

日化产品制造

报告原因：年报公布需要点评

2009年3月14日

市场数据：2009年3月13日

收盘价（元）	30.31
一年内最高/最低（元）	40.50/25.00
市净率	6.0
股息率	0.66%
流通A股市值（百万元）	3980

基础数据：2008年12月31日

每股净资产（元）	5.05
资产负债率%	32.11
总股本/流通A股（百万）	217.0/131.3
流通B股/H股（百万）	-/-

相关研究

景气领域享增长，新材天地求未来
2008/09/20

短线看政策，中期间市场，长远需转型
2009/01/09

执笔人

裴云鹏

peiyunpeng@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

上海家化 (600315)

高端品牌建设初见成效

中性

维持评级

转增后09年目标价17.5元/股

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2008A	24.94	12.11	186.6	0.86	35.24
2009E	26.88	12.79	238.5	0.70	43.3
2010E	33.79	15.48	288.3	0.85	35.66
2011E	39.57	18.72	318.8	0.94	32.24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

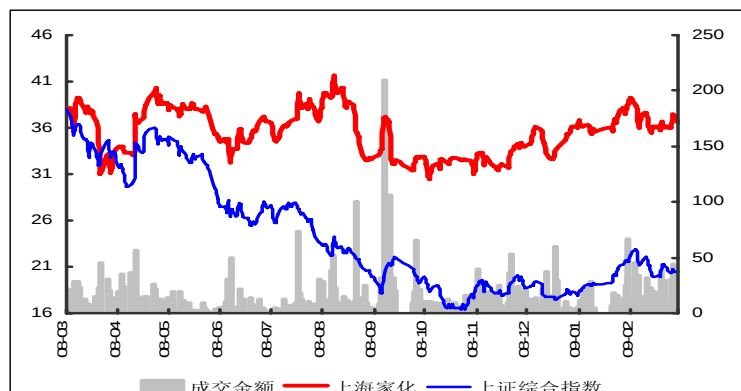
● 上海家化是目前国内化妆品乃至日化行业的龙头之一，据统计截止08年3季度数据显示公司目前在化妆品市场份额上仅次于宝洁、欧莱雅、联合利华位列第四，且与第三的差距很近。公司具备门店、OTC、商场柜台等多种销售渠道；同时建立起针对不同人群、不同需求的多层次品牌：针对30岁以上女性的经济的美加净、高档专业男士的高夫、中高档知性时尚女性的清妃等等。

● 上海家化主打品牌是六神和佰草集。前者在05年后基本稳固占据花露水、沐浴露的最大市场份额；得益于过硬的质量、中草药护理的概念和渠道建设的偏重，后者近两年发展迅速，并且已进入丝芙兰的法国门店，包括香榭丽舍大街的旗舰店。

● 公司长久保持20%左右营业增长，受累金融风暴，08年营收同比增10.3%；产品毛利维持在45%以上，08年高端策略见效，毛利提升到51.4%。

● 我们对公司08年盈利预测为0.91元/股，基本与实际吻合。鉴于化妆品市场口红效应并没有如预期般展现，我们稍下调09年盈利0.15元。10转增5的分配方案实现后，对应09、10年每股收益为0.70、0.85元。鉴于公司成长性和高估值风险，维持“中性”评级。核心风险在于与国际巨头以及国内伽蓝、隆力奇、索芙特等的竞争中市场份额的丢失。

一年内公司股价与大盘对比走势：





- **化妆品市场 09 年高速增长难实现，具体幅度不确定：**在改革开放初期，我国的化妆品工业生产销售额为 3.5 亿元，而 2007 年达到 1200 亿元，每年以两位数的速度增长。2007 年的销售额为 1980 年的 342 倍。另据美国管理咨询和市场研究机构克莱恩公司 2006 年的调查，中国化妆品市场销售额仅次于美国和日本，成为全球第三大化妆品销售市场。但由于 09 年初 1-2 月份，除华南市场有明显的超预期的“春节效应”“情人节效应”，各地市场均没有很大起色。考虑到广东市场是国内较为成熟的市场，国内居民消费、储蓄心理，我们认为 09 年“口红效应”将很难出现。由于我国化妆品市场当前规模虽然总额庞大，但我国人均化妆品消费水平不足百元，距世界平均水平仍有不小差距，未来发展空间巨大。故此我们认为市场增速虽然放缓，但不大可能为负增长，目前放缓幅度需要进一步的宏观数据、居民收入预期、居民消费心理的观察。公司作为行业翘楚，预计营业收入增长幅度将在 8%-10% 以上。
- **国外公司市场份额将减少，国内厂商竞争更激烈：**近期宝洁大幅减少广告支出、雅芳全球裁员中国不招新、欧莱雅中国也酝酿自然裁员等等显示国际巨头们或多或少受金融风暴的影响，在资金面上出现了短期的紧张。这对长期面临国际巨头庞大资本压力的国内企业而言，正是扩张的好机会。而同时逐渐高涨的民族自信心、自豪感，国内化妆品公司自身产品及服务的提高都预示着国外公司市场份额将逐渐降低。异军突起的霸王洗发液在广东乃至整个华南市场对宝洁洗发系列的冲击可为旁证。而不但国内一线上海家化、上海伽蓝、南京伽依、广西索芙特、江苏隆力奇等酝酿着进一步的扩张，一些几乎要退出市场的品牌，比如纳爱斯收购的百年润发、杭州老字号孔凤春也纷纷登场发力。这让国内厂商的竞争变得更为激烈。面对渠道优势的伽蓝、流行美，概念优势的隆力奇等的冲击预计公司相对市场份额 09 年将基本持稳，甚至有可能小幅下降。
- **不同产品境遇有差别，世博会、中草药概念明显：**公司定位于不同人群的品牌有：大众型的清新中草药的六神；高档的中草药个人护理概念的佰草集，高档专业男士化妆品的高夫，运动型化妆品 Adidas，中高档现代知性时尚女子的清妃，时尚炫酷的珂珂，中药概念的可采护肤面膜，高性价比的中年妇女的美加净，创新的家庭专业清洁的家安等等。这些品牌产品，



由于针对细分人群各不相同,在 09 年境遇也将有所差别。比如当前自然风、民族风的盛行,将较大程度上使公司的主打两类品牌:六神、佰草集受益。又比如美加净虽已够经济,但是在化妆品低端进入瓶颈低,未来竞争激烈下,产品的毛利仍有被压缩的可能。但整体而言,随着高端产品的比重加大,公司毛利预计将缓步提升。

公司地处上海,主要销售市场也是在华东市场,未来世博会的举行将带来数以万计的工作机会,此外也将大大加大流动人口,预计这将提高公司整体收入的 1-2 个百分点。

- **公司扩张途径明显,09 年兼并仍将继续:** 公司通过资本运作的方式获得了较大发展,其中尤其是对可采、珂珂的收购,以及取得 Adidas 的代理权。公司虽然在国内企业规模较大,但相对国际巨头规模仍太小,为快速成长,我们认为公司进一步的兼并是必行之举。
- **盈利预测:** 我们对公司 08 年盈利预测为 0.91 元/股,基本与实际的 0.86 元/股吻合。鉴于国民消费储蓄习惯短期难更改、化妆品市场口红效应并没有如预期般展现,以当前股本计,我们下调 09 年盈利 0.15 元/股,由 1.20 元/股下调至 1.05 元/股。10 转增 5 的分配方案实现后,其对应 09、10 年每股收益为 0.70、0.85 元。转增之后 09 年目标价为 17.5 元/股。当前股价已略有高估,但上海家化公司资质优良,我们认为可以在稍低价位时吸收筹码。鉴于公司成长性和高估值风险,暂时维持“中性”评级。核心风险在于与国际巨头以及国内伽蓝、隆力奇、索芙特等的竞争中市场份额的丢失。

公司利润表（单位：百万元 币种：人民币）

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	2260.80	2493.50	2687.99	3379.19	3956.72
其中：营业收入	2260.80	2493.50	2687.99	3379.19	3956.72
二、营业总成本	2096.91	2283.90	2402.94	3032.48	3572.28
其中：营业成本	1227.44	1211.14	1278.96	1547.55	1871.91
营业税金及附加	19.31	26.14	28.18	35.42	41.48
销售费用	599.63	758.89	777.18	1074.73	1233.24
管理费用	222.98	268.45	289.39	341.76	389.27
财务费用	15.79	10.42	11.23	14.12	16.53
加：公允价值变动收益					
投资收益	16.08	13.18	10.00	10.50	11.03
资产减值损失	11.76	8.87	8.00	8.40	8.82
三、营业利润	179.97	222.77	285.05	346.71	384.44
加：营业外收入	10.97	13.05	10.00	10.00	10.00
减：营业外支出	1.04	4.90	0.00	0.00	0.00
其中：非流动资产处置损失	0.72	0.54	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	189.90	230.93	295.05	356.71	394.44
减：所得税费用	40.86	44.30	56.61	68.44	75.68
五、净利润	149.05	186.62	238.45	288.27	318.77
归属于母公司所有者的净利润	132.57	185.04	228.39	276.12	305.33
少数股东损益	16.47	1.58	10.05	12.16	13.44
六、每股收益：			0.00	0.00	0.00
（一）基本每股收益	0.76	0.86	0.70	0.85	0.94
（二）稀释每股收益	0.76	0.86	0.70	0.85	0.94

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。