

分析师：于娃丽
执业证书编号：S0050511040003
Tel: 010-59355991
Email: yuwl@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



上海家化(600315.SH)

产品出新、渠道拓宽双轮驱动业绩增长

投资要点

● 优势产品增长稳定。六神系列进入新的增长阶段，前三季度同比增长13.1%，艾叶产品销售较好，销售额同比高速增长，明年六神系列仍将巩固艾叶系列产品的销售；佰草集销售良好，前三季度新店增加150家。佰草集60%-70%的店开在百货公司，四季度百货公司促销力度的加大，将有利于佰草集销售，其完成全年30%增速的任务比较确定。明年年中佰草集将推出副品牌，进一步扩大目标客户群。

● 美加净、高夫未来增长空间广阔。美加净10月份新包装上市后，销售情况良好，新产品预计明年6月份也将推出，目前公司将原处于统一考核体系下的六神与美加净品牌分开考核，团队对于美加净的推广力度将逐步增强；受益于男士用品市场的快速增长，高夫三季度同比增长79%，全年销售额将达到2.8亿左右。随着男士传统观念的改变，男士用品市场将出现更加强劲的增长。

● 与花王合作项目将成为新的盈利增长点。公司今年仅销售花王产品，明年自产的花王产品纸尿裤将上市，纸尿裤为花王的重点产品，预计明年销售6-7亿左右。由于其国产化，售价或将出现一定下滑，但毛利仍将高于目前水平，带动公司盈利能力的增长。

● 虽然今年国内经济增速放缓，但日化用品行业弱周期性使得公司仍能保持全年20%的增长，预计2012-2014年EPS1.21、1.48、1.77元，其所处行业具有一定防御性，在A股持续下跌的情况下，给予增持评级。

● 风险提示：家化集团与控股股东平安创新在经营理念等方面的分歧。

化工

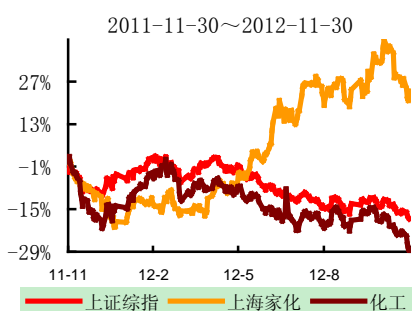
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	

市场数据

市价(元)	46.50
上市的流通A股(亿股)	4.23
总股本(亿股)	4.48
52周股价最高最低(元)	28.91-53.0
上证指数/深证成指	1963.49/7808.96
2011年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3576.61	4386	5167	6156
增长率(%)	15.59	22.63	17.81	19.13
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	361.25	546	670	804
增长率(%)	31.06	51.13	22.78	19.93
毛利率(%)	57.52	57.07	58.03	58.01
净资产收益率(%)	20.54	25.62	25.90	25.64
EPS(元)	0.85	1.21	1.48	1.77
P/E(倍)	57.71	36.03	29.35	24.47
P/B(倍)	12.37	9.23	7.60	6.27

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1767	2177	2660	3297
现金	872	1067	1367	1756
应收账款	468	573	676	805
存货	399	500	575	685
其他	30	36	43	51
非流动资产	780	915	1037	1153
长期投资	251	323	382	435
固定资产	94	91	88	85
无形资产	76	76	76	76
其他	358	425	491	558
资产总计	2547	3092	3697	4450
流动负债	763	933	1079	1280
短期借款	10	10	10	10
应付账款	359	451	519	618
其他	393	473	550	653
非流动负债	2	1	(1)	(3)
长期借款	0	0	0	0
其他	2	1	(1)	(3)
负债合计	765	934	1078	1277
少数股东权益	23	27	32	37
股本	423	453	453	453
资本公积金	378	348	348	348
留存收益	960	1318	1757	2247
归属母公司股东权益	1759	2131	2588	3136
负债和股东权益	2547	3092	3697	4450

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	293	527	670	803
净利润	361	546	670	804
资产减值准备	(87)	(8)	0	0
折旧摊销	74	22	27	33
公允价值变动损失	8	8	8	8
财务费用	(11)	(11)	(14)	(18)
营运资本变动	(153)	(53)	(40)	(48)
其它	90	12	5	6
投资活动现金流	(4)	(157)	(157)	(157)
资本支出	62	(91)	(91)	(91)
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	(185)	(174)	(213)	(256)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(112)	(174)	(213)	(256)
其它融资现金流	35	0	0	0
现金净增加额	103	196	299	390

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3577	4386	5167	6156
营业成本	1519	1843	2121	2529
营业税金及附加	37	40	47	56
营业费用	1283	1464	1724	2030
管理费用	393	471	555	660
财务费用	(11)	(11)	(14)	(18)
资产减值损失	(8)	(8)	(8)	(8)
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	89	89	89	89
营业利润	436	661	815	980
营业外收支	17	17	17	17
利润总额	452	677	831	997
所得税	87	126	154	185
净利润	365	552	677	812
少数股东损益	4	6	7	8
归属母公司净利润	361	546	670	804
EBITDA	418	590	747	915
EPS（元）	0.85	1.21	1.48	1.77

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	15.60%	22.63%	17.81%	19.13%
EBITDA	26.79%	40.91%	26.42%	22.33%
归属母公司净利润	31.06%	51.13%	22.78%	19.93%
获利能力				
毛利率	56.48%	57.07%	58.03%	58.01%
净利率	10.10%	12.45%	12.97%	13.06%
ROE	20.54%	25.62%	25.90%	25.64%
ROIC	20.89%	31.14%	36.89%	42.59%
偿债能力				
资产负债率	30.04%	30.21%	29.15%	28.70%
流动比率	2.32	2.33	2.47	2.58
速动比率	1.79	1.80	1.93	2.04
营运能力				
总资产周转率	1.40	1.42	1.40	1.38
应收帐款周转率	7.65	7.65	7.65	7.65
应付帐款周转率	4.23	4.09	4.09	4.09
每股指标(元)				
每股收益	0.85	1.21	1.48	1.77
每股经营现金	0.69	1.16	1.48	1.77
每股净资产	4.16	4.70	5.71	6.92
估值比率				
P/E	54.45	36.03	29.35	24.47
P/B	11.18	9.23	7.60	6.27
EV/EBITDA	46.73	33.16	26.23	21.44

分析师简介

2007年4月毕业于天津大学化工学院，工学硕士。之后进入资产评估公司，从事资产评估工作，熟悉企业会计及财务分析。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，主要负责化工行业及上市公司的研究工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。