



买入

22% ↑

目标价格: 人民币 78.00

原目标价格: 人民币 60.20

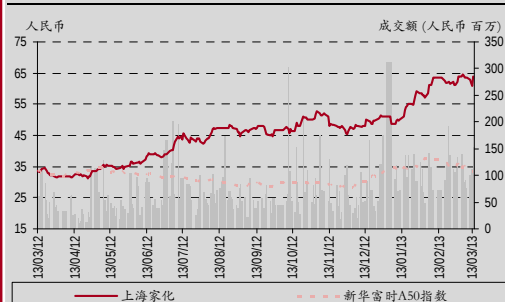
600315.CH

价格: 人民币 63.82

目标价格基础: 39 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	-	0	28	93
相对新华富时 A50 指数	-	11	22	92

发行股数(百万)	448
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	28,591
3 个月日均交易额(人民币 百万)	75
净负债比率(%) (2013E)	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 2013 年 3 月 14 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

2013 年有望持续高增长

2012 年是上海家化改制后的第一年, 机制变化有效激励了公司上下, 释放了巨大能量。我们预计 2012-14 年其净利年均复合增长率可达到 50% 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, 目标价格上调至 78.00 元。

支撑评级的要点

- 2012 年上海家化实现销售收入 45.04 亿元, 同比增长 26%, 实现净利润 6.15 亿元, 同比大幅增长 70%, 略高于我们预期, 主要是较低的销售费率和所得税率所致。公司同时宣布了每 10 股送 5 股, 派 7 元的较佳分红方案。
- 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 8.3 亿元, 仍高于净利 6.15 亿元。公司账面货币资金达到 13.3 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。
- 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, 得益于其新品推出速度加快, 以及销售渠道变革深入, 我们预计其销售收入增速在 25% 以上。另外由于毛利率提升趋势不变, 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 46% 的较高水平。

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 2.0 元, 给予其 39 倍预期市盈率, 目标价由 60.20 元上调至 78.00 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	3,577	4,504	5,731	6,991	8,599
变动(%)	16	26	27	22	23
净利润(人民币 百万)	362	615	897	1,095	1,396
全面摊薄每股收益(人民币)	0.856	1.371	2.000	2.443	3.114
变动(%)	31.4	60.1	45.9	22.1	27.5
市场共识预测每股收益(人民币)		1.346	1.786	2.365	
全面摊薄市盈率(倍)	74.5	46.5	31.9	26.1	20.5
每股现金流量(人民币)	0.48	1.55	1.13	1.86	2.35
价格/每股现金流量(倍)	132.4	41.1	56.3	34.3	27.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.3	41.6	27.9	22.3	17.0
每股股息(人民币)	0.400	0.420	0.70	0.450	0.45
股息率(%)	0.6	0.7	1.09	0.7	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

2012 年是上海家化改制后的第一年，机制变化有效激励了公司上下，释放了巨大能量。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，2012-2014 年均净利复合增长率有望达到 50% 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 2.0 元，给予其 39 倍预期市盈率，目标价由 60.20 元上调至 78.00 元。

2012 年公司净利同比增长高达 70%

2012 年上海家化实现销售收入 45.04 亿元，同比增长 26%，实现净利润 6.15 亿元，同比大幅增长 70%，略高于我们预期。公司同时宣布了每 10 股送 5 股，派 7 元的较佳分红方案。

公司业绩的大幅增长除了受益于天江药业等 1.68 亿投资收益外，主要得益于主营化妆品业务的快速增长（具体各品牌分析见下一段），报告期内化妆品销售收入同比增长 28.9%，高于去年同期 8 个百分点。从毛利率看，公司今年的业务毛利率同比小幅下降 2.4 个百分点，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至少提升了 2 个百分点至 58% 以上），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，使得公司总体销售费率同比下降 4.9 个百分点至 31%，总体销售费用仅同比增长 9%。尽管报告期内公司管理费用包含了 9,670 万左右的股权激励成本，使得其管理费用同比增加了 28%，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，以及递延所得税造成实际税率下降，将其净利率同比提升了 2.5 个百分点至 13.6%，拉动其净利增幅远远高于收入增幅。

图表 1. 公司 2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比变动(%)
营业额	3,577	4,504	26
销售税金	(37)	(43)	14
净销售额	3,539	4,461	26
销售成本	(1,519)	(2,026)	33
毛利润	2,020	2,435	21
销售费用	(1,283)	(1,395)	9
管理费用	(393)	(503)	28
经营利润	343	537	56
投资收益	89	168	89
财务费用	11	17	56
资产减值	(8)	(13)	
其它	17	14	(15)
税前利润	452	723	60
所得税	(87)	(95)	9
少数股东权益	(4)	(13)	255
净利润	361	615	70
主要比率 (%)			
毛利率	56.5	54.1	
经营利润率	9.6	11.9	
净利率	10.1	13.6	

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 8.3 亿元，仍高于净利 6.15 亿元。其货币资金达由年初的 8.7 亿元快速上升至 13.3 亿元，不仅提升了其利息收入 56% 至 1,700 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。

2013 年新品推出加快，渠道变革进一步深入

展望 2013 年，我们认为公司在品牌推进和渠道建设上都会加快进行，为其高速发展奠定基础。

各品牌计划：1) 六神系列：2012 年增长 13% 多，得益于各子产品均有不俗表现，包括传统清凉沐浴露、艾叶香皂、六神宝宝系列产品。今年公司将继续扩大艾叶香皂和六神宝宝系列产品的市占率，另外也有新品推出，我们预计 2013 年六神系列产品收入增速仍有望维持在 11% 以上。

2) 佰草集：2012 年收入增速在 30% 左右，2012 年底佰草集门店接近 1,300 家，我们预计 2013 年新开门店数目维持在 150 家左右。我们认为佰草集在 2013 年的表现仍值得期待，主要是：其拳头产品——太极 3 之太极丹将在今年推出，在去年底市场试用期反响热烈，并且前面的两个太极产品目前销售都远超亿元，是佰草集的支柱产品，这一新产品同样令人期待。另外公司计划在专营店渠道推出佰草集的副牌产品，填补以前该块市场的空白，其未来表现也很值得关注。

3) 美加净：2012 年增长 20% 左右，2013 年公司计划继续做大做深该品牌。除了推出洗发水（美加净鲜果 SPA 洗护系列已上市）、洁面系列新品，还计划在传统 KA 渠道推出 50-100 元的中偏高价位产品。我们预计 2013 年该品牌收入有望增速达到 25% 以上。

4) 高夫：2012 年收入增长超过 50%，其高速增长首先得益于国内整个男士护肤品牌进入高速增长期，行业平均增速达到 20%，另外就是得益于高夫品牌的精准定位和有效的渠道驱动力。我们预计 2013 年在高夫有新品推出和渠道变革的带动下，增速仍有望保持在 50%以上的较高水平。

5) 其他品牌：公司 2013 年新品推出计划不断，除了上述几大原有品牌以外，公司通过代理花王产品，对婴童市场也逐渐熟悉，计划在 KA 等渠道推出自己的婴童类品牌，由于中国婴童市场巨大，潜力无限，我们对该块业务也十分看好。另外针对电商渠道，公司也在制定自己的淘品牌。

6) 渠道变革：由于日化类产品竞争激烈，客户需求多样性强、变化快，除了品牌定位外，公司必须针对该特点不断调整自己的渠道建设。近两年市场上异军突起的电商渠道，也成为 2013 年公司建设重点。不仅针对该渠道定制品牌，而且组织专门团队来做，并且将如佰草集、高夫等品牌产品以特有方式在该渠道销售。另外，公司在前几年发展中，认为忽略了专营店这个重要渠道，计划 2013 年通过佰草集的副牌等产品来进入，进行快速渗透。

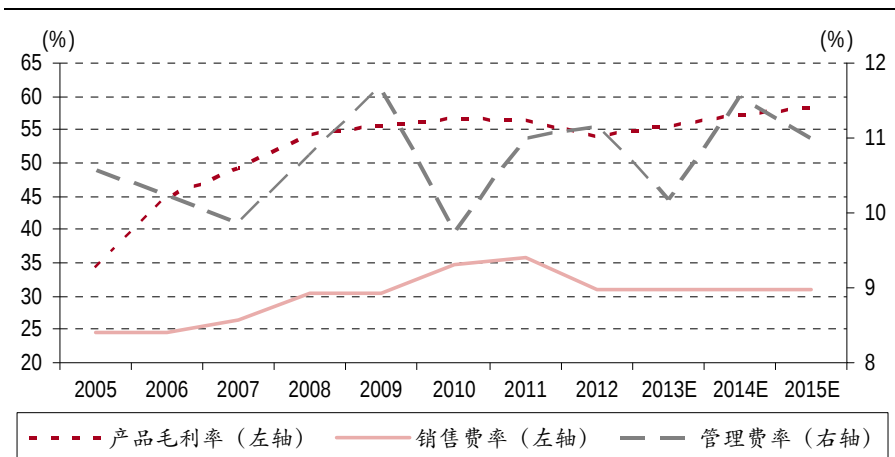
预计 1 季度业绩同比将大幅增长

2012 年 1 季度公司实现净利 8,900 万元，由于 1 季度是传统淡季，仅占全年净利 14.5%。但我们认为 2013 年的第一季度将淡季不淡，主要是因为六神新推的艾叶和宝宝系列产品非夏季特有，在其他季节一样使用；公司代理花王产品预计今年将保持 30%以上的速度增长；另外美加净新品在 1 季度推出。所以我们预计今年 1 季度公司主营产品收入增速有望超过 25%，净利增速有望超过 50%，高速增长值得期待。

2013 年有望实现持续高增长

得益于化妆品主业的新品推出和渠道变革的进一步深入，我们预计上海家化 2013 年整体收入增速也将在 25%以上。尽管代理花王业务收入增速预计超过 30%，但由于高毛利的佰草集和高夫等品牌增速快于相对低毛利的六神、美加净系列，我们预计公司总体毛利率在经过 2012 年短暂下滑后，2013 年将恢复逐渐回升过程。加之其股权激励费用的减少，以及销售费率的降低（代理花王业务费用较少），我们预计公司净利润的增幅仍高于销售收入增长，2013 年公司净利预计同比将增长 46%至 8.97 亿元，较原先预计提升 30%，有望实现持续高成长。

图表 2.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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	3,577	4,504	5,731	6,991	8,599
销售成本	(1,556)	(2,069)	(2,540)	(2,989)	(3,629)
经营费用	(1,572)	(1,779)	(2,228)	(2,832)	(3,500)
息税折旧前利润	449	657	963	1,171	1,471
折旧及摊销	(104)	(119)	(130)	(142)	(149)
经营利润(息税前利润)	345	537	833	1,029	1,322
净利息收入/(费用)	11	17	40	60	60
其他收益/(损失)	98	169	190	210	270
税前利润	454	723	1,063	1,299	1,652
所得税	(87)	(95)	(159)	(195)	(248)
少数股东权益	(4)	(13)	(7)	(9)	(8)
净利润	362	615	897	1,095	1,396
每股收益(人民币)	0.856	1.371	2.000	2.443	3.114
每股股息(人民币)	0.400	0.420	0.70	0.450	0.45
收入增长(%)	16	26	27	22	23
息税前利润增长(%)	18	56	55	23	28
息税折旧前利润增长(%)	16	46	47	22	26
每股收益增长(%)	31	60	46	22	28

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	872	1,329	1,778	2,571	3,634
应收帐款	445	439	814	993	1,221
库存	399	375	666	783	951
其他流动资产	53	54	56	87	158
流动资产总计	1,767	2,197	3,314	4,433	5,965
固定资产	251	227	443	456	461
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	528	1,223	996	996	860
长期资产总计	779	1,450	1,438	1,452	1,321
总资产	2,546	3,647	4,752	5,886	7,285
应付帐款	359	464	823	968	1,177
短期债务	0	0	10	10	10
其他流动负债	403	441	511	715	1,299
流动负债总计	763	905	1,344	1,693	2,486
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	11	5	5	5
股本	423	448	448	448	448
储备	1,336	2,262	2,930	3,714	4,321
股东权益	1,759	2,710	3,379	4,162	4,769
少数股东权益	23	21	25	25	25
总负债及权益	2,546	3,647	4,752	5,886	7,285
每股帐面价值(人民币)	4.16	6.05	7.54	9.28	10.64
每股有形资产(人民币)	4.16	6.05	7.54	9.28	10.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.06)	(2.96)	(3.94)	(5.71)	(8.08)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	454	723	1,063	1,299	1,652
折旧与摊销	104	119	130	142	149
净利息费用	(11)	(17)	(40)	(60)	(60)
运营资本变动	(167)	133	(306)	(151)	(188)
税金	(87)	(95)	(159)	(195)	(248)
其他经营现金流	(89)	(168)	(180)	(200)	(250)
经营活动产生的现金流	204	695	508	835	1,055
购买固定资产净值	(95)	(135)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	99	185	220	260	310
投资活动产生的现金流	4	51	120	160	210
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(14)	0	10	0	0
支付股息	(161)	(169)	(188)	(202)	(202)
其他融资现金流	70	(120)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(105)	(289)	(178)	(202)	(202)
现金变动	103	457	450	793	1,063
期初现金	768	872	1,329	1,778	2,571
公司自由现金流	208	746	628	995	1,265
权益自由现金流	194	746	638	995	1,265

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.5	14.6	16.8	16.7	17.1
息税前利润率(%)	9.6	11.9	14.5	14.7	15.4
税前利润率(%)	12.7	16.1	18.6	18.6	19.2
净利率(%)	10.1	13.6	15.6	15.7	16.2
流动性					
流动比率(倍)	2.3	2.4	2.5	2.6	2.4
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)	1.8	2.0	2.0	2.2	2.0
估值					
市盈率(倍)	74.5	46.5	31.9	26.1	20.5
市净率(倍)	15.4	10.6	8.5	6.9	6.0
价格/现金流(倍)	132.4	41.1	56.3	34.3	27.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.3	41.6	27.9	22.3	17.0
周转率					
存货周转天数	84.0	31.3	33.1	37.8	36.8
应收帐款周转天数	38.1	35.8	39.9	47.2	47.0
应付帐款周转天数	33.7	33.3	41.0	46.8	45.5
回报率					
股息支付率(%)	46.7	30.6	22.5	18.4	46.6
净资产收益率(%)	22.3	27.5	29.5	29.0	31.3
资产收益率(%)	11.9	15.1	16.9	16.4	17.1
已运用资本收益率(%)	20.8	23.8	27.1	27.0	29.4

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。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、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。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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