



买入 **14% ↑**
目标价格: 人民币 56.96
原目标价格: 人民币 59.70
600315.CH
价格: 人民币 50.07
目标价格基础: 32 倍 2013 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	49	7	18	46
相对新华富时 A50 指数	52	10	23	61

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)	57
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10月30日收市价为标准

上海家化

三季度进一步验证加速发展趋势

上海家化股权改制和激励方案实施后, 激励作用显现, 呈现加速发展状态, 2012 年前三季净利实现 71% 的高速增长, 我们预计近三年其净利年均复合增长率可达到 41% 以上 (考虑了股权激励成本), 并且特有的内生性增长不断积累的现金流将为其外延式增长奠定坚实基础, 并进一步提升了其估值。我们维持其买入评级, 目标价格下调至 56.96 元。

支撑评级的要点

- 2012 年前三季度上海家化实现销售收入 35.4 亿元, 同比增长 23.5%, 归属母公司所有者的净利润为 4.8 亿元, 同比增长 70.7%, 基本符合我们预期。其中第三季度单季实现销售收入 12 亿元, 净利 1.18 亿元, 同比分别增长 27% 和 62%, 基本延续了上半年以来良好的增长态势。
- 通过观察公司的资产负债表和现金流状况, 我们可以看出公司的盈利增长十分健康, 后劲十足。报告期内其应收账款和存货同比增速均低于收入增速, 使得其经营性现金净流入达到 7.8 亿元, 仍高于净利 4.8 亿元。公司账面货币资金达到 16.9 亿, 不仅增加了利息收入而且为后续收购其他品牌, 进行外延式发展提供了坚实基础。
- 总体看, 前三季度的高速增长已经为全年的发展奠定坚实基础, 即使考虑今年将增加 6,430 万元股权激励的管理成本, 受益于化妆品主业的快速发展和天江药业等投资收益贡献, 我们预计 2012 年公司净利增速将达到 59% 至 6.11 亿元。
- 展望 2013 年, 我们并不认为在经历了 2012 年的高增长后, 上海家化业绩增速将会大幅降低, 得益于其主要品牌健康发展, 以及销售费率的相对 2011 年前有所下降的趋势不变 (代理花王业务收入的持续提升), 我们预计公司 2013 年净利增速仍有望维持在 30% 左右。

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以及可能的外延式增长, 我们维持上海家化买入评级。按照 2013 年每股收益 1.78 元, 给予其 32 倍预期市盈率, 目标价由 59.70 元小幅下调至 56.96 元。

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)			1.228	1.534	2.062
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.238	1.514	
调整幅度(%)	-	-	10.1	17.4	
全面摊薄市盈率(倍)	76.8	58.5	36.7	28.2	22.0
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)	104.5	82.2	54.9	36.4	28.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.8	45.3	30.8	22.6	17.0
每股股息(人民币)	0.380	0.400	0.420	0.450	0.450
股息率(%)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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

估值

作为本土日化的龙头企业，在完全市场化的机制引导下，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，我们预计上海家化未来增长更加可以期待，即使包含股权激励成本在内，2011-2014 年均净利复合增长率有望达到 41%以上。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以及可能的外延式增长，我们维持上海家化买入评级。按照 2013 年每股收益 1.78 元，给予其 32 倍预期市盈率，目标价由 59.70 元小幅下调至 56.96 元。

2012 年前三季公司净利同比增长高达 71%

2012 年前三季上海家化实现销售收入 35.4 亿元，同比增长 23.5%，归属母公司所有者的净利润为 4.8 亿元，同比增长 70.7%，基本符合我们预期。其中第三季度单季实现销售收入 12 亿元，净利 1.18 亿元，同比分别增长 27% 和 62%，基本延续了上半年以来良好的增长态势。

公司业绩的大幅增长除了受益于天江药业等 1.39 亿投资收益外，主要得益于主营化妆品业务的快速增长，报告期内化妆品销售收入同比增长 26.8%，高于去年同期 8 个百分点。从毛利率看，公司今年以来的业务毛利率变化不大，这主要是由于其代理日本花王系列产品，低毛利的代理业务抵消了自有业务毛利上升趋势（我们预计其自有业务毛利率同比提升了 1.5-2 个百分点），但同样由于代理业务销售费用较少，另外加之一些产品销售政策改变，使得公司前三季总体销售费率同比下降 4 个百分点至 31.6%。尽管报告期内公司管理费用包含了 3,700 万左右的股权激励成本，使得其管理费用同比增加了 36%，但公司销售费率的下降，加之其日益积累的现金贡献的利息收益，将其净利率同比提升了 3.7 个百分点至 13.5%，拉动其净利增幅远远高于收入增幅。特别是第三季度，如果还原回去股权激励成本，公司净利实际同比增长在 90% 以上。

图表 1. 公司 2012 年三季度业绩摘要

(人民币，百万)	2011 第三季	2012 第三季	同比变动 (%)	2011 前三季度	2012 前三季度	同比变动 (%)
营业额	945	1,202	27	2,867	3,541	24
销售税金	(9)	(11)	19	(29)	(32)	12
净销售额	936	1,191	27	2,838	3,509	24
销售成本	(408)	(533)	31	(1,295)	(1,601)	24
毛利润	528	658	25	1,543	1,908	24
销售费用	(379)	(415)	9	(1,028)	(1,120)	9
管理费用	(85)	(139)	64	(240)	(327)	36
经营利润	64	104	64	274	461	68
投资收益	27	31	13	71	139	96
财务费用	2	6	166	7	13	71
资产减值	(17)	3		(10)	(7)	
其它	5	1	(73)	8	7	(9)
税前利润	81	144	78	350	613	75
所得税	(7)	(25)	263	(69)	(132)	90
少数股东权益	(2)	(2)	3	(0)	(3)	633
净利润	73	118	62	280	478	71
主要比率 (%)						
毛利率	55.8	54.7		53.8	53.9	
经营利润率	6.7	8.7		9.6	13.0	
净利率	7.7	9.8		9.8	13.5	

资料来源：公司数据

通过观察公司的资产负债表和现金流状况，我们可以看出公司的盈利增长十分健康，后劲十足。报告期内其经营性现金净流入达到 7.8 亿元，仍高于净利润 4.8 亿元。在其 36.8 亿的总资产里，货币资金达到 16.9 亿，不仅提升了其利息收入 71% 至 1,300 万，而且为后续收购其他品牌，进行外延式发展提供了坚实的财务基础。公司内生性增长不断增加的现金流进一步提升了其估值。

2012 年公司净利有望同比增长 60%

分子品牌看，公司化妆品各主打品牌在第三季度仍保持较好增长，其中：

- 1) **六神前三季收入增幅达到 13%。**根据行业信息显示，由于艾叶系列、沐浴露新品种贡献，2012 前三季六神系列收入增速达到 13%，远高于前几年 10% 左右的增速，这对于报表收入在 15 亿左右的单个品牌来讲，实属不易。展望 4 季度，因为历来是六神需求淡季，全年看六神品牌保持 13% 的增速基本已成定局。
- 2) **代理花王业务进展顺利。**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，3 季度公司的代理产品并未受到“钓鱼岛事件”影响而销量下降，我们预计今年公司代销花王产品将超过 3 亿。公司认为花王产品在中国未来 5 年有超过 10 倍的增长，我们认为这很可能形成未来新的增长点。
- 3) **佰草集保持 30% 增长仍然可期。**2012 年前三季佰草集收入增速 28%，其中 9 月单月增速超过 40%，由于每年新开店在下半年比例偏高，今年新增 150 个左右网点加之单产提升，全年实现 30% 增长仍然可期。
- 4) **高夫全年有望实现 70% 以上增长。**今年前三季高夫品牌增速高达 78%，除了受益于整个子行业 20% 以上的较快发展外，公司加快新品推出和二、三线城市渠道下沉双向推进，全年仍有望保持 70% 以上增长。
- 5) **美加净全年有望达到 20% 增速。**前三季美加净销售收入增速约在 15%，这个品牌推进有些低于我们预期，主要是公司在今年整个品牌更换了包装，使得其在渠道销售的节奏上有些调整，预计随着包装更换完毕，以及在 4 季度使用旺季的来临，全年该品牌收入增速仍有望达到 20% 左右。

总体看，前三季度的良好增长态势已经为全年的发展奠定坚实基础，即使考虑今年将增加 6,430 万元股权激励的管理成本，受益于化妆品主业的快速发展和天江药业等投资收益贡献，我们预计 2012 年公司净利增速将达到 59% 至 6.11 亿元。

2013 年增长仍可期待

展望 2013 年，我们并不认为在经历了 2012 年的高增长后，上海家化业绩增速将会大幅降低，得益于其主要品牌健康发展，以及销售费率的相对 2011 年前有所下降的趋势不变（代理花王业务收入的持续提升），我们预计公司 2013 年净利增速仍有望维持在 30% 左右。

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	(114)	(161)	(169)	(188)	(202)
其他融资现金流	(27)	6	0	0	0
融资活动产生的现金流	(139)	(158)	(169)	(188)	(202)
现金变动	68	103	323	508	712
期初现金	701	768	872	1,195	1,703
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	1,195	1,703	2,415
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	2,326	3,082	4,040
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	337	342	350
长期资产总计	688	780	758	785	806
总资产	2,122	2,498	3,083	3,867	4,846
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	341	511	663
流动负债总计	600	654	869	1,134	1,396
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	3,083	3,867	4,846
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)	(2.65)	(3.78)	(5.37)

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	2.7	2.7	2.9
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	1.8	2.0	2.2
估值					
市盈率(倍)	76.8	58.5	36.7	28.2	22.0
市净率(倍)	14.2	11.7	10.3	8.3	6.6
价格/现金流(倍)	104.5	82.2	54.9	36.4	28.1
企业价值/息税折旧前利润	52.8	45.3	30.8	22.6	17.0
(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	16.6	18.4	19.2
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

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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