

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)**化工****投资评级**

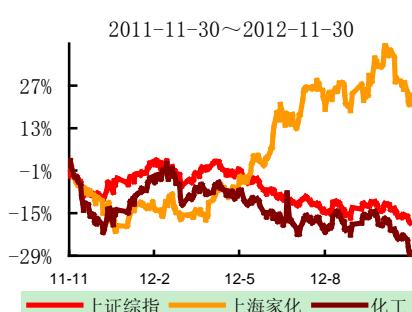
本次评级: 增持

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**

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。

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 | 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1767 | 2177 | 2660 | 3297 | 营业收入 | 3577 | 4386 | 5167 | 6156 |
| 现金 | 872 | 1067 | 1367 | 1756 | 营业成本 | 1519 | 1843 | 2121 | 2529 |
| 应收账款 | 468 | 573 | 676 | 805 | 营业税金及附加 | 37 | 40 | 47 | 56 |
| 存货 | 399 | 500 | 575 | 685 | 营业费用 | 1283 | 1464 | 1724 | 2030 |
| 其他 | 30 | 36 | 43 | 51 | 管理费用 | 393 | 471 | 555 | 660 |
| 非流动资产 | 780 | 915 | 1037 | 1153 | 财务费用 | (11) | (11) | (14) | (18) |
| 长期投资 | 251 | 323 | 382 | 435 | 资产减值损失 | (8) | (8) | (8) | (8) |
| 固定资产 | 94 | 91 | 88 | 85 | 公允价值变动收益 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 无形资产 | 76 | 76 | 76 | 76 | 投资净收益 | 89 | 89 | 89 | 89 |
| 其他 | 358 | 425 | 491 | 558 | 营业利润 | 436 | 661 | 815 | 980 |
| 资产总计 | 2547 | 3092 | 3697 | 4450 | 营业外收支 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 流动负债 | 763 | 933 | 1079 | 1280 | 利润总额 | 452 | 677 | 831 | 997 |
| 短期借款 | 10 | 10 | 10 | 10 | 所得税 | 87 | 126 | 154 | 185 |
| 应付账款 | 359 | 451 | 519 | 618 | 净利润 | 365 | 552 | 677 | 812 |
| 其他 | 393 | 473 | 550 | 653 | 少数股东损益 | 4 | 6 | 7 | 8 |
| 非流动负债 | 2 | 1 | (1) | (3) | 归属母公司净利润 | 361 | 546 | 670 | 804 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 418 | 590 | 747 | 915 |
| 其他 | 2 | 1 | (1) | (3) | EPS (元) | 0.85 | 1.21 | 1.48 | 1.77 |
| 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 | ROE | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 293 | 527 | 670 | 803 | ROIC | 20.89% | 31.14% | 36.89% | 42.59% |
| 净利润 | 361 | 546 | 670 | 804 | 偿债能力 | | | | |
| 资产减值准备 | (87) | (8) | 0 | 0 | 资产负债率 | 30.04% | 30.21% | 29.15% | 28.70% |
| 折旧摊销 | 74 | 22 | 27 | 33 | 流动比率 | 2.32 | 2.33 | 2.47 | 2.58 |
| 公允价值变动损失 | 8 | 8 | 8 | 8 | 速动比率 | 1.79 | 1.80 | 1.93 | 2.04 |
| 财务费用 | (11) | (11) | (14) | (18) | 营运能力 | | | | |
| 营运资本变动 | (153) | (53) | (40) | (48) | 总资产周转率 | 1.40 | 1.42 | 1.40 | 1.38 |
| 其它 | 90 | 12 | 5 | 6 | 应收账款周转率 | 7.65 | 7.65 | 7.65 | 7.65 |
| 投资活动现金流 | (4) | (157) | (157) | (157) | 应付账款周转率 | 4.23 | 4.09 | 4.09 | 4.09 |
| 资本支出 | 62 | (91) | (91) | (91) | 每股指标(元) | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.85 | 1.21 | 1.48 | 1.77 |
| 筹资活动现金流 | (185) | (174) | (213) | (256) | 每股经营现金 | 0.69 | 1.16 | 1.48 | 1.77 |
| 权益性融资 | 3 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 4.16 | 4.70 | 5.71 | 6.92 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 支付股利、利息 | (112) | (174) | (213) | (256) | P/E | 54.45 | 36.03 | 29.35 | 24.47 |
| 其它融资现金流 | 35 | 0 | 0 | 0 | P/B | 11.18 | 9.23 | 7.60 | 6.27 |
| 现金净增加额 | 103 | 196 | 299 | 390 | EV/EBITDA | 46.73 | 33.16 | 26.23 | 21.44 |

资料来源：公司报表、民族证券

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。