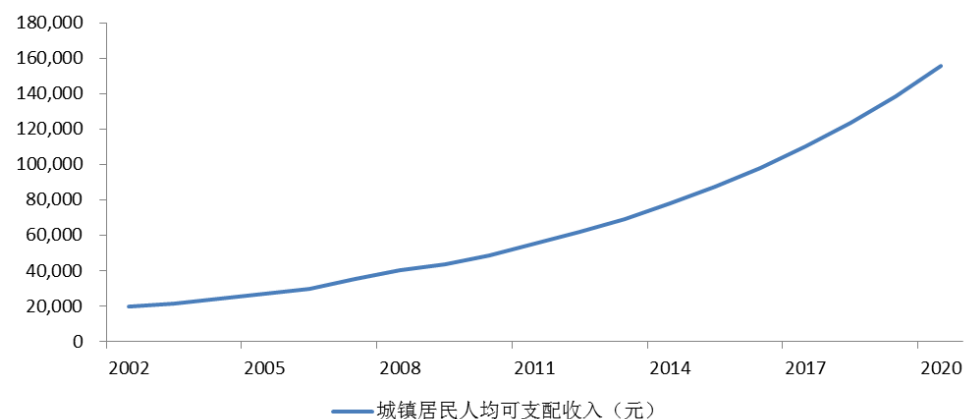


资料来源: Wind、信达证券研发中心

2010 年，15-64 岁人群的人口达到 10 亿，占总人口的 74.4%，过去 5 年的平均复合增长率约为 1%。假设未来十年内，全国总人口每年新增 650-800 万，15-64 岁人群的占比不变。预计未来十年内，国内化妆品的主要使用人群的人口将以每年 0.5-0.6% 的速度增长，不断带来新增的需求。

其次，城镇居民的人均可支配收入以每年约 12% 的速度增长，释放消费能力。因此，过去六年中国化妆品市场以每年 12% 的速度增长，高于 GDP 的平均增长率。未来，随着工作人口的增加，城镇居民人均可支配收入的提高，以及人均化妆品消费的提升，中国的化妆品市场还将继续快速而稳定的扩张。

图表 20: 2002-2020 年城镇居民人均可支配收入

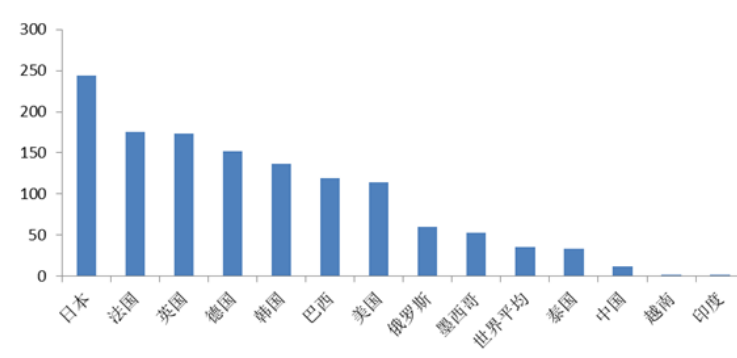


资料来源: Wind、信达证券研发中心

再次，中国的人均年化妆品消费不过 100 元，与世界的人均 35-70 美元，以及美国的 70-80 美元还有很大距离。这预示着随着中国人消费水平的提升，护肤观念的增强，人均化妆品消费存在巨大提升空间。过去十年间，我国化妆品市场增长较快，由 2001 年的 248 亿增长到 2011 年的 1075 亿元的市场规模，年均复合增长率达到 15.8%，是全球增长最快的市场之一。

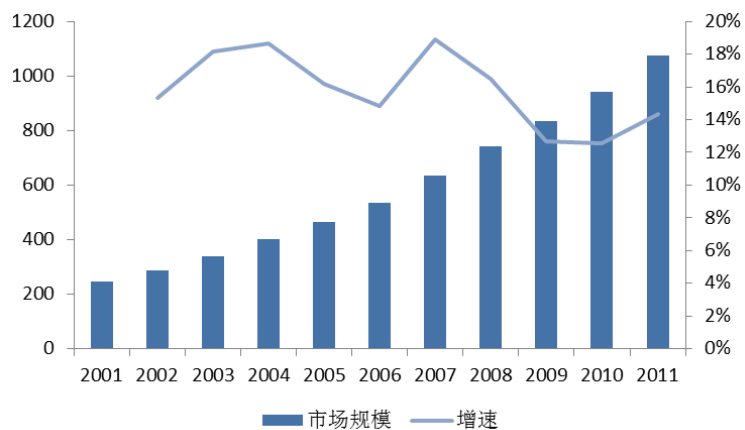


图表 21: 2011 年世界主要国家人均化妆品消费额 (美元)



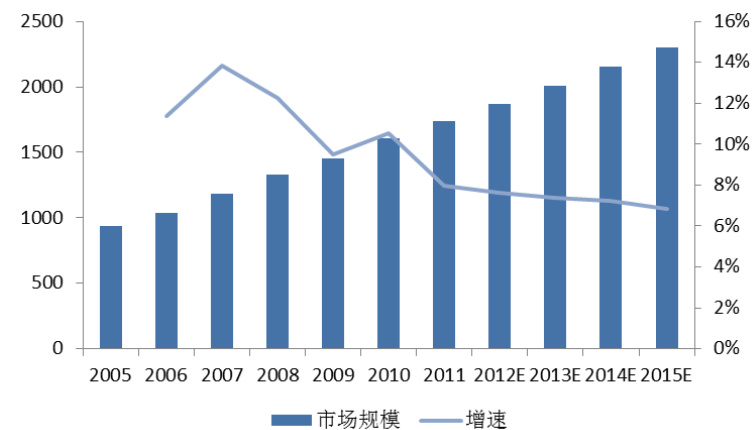
资料来源: Euromonitor。注: 统计口径包括护肤、防晒、彩妆、香水、男士剃须护理及婴幼儿护理等

图表 22: 我国化妆品市场容量 (单位: 亿元)



资料来源: 相宜本草招股说明书、Euromonitor

图表 23: 我国日化市场规模 (亿元)

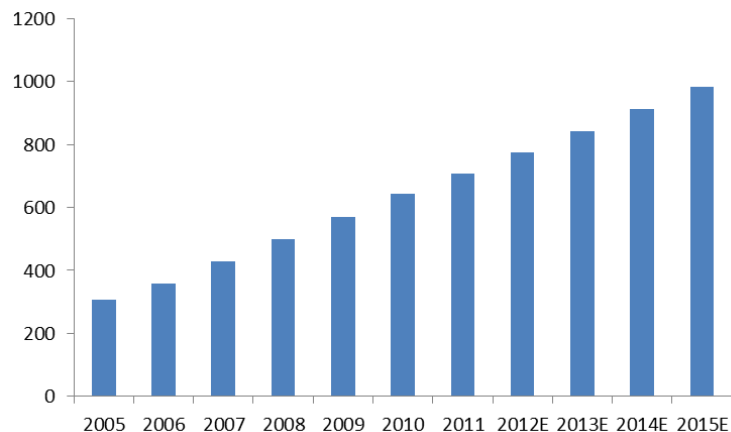


资料来源: 相宜本草招股说明书、Euromonitor

## 2、护肤品市场是重点战场

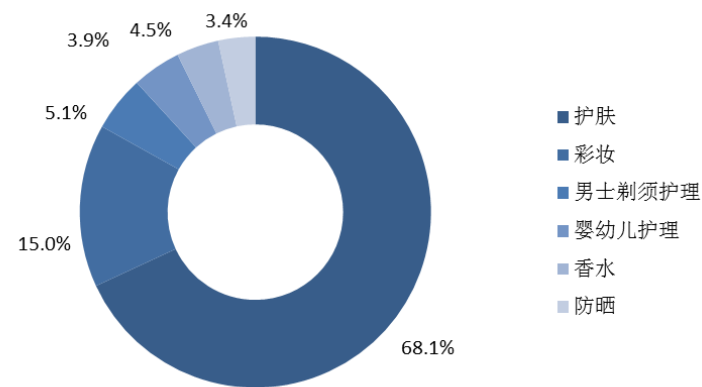
在化妆品子行业中，护肤品子行业市场规模最大，2011 年市场规模达到 707 亿元，而且保持了一个相对不错的增长。

图表 24：国内护肤品销售额（单位：亿元）



资料来源：Euromonitor

图表 25：2011 我国化妆品市场构成

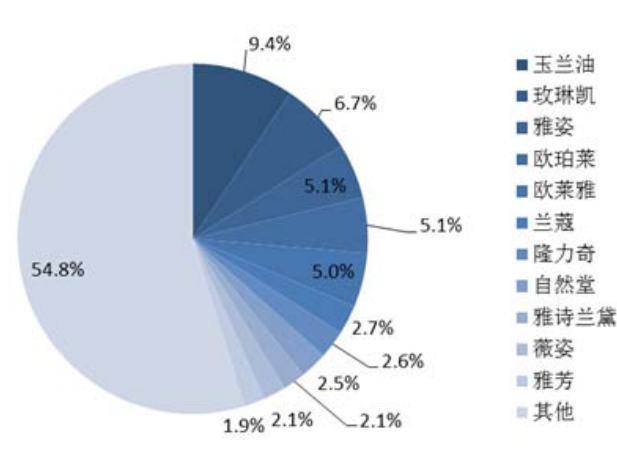


资料来源：Euromonitor

目前国内化妆品市场主要被外资企业所占据，尤其在高端化妆品市场尤为明显。但是由于中国化妆品市场容量大，而且消费者的需求不断变化，本土品牌的企业依然可以通过准确的品牌推广和市场定位，在某些细分领域取得领先地位，例如佰草集以及相宜本草等一批本土企业，通过中药概念，也取得一定的市场份额。

其中在国内日化行业中，增长最快的是男士用品子行业，宝洁、欧莱雅、联合利华以及上海家化占据了较大的市场份额，具体见前面分析。

图表 26：2011 我国护肤品主要市场品牌



资料来源：Euromonitor。

### 三、上海家化：多品牌的现代化妆品企业

上海家化是国内首家化妆品上市企业，是国内日化行业中少有的能与跨国公司开展全方位竞争的本土企业，拥有国际水准的研发和品牌管理能力。上海家化凭借坚持差异化的经营战略，在完全竞争市场上创造了“六神”、“美加净”、“佰草集”、“清妃”、“高夫”、“双妹”等诸多中国著名品牌，占据了众多关键细分市场的领导地位。

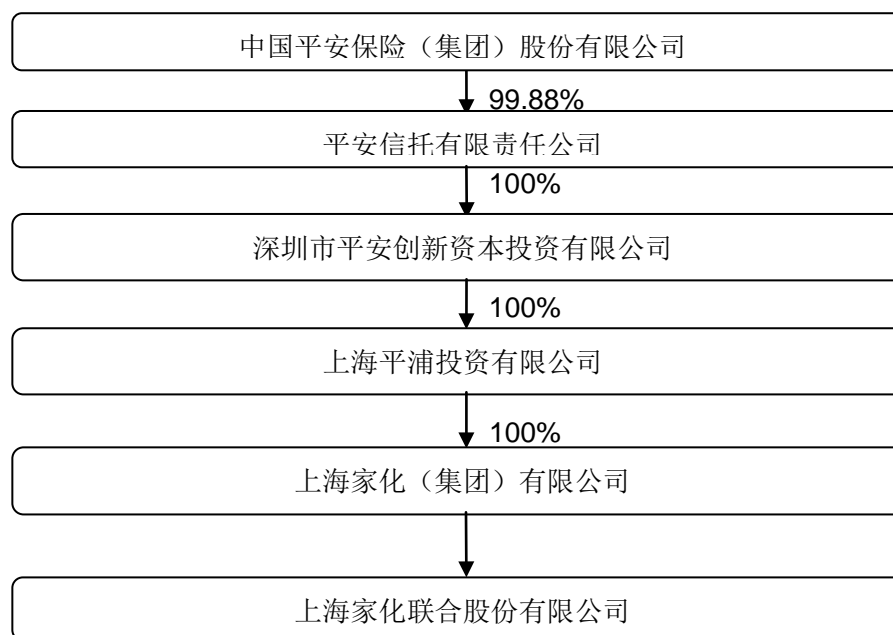
上海家化拥有国家级研发中心，吸纳了一百多名跨越不同学科的高端人才，并与国内外尖端科研机构展开战略合作关系，研发成果和专利申请数量居于国内行业的领先水平，在中草药个人护理领域居于全球领先地位；她拥有国内同行中最大的生产能力，产品涵盖护肤、彩妆、香氛、家用等各领域；她是中国最早通过国际质量认证 ISO9000:1994 的化妆品企业，更是中国化妆品行业诸多国家标准的参与制定者之一。

#### 1、股权结构

2011 年 11 月 15 日，上海市国有资产监督管理委员会和上海市平浦投资有限公司签署《产权交易合同》，上海平浦投资有限公司受让上海市国资委持有的上海家化（集团）有限公司 100% 股权。上海家化（集团）有限公司直接或间接合计持有上海家化联合股份有限公司 29.24% 的股权，为公司控股股东。上海平浦投资有限公司的实际控制人为中国平安保险（集团）股份有限公司。

截至 2011 年末，公司无其他持股在百分之十以上的法人股东。

图表 27：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司招股说明书、信达证券研发中心

公司目前总市值约 200 亿，其中 94.34%是流通市值。

## 2、品牌金字塔

上海家化拥有六神、美加净、家安、佰草集、清妃、高夫、珂珂等诸多知名品牌。根据不同的价位，上海家化的众多品牌形成低、中、高三个品牌梯队。低端品牌的代表是六神和美加净。产品价格 在 10~20 元之间，比如：六神花露水、六神沐浴露、美加净护手霜等；中端品牌的代表是佰草集、高夫和清妃。产品价格 在 120~400 元之间，比如：佰草集太极泥面膜、抗皱精粹眼霜等；高端品牌主要是双妹。产品价格 在 220~1000 元之间，比如：玉容霜、粉嫩膏。

## 3、平安入主迎接新机遇

平浦投资本次受让股权，已经使上海家化的实际控制人由上海市国资委变更为中国平安保险（集团）股份有限公司。

平安入主上海家化，是上海家化和平安相互选择的结果。平安入主之后，凭借其强大的金融实力，将在以下几个方面帮助上

海家化:

1、作为财务投资者，平安委派一名董事成员进入上海家化集团的董事会，参与其重大思想的决策。但不会扰乱家化的总体发展思路和管理方法，不会给家化提出资金上的要求。平安承诺，5年内上海家化的实际控制人不会变化，平安在5年内不会转让家化的控制权。平安将帮助上海家化推进公司机制的市场化建设，扩大公司市值。

2、平安承诺，为家化集团提供 360 度保险支持、银行信贷、债券融资等全方位金融支持，并针对家化集团日化产业链延伸、化妆品专卖店、直销品牌、SPA 汉方店、精品酒店、旅游项目开发、高端表业等时尚产业拓展承诺追加人民币 70 亿元投资；平安愿意分享自身整套 IT 系统搭建的技术与经验，为家化集团科研平台提供成熟可靠的架构以及模块平移，实行库存管理和供应链优化等方面的 IT 先进管理系统，并辅助其打造出中国最先进的日化科研体系；

3、渠道：通过云南白药和玉泽的渠道推广上海家化的相关产品。

#### 4、股权激励刺激业绩增长提速

2008 年，上海家化曾对 175 位骨干进行股权激励。但因为家化当时由国资委控股，根据规定，国有控股上市公司的股权激励不得超过薪酬总数的 30%。因此，2008 年的股权激励有很大限制，但仍然为上海家化留下了一批骨干人员。

2012 年 4 月，上海家化推出新一轮的股权激励，形式为限制性股票，拟授予的股票数量不超过 2540.5 万股，占股本总额 42301.1004 万股的 6.01%。激励方案涉及到的激励对象有 395 人，占员工总数的 37.8%。

此计划授予激励对象的限制性股票分三期解锁，在 2012 年、2013 年和 2014 年的 3 个会计年度中，分年度进行绩效考核并解锁，每个会计年度考核一次。在解锁期内满足此计划的解锁条件的，激励对象可以申请股票解除锁定并上市流通。各年度绩效考核目标非常严格，包括：2012 年、2013 年和 2014 年的加权平均净资产收益率不低于 18%；以 2011 年度净利润为基准，2012 年度的净利润增长率不低于 25%，2013 年度的净利润增长率不低于 56%，2014 年度的净利润增长率不低于 95%。

值得注意的是，这次激励方案应确认的总费用约为人民币 16995.95 万元，授予日后 36 个月内限制性股票成本摊销情况如下表：

图表 28：股权激励成本



| 摊销期     | 股权激励所产生的费用 |
|---------|------------|
| 第一个12个月 | 11047.36万元 |
| 第二个12个月 | 4248.99万元  |
| 第三个12个月 | 1699.59万元  |

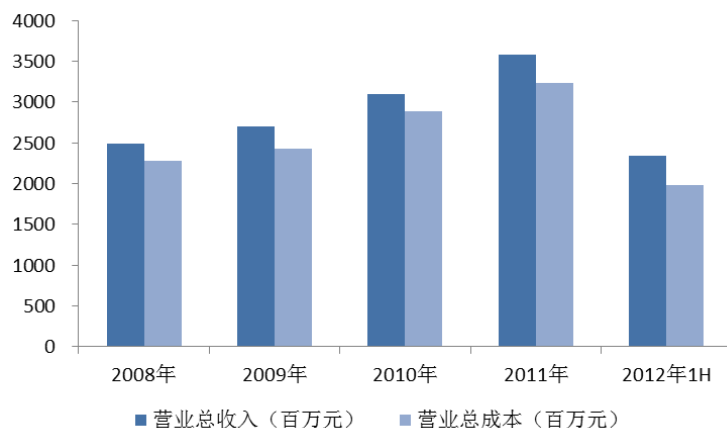
资料来源：公司公告、信达证券研发中心

## 5、公司分析：高端产品占比增加带动毛利提升

在六神、美加净等低端品牌以每年 15-20%的速度平稳增长时，公司将更多的注意力放在佰草集、家安等毛利率较高的产品上，并开始精心培育“双妹”这个高端品牌。据统计，六神、美加净的毛利在 50-55%，而佰草集和家安的毛利率可以达到 79%。

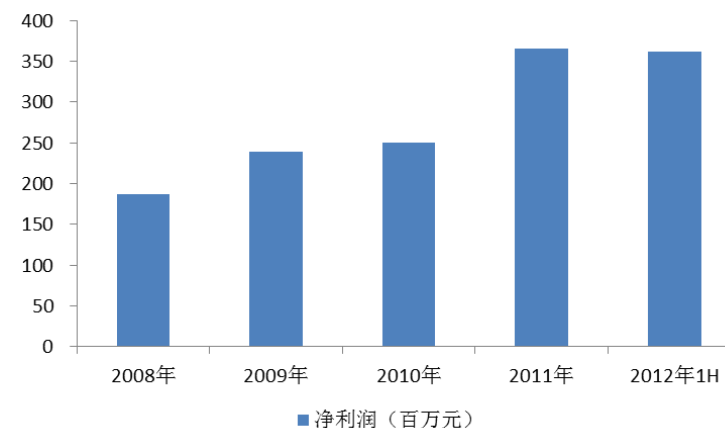
公司收入保持稳定增长，2012 年上半年实现收入 23.39 亿元，同比增长 21.7%，近年连续保持两位数以上的增速。

图表 29：上海家化营业收入和成本



资料来源：信达证券研发中心

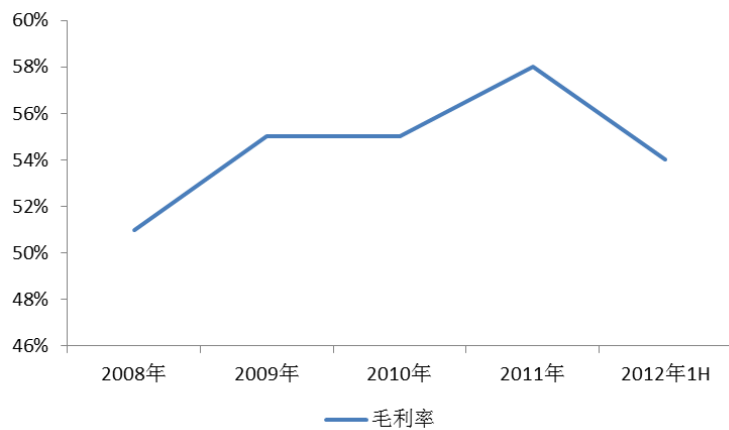
图表 30：上海家化净利润



资料来源：信达证券研发中心

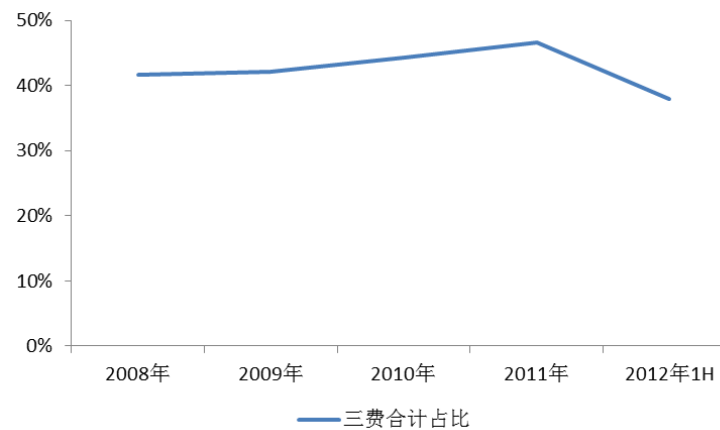
公司的毛利也保持较高的水平，最近几年毛利率稳定在 55%左右。

图表 31：公司毛利率变化



资料来源：信达证券研发中心

图表 32：公司销售费用、管理费用及财务费用合计

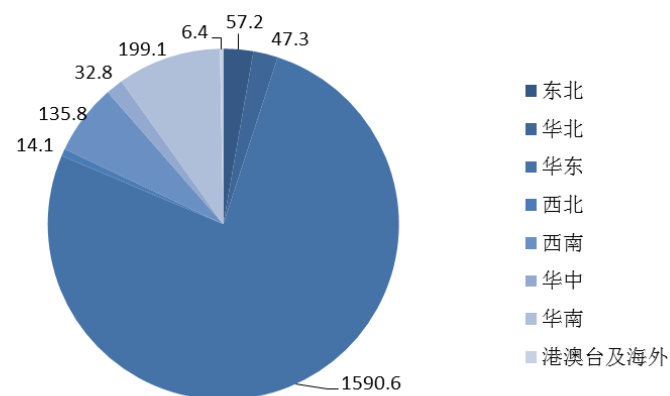


资料来源：信达证券研发中心

公司销售费用、管理费用以及财务费用三费水平比较稳定，并在 2012 年上半年呈现下降的趋势。

虽然公司可能在销售统计上方式有区别，但我们通过公司的分地域收入的情况也可以看出，海派文化对公司的影响比较深远，公司的主要收入来自华东市场（假设所有抵扣发生在华东市场），公司超过 75%的收入来自华东市场，说明一方面公司在其他地区市场的业务有较大的发展空间，但是也从另外一方面来说，公司品牌在其他地区认可度还不够，未来推广障碍也比较大。

图表 33: 主营业务分地区情况（百万元）

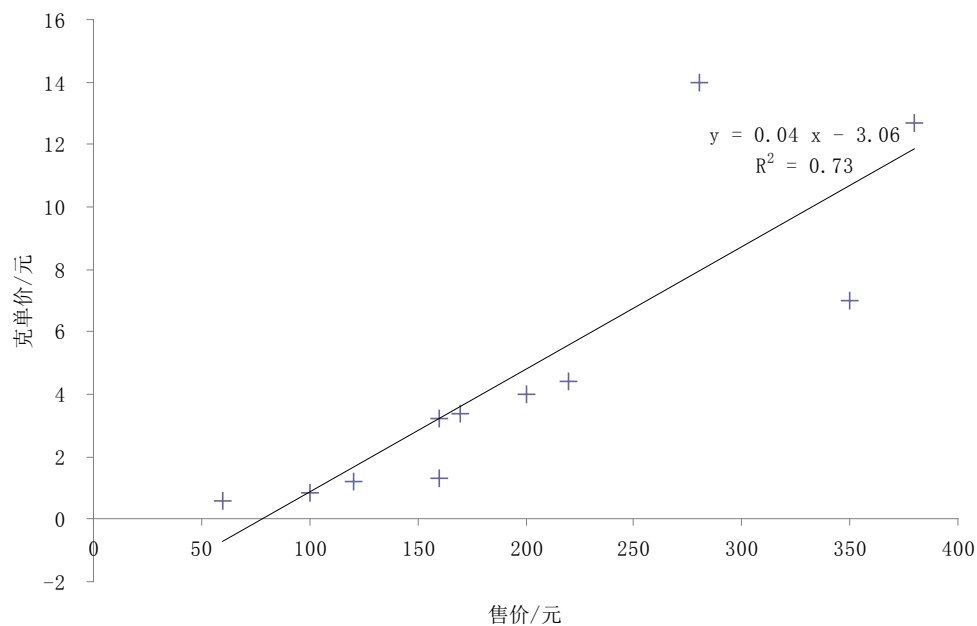


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

我们也对公司的产品、毛利以及盈利水平进行分析，来判断公司未来品牌发展的重点。假设每种产品的平均成本基本在同一水平，通过对单位价格（克单价）的分析，来观察商品定价与议价能力的关系。我们分析了美加净及佰草集两个品牌。

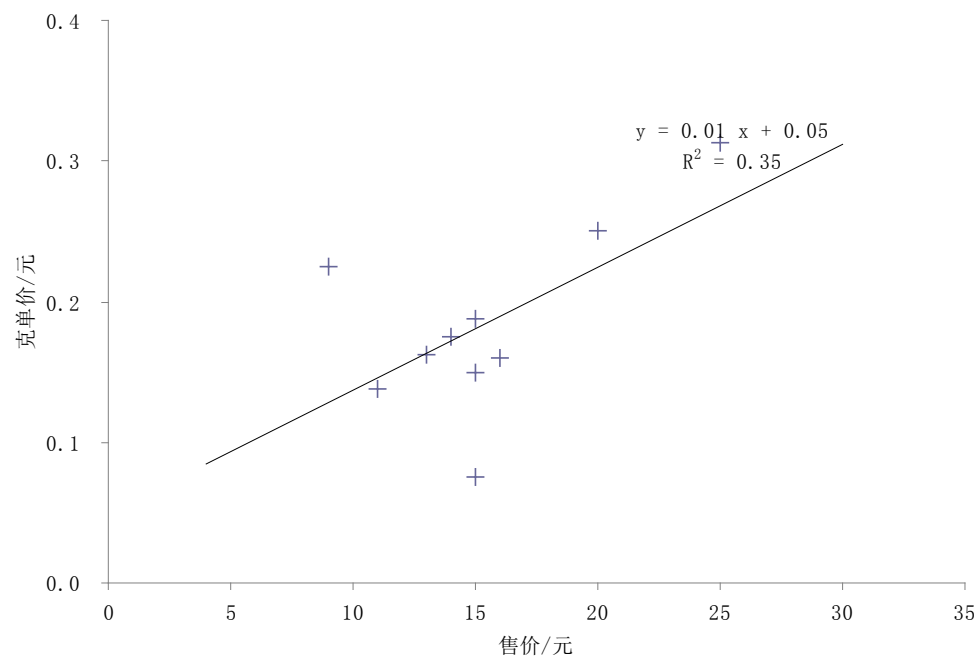
通过分析，我们可以看到佰草集克单价与产品售价之间存在明显的相关关系， $R^2$  为 0.73，而美加净的  $R^2$  为 0.35，说明佰草集产品的议价能力较强。

图表 34: 佰草集克单价与售价



资料来源: 信达证券研发中心

图表 35: 美加净单克单价与售价



资料来源: 信达证券研发中心

售价越高的产品克单价越高，意味着产品结构走向高端的毛利率呈现明显的上升趋势，而且这种上升将随着产品结构的升级自我加强。

## 四、盈利预测与估值

从公司目前的发展以及未来战略规划和布局来看，公司未来的重点在于六神、美加净、佰草集、高夫以及花王的代理，同时投资业务，特别是天江的发展对公司的业绩贡献也至关重要。

### 1、盈利假设

我们的盈利预测主要基于以下假设：

- 1、六神在 2012 年、2013 年、2014 年的收入增速分别为 12%、10%、10%；
- 2、美加净在 2012 年、2013 年、2014 年的收入增速分别为 11%、8%、8%；
- 3、佰草集在 2012 年、2013 年、2014 年的收入增速分别为 26%、25%、23%；
- 4、高夫在 2012 年、2013 年、2014 年的收入增速分别为 41%、33%、31%；
- 5、花王代理 2012 年、2013 年、2014 年的收入分别为 2 亿元、2.5 亿元、3 亿元；
- 6、天江药业投资收益稳定增长。



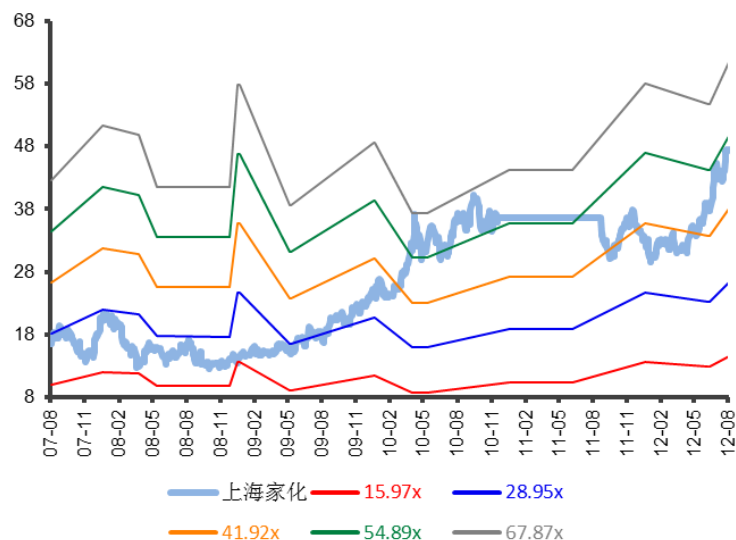
图表 36: 公司各主要品牌收入预测 (百万元)

|      |     | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 六神   | 收入  | 1395  | 1562  | 1718  | 1890  |
|      | 占比  | 39.0% | 35.2% | 33.5% | 31.9% |
|      | 增长率 |       | 12.0% | 10.0% | 10.0% |
| 美加净  | 收入  | 350   | 389   | 420   | 453   |
|      | 占比  | 9.8%  | 8.7%  | 8.2%  | 7.7%  |
|      | 增长率 |       | 11.0% | 8.0%  | 8.0%  |
| 佰草集  | 收入  | 1111  | 1400  | 1750  | 2152  |
|      | 占比  | 31.1% | 31.5% | 34.1% | 36.4% |
|      | 增长率 |       | 26.0% | 25.0% | 23.0% |
| 高夫   | 收入  | 170   | 240   | 319   | 418   |
|      | 占比  | 4.8%  | 5.4%  | 6.2%  | 7.1%  |
|      | 增长率 |       | 41.0% | 33.0% | 31.0% |
| 清妃   | 收入  | 60    | 65    | 65    | 65    |
|      | 占比  | 1.7%  | 1.5%  | 1.3%  | 1.1%  |
|      | 增长率 |       | 8.3%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 家安   | 收入  | 72    | 85    | 95    | 120   |
|      | 占比  | 2.0%  | 1.9%  | 1.8%  | 2.0%  |
|      | 增长率 |       | 18.1% | 11.8% | 26.3% |
| 花王   | 收入  |       | 200   | 250   | 300   |
|      | 占比  |       | 4.5%  | 4.9%  | 5.1%  |
|      | 增长率 |       |       |       |       |
| 其他收入 |     | 418   | 500   | 520   | 520   |
| 总收入  | 总计  | 3576  | 4440  | 5137  | 5918  |
|      | 增长率 |       | 24.2% | 15.7% | 15.2% |

资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

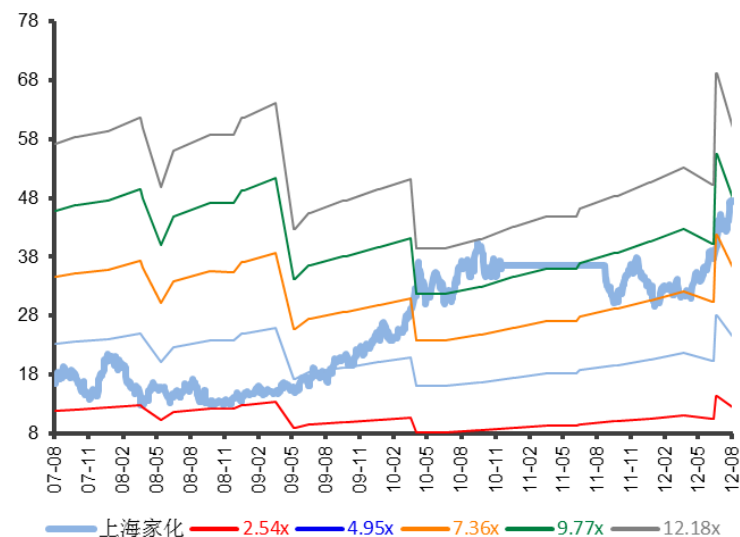


图表 38: 公司历史 PE



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 39: 公司历史 PB



资料来源: wind, 信达证券研发中心

我们预计公司 2012~2014 年销售收入分别达到 44.41 亿元、51.38 亿元和 59.20 亿元，净利润分别为 5.66 亿元、7.46 亿元和 11.12 亿元，2012 年、2013、2014 年摊薄的 EPS 分别达到 1.34 元、1.76 元和 2.63 元，对应 2012 年 8 月 16 日收盘价（47.30 元/股）的动态 PE 分别为 35 倍、27 倍和 18 倍，首次给予“买入”评级。

### 3、风险提示：

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。

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度      | 2010A    | 2011A    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产      | 1,434.68 | 1,767.45 | 2,179.87 | 2,777.01 | 3,732.45 |
| 现金        | 768.36   | 871.58   | 1,192.50 | 1,667.33 | 2,533.94 |
| 应收账款      | 37.80    | 73.22    | 72.59    | 83.98    | 96.76    |
| 其它应收款     | 263.90   | 371.39   | 420.00   | 485.86   | 559.80   |
| 预付账款      | 21.67    | 28.03    | 30.50    | 33.42    | 33.56    |
| 存货        | 317.52   | 398.64   | 439.71   | 481.84   | 483.82   |
| 其他        | 25.43    | 24.58    | 24.58    | 24.58    | 24.58    |
| 非流动资产     | 687.66   | 779.34   | 875.28   | 967.11   | 988.29   |
| 长期投资      | 292.01   | 358.47   | 358.47   | 358.47   | 358.47   |
| 固定资产      | 257.76   | 234.53   | 235.76   | 262.62   | 270.26   |
| 无形资产      | 31.45    | 94.23    | 154.85   | 213.42   | 219.74   |
| 其他        | 106.43   | 92.11    | 126.20   | 132.59   | 139.82   |
| 资产总计      | 2,122.34 | 2,546.78 | 3,055.15 | 3,744.12 | 4,720.74 |
| 流动负债      | 600.09   | 762.63   | 831.12   | 900.59   | 932.44   |
| 短期借款      | 14.00    | 10.00    | 10.00    | 10.00    | 10.00    |
| 应付账款      | 301.88   | 359.22   | 406.35   | 445.29   | 447.12   |
| 其他        | 284.21   | 393.41   | 414.77   | 445.30   | 475.32   |
| 非流动负债     | 4.33     | 2.43     | 2.43     | 2.43     | 2.43     |
| 长期借款      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他        | 4.33     | 2.43     | 2.43     | 2.43     | 2.43     |
| 负债合计      | 604.42   | 765.06   | 833.55   | 903.02   | 934.87   |
| 少数股东权益    | 21.22    | 22.97    | 23.53    | 24.28    | 25.39    |
| 归属母公司股东权益 | 1,496.70 | 1,758.76 | 2,198.07 | 2,816.82 | 3,760.47 |
| 负债和股东权益   | 2122.34  | 2546.78  | 3055.15  | 3744.12  | 4720.74  |

## 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2010A    | 2011A    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 3,093.96 | 3,576.61 | 4,441.23 | 5,137.73 | 5,919.58 |
| 同比        | 14.71%   | 15.60%   | 24.17%   | 15.68%   | 15.22%   |
| 归属母公司净利润  | 275.63   | 361.25   | 566.22   | 745.65   | 1,112.86 |
| 同比        | 18.15%   | 31.06%   | 56.74%   | 31.69%   | 49.25%   |
| 毛利率       | 54.79%   | 57.52%   | 59.54%   | 61.67%   | 66.60%   |
| ROE       | 19.57%   | 22.19%   | 28.62%   | 29.74%   | 33.84%   |
| 每股收益(元)   | 0.65     | 0.85     | 1.34     | 1.76     | 2.63     |
| P/E       | 73       | 56       | 35       | 27       | 18       |
| P/B       | 13.41    | 11.41    | 9.10     | 7.10     | 5.32     |
| EV/EBITDA | 51.37    | 35.09    | 25.16    | 19.64    | 13.69    |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度     | 2010A    | 2011A    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入     | 3,093.96 | 3,576.61 | 4,441.23 | 5,137.73 | 5,919.58 |
| 营业成本     | 1,398.72 | 1,519.29 | 1,796.97 | 1,969.15 | 1,977.24 |
| 营业税金及附加  | 24.90    | 37.31    | 46.63    | 53.95    | 62.16    |
| 营业费用     | 1,076.04 | 1,283.19 | 1,421.19 | 1,644.07 | 2,012.66 |
| 管理费用     | 301.43   | 393.32   | 598.54   | 707.64   | 708.15   |
| 财务费用     | -5.14    | -11.12   | -4.03    | -6.23    | -9.62    |
| 资产减值损失   | 94.77    | 7.64     | 36.60    | 40.95    | 43.50    |
| 公允价值变动收益 | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益    | 88.83    | 88.74    | 109.61   | 137.03   | 171.30   |
| 营业利润     | 292.06   | 435.72   | 654.95   | 865.23   | 1,296.80 |
| 营业外收入    | 10.75    | 18.70    | 13.33    | 14.26    | 15.43    |
| 营业外支出    | 0.49     | 2.16     | 1.47     | 1.37     | 1.67     |
| 利润总额     | 302.32   | 452.26   | 666.80   | 878.12   | 1,310.56 |
| 所得税      | 52.64    | 87.25    | 100.02   | 131.72   | 196.58   |
| 净利润      | 249.68   | 365.00   | 566.78   | 746.40   | 1,113.97 |
| 少数股东损益   | -25.95   | 3.75     | 0.57     | 0.75     | 1.11     |
| 归属母公司净利润 | 275.63   | 361.25   | 566.22   | 745.65   | 1,112.86 |
| EBITDA   | 391.13   | 572.48   | 795.73   | 1,019.28 | 1,461.92 |
| EPS (摊薄) | 0.74     | 0.85     | 1.34     | 1.76     | 2.63     |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度    | 2010A   | 2011A   | 2012E   | 2013E   | 2014E    |
|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 经营活动现金流 | 328.64  | 347.10  | 557.94  | 691.56  | 1,031.12 |
| 净利润     | 249.68  | 365.00  | 566.78  | 746.40  | 1,113.97 |
| 折旧摊销    | 88.12   | 119.44  | 128.33  | 140.56  | 150.76   |
| 财务费用    | 0.69    | 0.78    | 0.60    | 0.60    | 0.60     |
| 投资损失    | -88.83  | -88.83  | -88.74  | -109.61 | -137.03  |
| 营运资金变动  | -12.85  | -70.04  | -59.61  | -93.79  | -100.48  |
| 其它      | 91.83   | 20.66   | 31.44   | 34.81   | 37.56    |
| 投资活动现金流 | -144.31 | -130.78 | -109.52 | -89.23  | 5.30     |
| 资本支出    | -94.12  | -89.95  | -219.12 | -226.25 | -166.00  |
| 长期投资    | 14.80   | 59.17   | 109.61  | 137.03  | 171.30   |
| 其他      | -64.99  | -100.00 | 0.00    | 0.00    | 0.00     |
| 筹资活动现金流 | -116.42 | -112.80 | -127.50 | -127.50 | -169.80  |
| 短期借款    | 2.50    | 3.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     |
| 长期借款    | 2.00    | -4.00   | 0.00    | 0.00    | 0.00     |
| 其他      | 119.91  | 111.72  | 127.50  | 127.50  | 169.80   |
| 现金净增加额  | 67.75   | 103.22  | 320.92  | 474.83  | 866.61   |

## 分析师简介

**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   |
| 文襄琳 | 021-63570071 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 单丹  | 010-63081079 | 18611990152 | shandan@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

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  $\pm 5\%$  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。