



买入 **26% ↑**
目标价格: 人民币 59.70
600315.SS 原目标价格: 人民币 53.20
价格: 人民币 47.30
目标价格基础: 38 倍 12-13 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	40	8	36	n.a
相对新华富时 A50 指数	41	12	45	n.a
发行股数(百万)	448			
流通股(%)	100			
流通股市值(人民币 百万)	21,235			
3个月日均交易额(人民币 百万)	61			
净负债比率(%) (2012E)				
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8月16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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

上海家化

公司利润增长将进一步超预期

8月16日我们参加了上海家化机构投资者会议。会议上管理层传递了更加积极的信号。由于其战略的进一步调整和销售费率的下降，我们预计公司利润增速更高，我们将其2012年和2013年净利分别上调14.2%和19.6%。并且公司特有的内生性增长不断积累的现金流为其外延式增长奠定了坚实基础，并进一步提升了其估值。考虑其净利的高速发展超预期以及可能的外延式增长，我们将目标价由53.20元上调至59.70元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司未来战略调整主要在集中资源优势和渠道营销两个方面。即集中资源做大佰草集、六神和美加净这三个超级品牌，同时要加强渠道营销力度，按照不同品牌多角度下沉渠道。
- 由于战略调整带来三大品牌可能的超预期增长（2013年其六神、佰草集和美加净的收入增速分别由原来的8%、30%和35%，上调至11%、35%和40%），以及销售费率的有效降低（从2011年35%下降至未来两年32%左右），我们将公司2012-13年净利分别上调14.2%和19.6%至6.11亿元和7.96亿元。
- 在股权改制和限制性股票激励方案的激励作用下，享有历史品牌沉淀的溢价，通过管理层不断推出新产品和加强渠道建设，我们预计近三年公司有望实现40%以上增长的加速发展。

评级面临的主要风险

- 期间费用有效控制能否持续的风险和后续收购其他品牌整合是否顺利的风险。

估值

- 考虑其净利的高速发展超预期以及可能的外延式增长，我们按照调整后2012和2013年每股收益的平均值1.57元，给予其38倍预期市盈率，目标价由53.20元上调至59.70元。维持上海家化买入评级。

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	4,756	5,908	7,226
变动(%)	15	16	33	24	22
净利润(人民币 百万)	276	362	611	796	1,020
全面摊薄每股收益(人民币)	0.652	0.856	1.364	1.777	2.277
变动(%)	(9.1)	31.4	59.2	30.3	28.1
市场共识预测每股收益(人民币)			1.143	1.443	1.910
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.194	1.486	
调整幅度(%)	-	-	14.2	19.6	
全面摊薄市盈率(倍)	72.8	55.4	34.8	26.7	20.8
每股现金流量(人民币)	0.48	0.61	0.91	1.37	1.78
价格/每股现金流量(倍)	99.1	77.9	52.0	34.5	26.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	49.9	42.9	29.2	21.3	16.1
每股股息(人民币)	0.380	0.400	0.420	0.450	0.450
股息率(%)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

8月16日我们参加了上海家化机构投资者会议。会议上管理层传递了更加积极的信号。由于其战略的进一步调整和销售费率的下降，我们预计公司利润增速更高，我们将其2012年和2013年净利分别上调14.2%和19.6%。并且公司特有的内生性增长不断积累的现金流为其外延式增长奠定了坚实基础，并进一步提升了其估值。考虑其净利的高速发展超预期以及可能的外延式增长，我们按照调整后2012和2013年每股收益的平均值1.57元，给予其38倍预期市盈率，目标价由53.20元上调至59.70元。维持上海家化买入评级。

战略调整为更快发展布局

在上海家化刚结束的公司会议上，通过全体职工头脑风暴式的集思广益，公司未来将在集中资源和渠道营销有所作为，为其更快发展奠定基础。具体如下：

一、集中资源。公司计划集中资源优势打造佰草集、六神和美加净这三个超级品牌，公司的开发、市场、销售和供应链资源将向三个品牌倾斜。

佰草集：上半年收入增速在26%，我们预计全年增速可以达到30%以上，报表收入近14亿元。目前佰草集门店在1,200多家，公司预计远期增加至1,800-2,000家，至少到1,500家没有问题。但公司认为单产的提高比门店数量提升更重要，现在对单产提高的政策倾斜更多，例如对经销商返利政策已经从过去的按照规模衡量变为单店单产衡量。另外公司计划明年会给佰草集成倍增加市场费用。

六神：上半年收入增速达到12%，远高于前几年6%-10%的范围，并且是在今年天气炎热时间推迟，旺季在6月末才来临的情况下实现，这主要依赖于六神宝宝、艾叶香皂等新品推出，其中浴露的增长有两位数。在7-8月份才进入六神真正销售旺季的情况下，我们预计全年六神的增速有望达到11%左右。公司对该品牌计划要做到25亿左右。

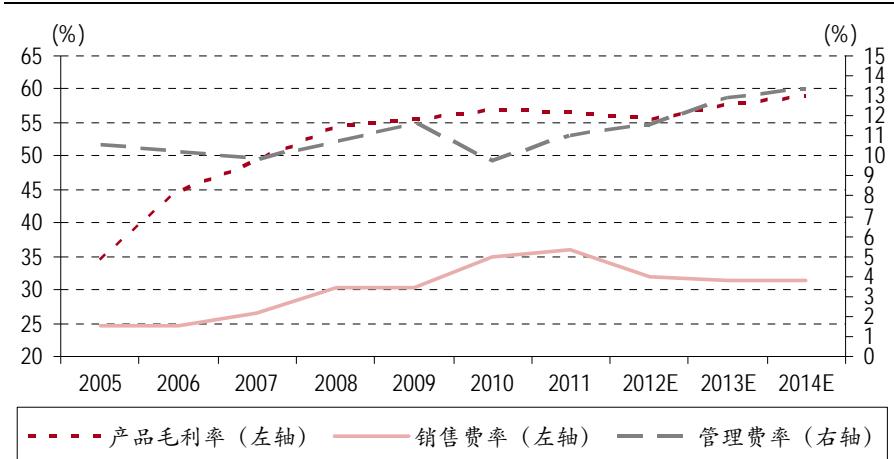
美加净：上半年收入增速在28%，公司很看好该品牌的未来市场空间，认为其大众化的路线符合当前经济缓慢下滑的背景，在新品推出的刺激下，销量会有上佳表现。公司计划在该品牌会有较大动作，今年下半年护肤品将有表现，明年上半年也会有新产品出来，我们预计全年收入增速有望达到40%以上。

二、渠道营销。公司同时要加强渠道营销力度，按照不同品牌多角度下沉渠道，例如佰草集占据百货店，高端专营店跟进；商超渠道里六神和美加净会巩固。还有传统的批发渠道也有六神和美加净。专营店作为佰草集和高夫的延伸外，公司也考虑可能会定制一个品牌进入专营店。另外，电子商务也是公司重点发展的渠道，在电商方面，佰草集、高夫和清妃等精细化品牌发展很好，目前电商销售占公司总体销售额比例在3%-4%之间，未来会进一步跟进。

分别上调 2012 和 2013 年盈利预测 14.2% 和 19.6%

由于上半年公司销售费率下降主要是代理商费用政策改变和因为代销花王产品，费用下降，我们预计这些趋势在下半年仍会持续，公司 2012 年销售费率将从前两年 35% 下降至 32% 左右。并且因为今年天气炎热时间推迟至 6 月底、7 月初，六神销售旺季推后，并且公司供应管理避免出现前些年备货不齐的问题，而 9 月份以后冬季产品的销售力度同比也会加大。我们认为，以上这些因素将导致公司往年上半年收入和利润占比偏高的趋势在今年有望改变，我们预计今年下半年其利润有望接近上半年（往年上下半年是六四分成左右），因此我们将 2012 年公司净利相应上调 14.2% 至 6.11 亿元。另外，在公司品牌和渠道策略改变的预期前提下，我们将 2013 年其六神、佰草集和美加净的收入增速预测分别由原来的 8%、30% 和 35% 上调至 11%、35% 和 40%，相应公司净利上调 19.6% 至 7.96 亿元。

图表 1. 公司产品毛利率和期间费率走势



资料来源：中银国际研究及预测

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	4,756	5,908	7,226
销售成本	(1,424)	(1,556)	(2,116)	(2,508)	(2,961)
经营费用	(1,283)	(1,572)	(1,949)	(2,479)	(3,088)
息税折旧前利润	387	449	691	921	1,177
折旧及摊销	(94)	(104)	(119)	(130)	(142)
经营利润(息税前利润)	293	345	571	791	1,035
净利润收入/(费用)	5	11	20	30	35
其他收益/(损失)	4	98	169	170	200
税前利润	302	454	760	991	1,270
所得税	(53)	(87)	(144)	(188)	(241)
少数股东权益	26	(4)	(5)	(7)	(9)
净利润	276	362	611	796	1,020
每股收益(人民币)	0.652	0.856	1.364	1.777	2.277
每股股息(人民币)	0.380	0.400	0.420	0.450	0.450
收入增长(%)	15	16	33	24	22
息税前利润增长(%)	(10)	18	66	38	31
息税折旧前利润增长(%)	(7)	16	54	33	28
每股收益增长(%)	(9)	31	59	30	28

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	760	991	1,270
折旧与摊销	94	104	119	130	142
净利息费用	(5)	(11)	(20)	(30)	(35)
运营资本变动	(48)	(113)	(142)	(137)	(157)
税金	(53)	(87)	(144)	(188)	(241)
其他经营现金流	(89)	(89)	(164)	(150)	(180)
经营活动产生的现金流	203	258	409	616	799
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	184	180	215
投资活动产生的现金流	4	4	84	80	115
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2	(4)	0	0	0
支付股息	(161)	(169)	(188)	(202)	(202)
其他融资现金流	20	15	0	0	0
融资活动产生的现金流	(139)	(158)	(188)	(202)	(202)
现金变动	68	103	305	494	712
期初现金	701	768	872	1,176	1,670
公司自由现金流	207	262	493	696	914
权益自由现金流	209	258	493	696	914

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	1,176	1,670	2,382
应收帐款	302	411	546	678	830
库存	318	400	545	645	761
其他流动资产	47	35	40	56	35
流动资产总计	1,435	1,717	2,307	3,050	4,007
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	411	326	299
长期资产总计	688	780	832	769	755
总资产	2,122	2,498	3,138	3,819	4,763
应付帐款	302	380	518	613	723
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	924	1,086	1,313
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5	5
股本	423	423	448	448	448
储备	1,074	1,388	1,724	2,239	2,955
股东权益	1,497	1,811	2,172	2,687	3,403
少数股东权益	21	28	37	41	41
总负债及权益	2,122	2,498	3,138	3,819	4,763
每股帐面价值(人民币)	3.54	4.28	4.85	6.00	7.60
每股有形资产(人民币)	3.54	4.28	4.85	6.00	7.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.78)	(2.04)	(2.60)	(3.71)	(5.30)

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.5	12.5	14.5	15.6	16.3
息税前利润率(%)	9.5	9.6	12.0	13.4	14.3
税前利润率(%)	9.8	12.7	16.0	16.8	17.6
净利率(%)	8.9	10.1	12.8	13.5	14.1
流动性					
流动比率(倍)	2.4	2.6	2.5	2.8	3.1
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	1.9	2.2	2.5
估值					
市盈率(倍)	72.8	55.4	34.8	26.7	20.8
市净率(倍)	13.4	11.1	9.8	7.9	6.2
价格/现金流(倍)	99.1	77.9	52.0	34.5	26.6
企业价值/息税折旧前利润	49.9	42.9	29.2	21.3	16.1
(倍)					
周转率					
存货周转天数	75.1	84.2	36.2	36.7	35.5
应收账款周转天数	35.3	36.3	36.7	37.8	38.1
应付帐款周转天数	35.2	34.8	34.5	34.9	33.7
回报率					
股息支付率(%)	58.3	46.7	30.8	25.3	19.8
净资产收益率(%)	19.6	21.9	30.7	32.8	33.5
资产收益率(%)	12.1	12.0	16.4	18.4	19.5
已运用资本收益率(%)	20.1	20.4	28.1	31.9	33.4

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期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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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