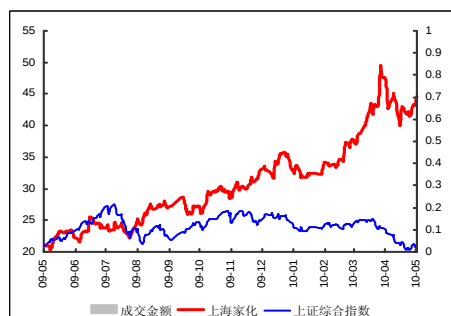


2010 年 05 月 25 日

## 上海家化（000936.SZ）调研报告

推荐（维持）

最近 52 周走势：



报告作者：

国联证券研究所低碳小组

王席鑫

执业证书编号：S0590210040003

联系人：

王席鑫

电话：0510-82833217

Email: wangxx@glsc.com.cn

苏淼

电话：0510-82833217

Email: sum@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：

我们于近日对上海家化进行调研，就公司的经营和管理状况进行了交流。

投资要点：

- 家化一季度延续四季度良好态势，化妆品业务收入同比增长 15%，其中佰草集增长 45%，高夫 40%，六神和美加净合计增长在 10% 左右，增速继续保持上升态势。增长一方面来自新产品的推出，带来价格和毛利的提升。另一方面，更为主要的是，国内日化行业整体较快而又稳定的市场增长空间，以及各细分行业的快速成长性，使得家化在各细分产品的销售量快速增长。
- 家化长期以来大部分的生产是采取外包的方式，只有新产品的生产在公司，未来成熟以后再外包出去，所以每年的资本支出比例很小，是典型轻资产高收益型的公司，家化在 05 年做了很多基础设施建设，现在包括未来 3 年都不会有大的投资。我们目前产能，销售额再翻一倍，也不会增添大的投入。所以未来家化仍然能保持良好的现金流状况和产品盈利能力。
- 研发和广告营销是日化企业竞争力最重要的方面，家化在这两方面注重细节、节约成本、研发团队专门针对亚洲人的特点，是我们长期看好家化的重要原因。家化每年在广告和销售上的费用占收入比达到 26%-30%，其中广告宣传占销售收入的 12% 左右，未来从绝对数量说肯定每年会增加，但是随着规模和收入的增长，单位收入广告投入比重可能会下来。
- 家化旗下品牌梯队建设较好，明星品种佰草集未来继续高速增长，六神则继续稳定增长，高夫、家安等新品牌逐步进入收获期，预计 10~12 年 EPS 分别为 0.8、1.1 和 1.55 元，未来三年复合增长 40%。我们参考家化历史市盈率，中值在 44 倍，33 倍以下为底部区域，目前股价对应 10 年 PE 为 41 倍，11 年 PE 为 30 倍，我们认为，家化是国内日化行业唯一能与外资知名品牌在各细分领域竞争的龙头企业，历史业绩保持了 40% 以上的复合增长，我们给予家化 12 个月目标价格 44-48 元，给予中长期“推荐”的投资评级。

## 2010 年一季度延续高增长

上海家化是中国一家具有悠久历史的公司（111 年历史），是目前国内资产和销售规模最大的公司，目前主要竞争对手是国外的日化企业（保洁、欧莱雅）。

家化一季度延续四季度良好态势，化妆品业务收入同比增长 15%，其中佰草集增长 45%，高夫 40%，六神和美加净合计增长在 10% 左右，增速继续保持上升态势。

增长一方面来自新产品的推出，带来价格和毛利的提升，比如六神旗下，六神喷雾花露水，价格要比花露水贵，但是由于符合消费需求，反而卖的很好。另一方面，更为主要的是，国内日化行业整体较快而又稳定的市场增长空间，以及各细分行业的快速成长性，使得家化在各细分产品的销售量快速增长。

盈利能力来看，家化 04 年以前都是低毛利的产品，当时佰草集等品牌尚处于幼年期，业绩一度亏损，但是家化坚持不抛弃、不放弃旗下品牌。02~04 年是家化调整产品结构的时期，也是最痛苦的时期，但是后来佰草集培育出来了，增长很快，也提升了整体毛利，未来随着佰草集占比的继续提升，以及其他高附加值品牌的培育，预计整体盈利能力还会提高，但是幅度不会像前几年那么大。

从销售区域来看，家化在南方市场较弱（因为靠近香港），北方华东、华中市场较好，其他地方发展相对均衡。

目前家化旗下各品牌，六神、美加净主要是在超市卖场、百货公司柜台销售，佰草集、清妃、高夫等大部分中高端品牌是通过自营店、百货、化妆品专营店（类似丝芙兰）以及网购的方式来销售。

## 公司各品牌培育情况

### （1）产品升级、六神、美加净稳定增长

六神、美加净主要是在超市卖场、百货公司柜台销售，销售模式上，家化和美加净自营和加盟商的比例大概在 50% 对 50%。

六神 09 年收入增长在 8%，收入在 12 亿元，毛利为 45%，其中花露水占比最高，约占总收入的 50% 左右，沐浴露占 30-40%，香皂占比 14%。

2010 年截至目前，六神和美加净经营情况良好，两者合计同比增速在 10%，六神品牌在国内的知名度较高，六神品牌旗下目前有几个 SKU（单品），从细分产品来看，在沐浴露市场家化市场占有率达到 7%-8%，花露水市场份额达到

60%，占销售收入的 20%，花露水的市场一直都做得很好，但是在洗发水产品市场竞争力度略逊于外资。我们预计，六神未来仍然维持好于日化行业 2 个百分点的增长，预计未来年复合增长率为 10% 左右。

美加净 08 年销售收入 2.46 亿元,09 年销售收入 2.7-2.8 亿元，是家化的传统品牌，档次位于中低端，毛利在 50% 左右，细分产品来看，美加净护肤品占国内市场份额并不是很高，但是护手霜占据国内 20% 的份额，位居第一。我们认为，美加净的品牌在国内认可度还是比较高的，占公司销售比重也比较大，未来还是有可能通过推出新产品提升整体品牌的盈利能力，保守预计未来美加净保持与日化行业同步增长。

## （2）店铺扩张、新品热卖，佰草集继续保持高增长

佰草集旗下产品丰富，洗发、沐浴露、精油、护肤品、面膜在内总共有 200 个sku，目前来看世界一些知名品牌，品类都非常丰富（例如妮维雅、欧舒丹），另一方面，佰草集专卖店，也需要用丰富的产品品类来支持，从而满足消费者的需求。

08 年佰草集销售收入超预期实现增长 78%，毛利率达到 70%，09 年佰草集收入增长在 45%，实现销售收入 5 亿多元，绝对收入增长 1.5 亿元，10 年一季度增长在 40% 以上，我们预计佰草集未来三年内仍将保持 40%-50% 的收入增长，一方面来自专卖店数量的持续增长，更重要的来自于新产品的推广以及单店单产的不断提高，佰草集 10 年新产品太极·日月·蕴美精华（护肤霜、面膜），在 3 月份当月就占到佰草集零售额的 6%。

我们认为佰草集两自两个方面，第一个方面来自于专卖店数量的增长，从而不断提高市场覆盖率和消费人群的数量，而第二个方面则是在第一个方面的基础上不断的加大家化产品研发投入，加大品牌推广力度、提高产品知名度，不断推出符合消费者需求、吸引消费者眼球的新产品。而相比专卖店数量的增长，我们更看好单店单产和新产品投入市场给佰草集带来的业绩增长。

佰草集目前销售收入来看，30% 来自自营店，70% 来由加盟商，截至 10 年一季度，佰草集专卖店已扩张至 730 家，目前已覆盖了中部和东部的一线、二线城市，公司计划今年扩张至 800-850 家左右。未来要做的是在二、三线城市布点。我们认为，随着人们消费水平逐步提高，定位于中高端的佰草集在二、三线城市的市场空间很大。未来找不到加盟商的情况的话会考虑自营，如果有合适的加盟商公司会优先考虑。目前例如日本的资生堂等外资厂商，也在布局二、三线城市，但是家化的推进速度更快，特别是同当地化的、在当地有较强

市场影响力的加盟商的合作，可以拿到好的位子，比自己找点的速度快，其比国外厂商更了解当地的情况，（例如，家化天津的加盟商其他百货扣率 25%，这个加盟商能拿到最好的位子，且扣率只有 15%。）

家化与加盟商合作的方式有别于国外厂商，国外厂商同加盟商合作，加盟商只需要负责运货、铺货和现金垫付，选点、找店面等核心环节都由国外厂商自己来操作，而家化同加盟商的合作方式是店面选择、租金、管理、现金垫付等都有加盟商来操作，加盟商要自己承担风险，家化则会在店面设计、营销活动等店面形象和市场宣传方面把关。对于加盟商来说，加盟资金的投入要看覆盖区域的情况，如果只有 2 家店，50-100 万的资金投入就可以了，如果覆盖区域较大，可能需要上千万的资金。

相比其他受保护的产业，中国的化妆品市场从没受到过政策的保护，80 年代中国化妆品市场就全面开发，这对中国化妆品行业是致命打击，零售业态也从没保护过。国内日化被打得一败涂地，全部打光，家化是里面仅存的，再捡起来，努力开始做起来，04-05 年佰草集起来了，才勉强在中高端市场有了立足点。

全球日化行业容量巨大，年均年增速保持在 12% 左右。据统计，09 年我国日化行业容量在 2000 亿元人民币，其中 70% 以上的日化市场被国外日化企业宝洁、欧莱雅、联合利华、资生堂等所垄断，大多数民族品牌退守二三级市场，只能在低端市场里抢食的窘境，但是佰草集却在高档保养品市场站住了脚跟，并生根发芽，我们认为现在的家化完全有能力与国际知名品牌展开竞争，而且基础更牢固，竞争能力更强。

### （3）男士日用品空间广阔，高夫快步向前

高夫是公司专门针对男士开发的化妆品牌，目前有专门的研究团队跟踪研究男士化妆品领域。08 年高夫收入为 6000 多万元，09 年高夫收入 8000 万元，增长 40%，毛利率达到 60%，呈现较好的增长态势。男士化妆品近几年是化妆品领域增长最快的领域，这一方面来自于男士越来越趋向于关注化妆品，另一方面也是国外在中国对于男用化妆品市场的大力推动。公司目前高夫品牌的形象代言人是古天乐（平面媒体，原来梁朝伟，身价涨得高了，改用古天乐，且古更年轻一些，符合品牌定位），公司未来将力争培育目前尚属于二类的高夫品牌，抓住细分市场的机会，综合考虑我们保守给予未来两年 40% 左右的增长。

### （5）培育中的清妃&可采

08 年清妃销售收入 7800 万元，09 年和 08 年持平，清妃的目前的毛利在 60%以上，清妃是公司做的第一个中高端品牌，公司认为在清妃上面是走了弯路的，出来的时候，走百货渠道，品牌设计偏成熟女性，和资生堂、羽西构成了正面竞争，我们认为清妃在产品定位上面较佰草集还不够清晰，谨慎给予未来两年 8%左右的增速。

上海家化与四川可采之间在利用中医药产品方面拥有共同的理念，家化与可采，在科研、营销、供应链等方面也有着诸多互补和契合。公司于 08 年三月收购了可采 51%的股权。目前实际运作仍然是可采自己，家化就过去了一个财务总监，要派团队过去较难（没人愿意去四川），可采最有竞争优势的产品是面膜，品牌在市场有较高的认可度和知名度。我们认为，如果未来公司能够采取激励措施，有好的管理团队去介入，未来可采还是有看头的。公司则表示收购可采，总共花了 4000-5000 万，即便全部失败也不会影响大局。预计可采短期内不会有大的惊喜，保持比较稳定的发展。

### （7）家居环境日化产品领头羊—家安快速成长

家安是专门针对家居环境整洁推出的品牌，符合公司一贯致力于开发细分市场的战略，目前已开发出洗衣机槽清洁剂、空调消毒剂、管道养护剂、管道疏通剂、卫浴除菌清洁剂等特色产品，其中空调清洗有发明专利，明年空调清洗会考虑上硬广告，长期看随着人民生活水平的提高，人们对于健康和安全的越来越关注，家庭环境整洁产品的需求必将不断增长。

08 年家安收入为 1600 万，09 年 3000 万元，我们认为这一块竞争相对比较激烈，但是随着收入水平提高，消费升级，这一块市场空间比较广阔，我们预计未来三年同比增长在 50%，毛利在 65%左右。

### （8）adidas 代理

09 年公司 Adidas 代理这一块业务下降 30%，09 年 1.5 亿元的销售额，基本没有盈利。我们认为，经济危机男用日化用品受影响程度要大于女用，但是 adidas 在男用日化品中的运动型定位，随着经济复苏，未来恢复的可能性较大，我们预计未来保持两年 15%以上的复合增长。

### （9）未来吸引眼球的新品牌——双妹、玉泽、cocool

公司目前新品种包括cocool彩妆系列，09年同比增长100%，但是基数较低。

双妹和玉泽这两个品牌是家化接下来的两个重点产品。

双妹定位比佰草集更高，是家化进军高端品牌的一个利器。为了将双妹打造成时尚奢侈品牌，家化还牵手蒋介石曾孙蒋友柏的橙果设计公司，全程负责双妹的全新LOGO、产品包装及店铺设计。新双妹也不会沿用100年前的老配方，所有配方都将经过重新研发。不过略显尴尬的是，双妹在大陆被定位为奢侈品牌，而上海家化前身—广生行在香港仍然有双妹产品在销售，且定位较低端，与家化的双妹高端定位明显有冲突。据了解，广生行的双妹是在香港注册的，而中国大陆和海外其他国家的双妹品牌则是由上海家化注册的，因此不排除家化未来收购整合香港广生行的双妹，以实现品牌的统一。双妹预计在10年6月份在上海开店（外滩和平饭店旁）。

09年12月26日，家化宣布正式推出药妆品牌玉泽。家化用8年的时间打造出了中药护肤品牌佰草集，下一个目标是打造药妆品牌玉泽。其竞争对手是雅漾、薇姿和理肤泉，光这三个品牌就已经占有了中国药妆市场60%的份额，并且每年以30%的速度增长。2003年，家化与上海瑞金医院建立了研究合作项目，研发医药护肤品准备进入药妆市场，药妆是其产品线上的最后一个空白。测试做了3年，产品效果比较好，具备了推广的基础。Synovate市场研究数据显示，2008年中国药妆市场的年增长率在10%至20%之间，到2010年，中国化妆品市场销售总额可达到1200亿元左右，其中药妆销售额将达480亿元。

### 参股天江药业情况

天江去年销售收入增长了36%，销售收入达到5.56亿元，净利润1.26亿元。家化持股比例26.49%为第一大股东。天江药业08年6月23日合并广东一方，新的天江药业成为中药颗粒配方领域的绝对龙头老大。09年4月起北京已对中药配方颗粒纳入医保范围，未来上海也可能会纳入医保，中药配方颗粒目前无国家标准，正在制订中。这是一个新兴的中药细分市场，年成长性较高。估计未来年成长保持30%的空间有可能。如果全国建立标准，各地纳入医保范围，实现50%甚至100%的增长未必没有可能。如果天江药业按30%的年增长估算，2010年天江净利润可望达到1.7亿元，上海家化10~12年的收益分别估计为4500万、5800万和7600万，如果未来天江药业上市，这一块的股权价值可以达到15-20亿左右。

## 生产外包模式是公司轻资产高收益的重要原因

家化长期以来大部分的生产是采取外包的方式，新产品生产一开始在公司，未来成熟以后再外包出去，所以每年的资本支出比例很小，是典型轻资产高收益型的公司，家化在 05 年做了很多基础设施建设，现在包括未来 3 年都不会有大的投资。目前产能，即使销售额再翻一倍，也不会增添大的投入。所以未来家化仍然能保持良好的现金流状况和产品盈利能力。

而家化外包的合作企业，已经合作了 20-30 年，没有自己的品牌，且研发都在家化这里，因此不用担心未来会和家化竞争的问题。

## 研发团队专注国内市场、广告营销细节决定成败

研发和广告营销是日化企业竞争力最重要的方面，家化在这两方面注重细节、节约成本、研发团队专门针对亚洲人的特点，是我们长期看好家化的重要原因。

家化每年在广告和销售上的费用占收入比达到 26%-30%，其中广告宣传占销售收入的 12% 左右，未来从绝对数量说肯定每年会增加，但是随着规模和收入的增长，单位收入广告投入比重可能会下来。例如，家化开自营店，店面设计、包装和标准都是家化的设计团队来执行，而外资企业全部是找广告公司，费用高昂。花王开店、搞促销全部外包。家化在这些细节方面的做法难能可贵。

研发投入目前占收入比重在 3% 左右，家化的研发团队虽然没有宝洁那么庞大（号称 1000 个科学家），但是宝洁的研发团队重点关注欧美人，而家化 100 多个研发人员，重点关注国人的特点，比如沐浴露，西方人的毛孔很粗，适合西方人的沐浴露不适合东方人，而家化六神沐浴露用植物皂角配方，非常适合东方人较为细腻的肤质。

## 股权激励、企业文化留住公司核心人员

家化股权激励的实施对公司留住核心人员起到一定效果，09 年公司经理级以上一共只走了 5 个人。佰草集品牌的总经理是毕业以后就在家化，一步一步培养出来的，家化现任总经理是从日本联合利华过来的，04 年来家化融合的非

常好（曲总，到家化来，比到日本公司薪酬少了 2/3，他觉得不可能在日本长期生活，不认同当地的文化，把家化当成了事业的平台）。而家化董事长葛总则是把家化当作孩子一样来看待。现在国人从外企回流国企、民企的趋势越发明显，这对振兴民族产业是一个好的现象。

## 盈利预测及投资建议

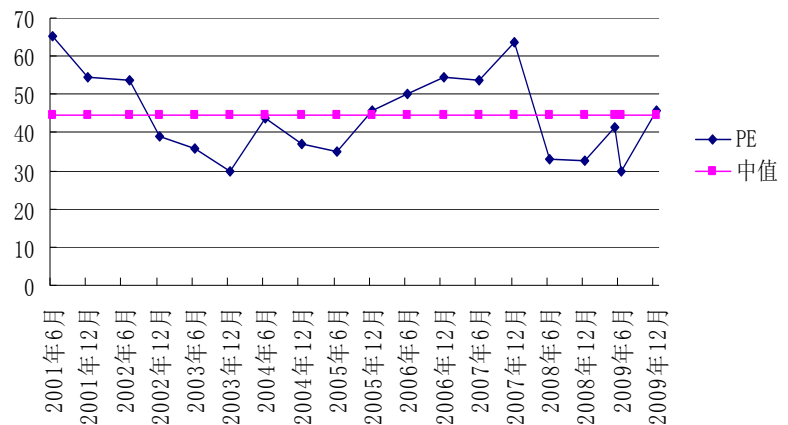
### 主营业务假设：

|           |         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E  |
|-----------|---------|------|-------|-------|--------|
| 六神        | 营业收入    | 1231 | 1354  | 1476  | 1609   |
|           | yoy     | 8.0% | 10%   | 9%    | 9%     |
|           | 营业利润    | 554  | 609   | 664   | 724    |
|           | 毛利率     | 45%  | 45%   | 45%   | 45%    |
| 佰草集       | 营业收入    | 506  | 734   | 1064  | 1543   |
|           | yoy     | 45%  | 45%   | 45%   | 45%    |
|           | 营业利润    | 380  | 550   | 798   | 1157   |
|           | 毛利率     | 75%  | 75%   | 75%   | 75%    |
| 美加净       | 营业收入    | 271  | 298   | 324   | 354    |
|           | yoy     | 10%  | 10%   | 9%    | 9%     |
|           | 营业利润    | 135  | 149   | 162   | 177    |
|           | 毛利率     | 50%  | 50%   | 50%   | 50%    |
| 清妃+高夫     | 营业收入    | 158  | 196   | 248   | 318    |
|           | yoy     | 14%  | 24%   | 26%   | 28%    |
|           | 营业利润    | 95   | 118   | 149   | 191    |
|           | 毛利率     | 60%  | 60%   | 60%   | 60%    |
| Adidas 代理 | 营业收入    | 150  | 180   | 207   | 238    |
|           | yoy     | -21% | 20%   | 15%   | 15%    |
|           | 营业利润    | 45   | 54    | 62.1  | 71.415 |
|           | 毛利率     | 30%  | 30%   | 30%   | 30%    |
| 可采（51%股权） | 营业收入    | 60   | 70    | 75.60 | 81.65  |
|           | 权益比例    |      |       |       |        |
|           | 51% yoy | -25% | 17%   | 8%    | 8%     |
|           | 营业利润    | 40   | 47    | 51    | 55     |
|           | 权益营业利润  | 21   | 24    | 26    | 28     |
| 家安        | 营业收入    | 30   | 45    | 67.5  | 101.25 |
|           | yoy     | 88%  | 50%   | 50%   | 50%    |
|           | 营业利润    | 21   | 29    | 44    | 66     |
|           | 毛利率     | 70%  | 65%   | 65%   | 65%    |
| 业务合计      | 营业收入    | 2620 | 3091  | 3677  | 4458   |
|           | yoy     | 5%   | 18%   | 19%   | 21%    |

|       |         |          |         |         |
|-------|---------|----------|---------|---------|
| 营业利润  | 1334.08 | 1620.697 | 1993.99 | 2504.77 |
| yoy   | 4%      | 21%      | 23%     | 26%     |
| 综合毛利率 | 51%     | 52%      | 54%     | 56%     |

家化旗下品牌梯队建设较好，明星品种佰草集未来继续高速增长，六神则继续稳定增长，高夫、家安等新品牌逐步进入收获期，预计 10~12 年EPS分别为 0.8、1.1 和 1.55 元，未来三年复合增长 40%。我们参考家化历史市盈率，中值在 44 倍，33 倍以下为底部区域，目前股价对应 10 年PE为 41 倍，11 年PE为 30 倍，我们认为，家化是国内日化行业唯一能与外资知名品牌在各细分领域竞争的龙头企业，历史业绩保持了 40%以上的复合增长，我们给予家化 12 个月目标价格 44-48 元，给予中长期“推荐”的投资评级。

图1: 历史市盈率水平:



资料来源: 国联证券研究所

**资产负债表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1299 | 1647  | 2213  | 2978  |
| 现金             | 701  | 952   | 1406  | 1997  |
| 应收账款           | 263  | 280   | 331   | 412   |
| 其他应收款          | 17   | 39    | 36    | 45    |
| 预付账款           | 10   | 19    | 17    | 21    |
| 存货             | 268  | 313   | 371   | 442   |
| 其他流动资产         | 41   | 44    | 52    | 62    |
| <b>非流动资产</b>   | 564  | 538   | 508   | 472   |
| 长期投资           | 164  | 186   | 182   | 180   |
| 固定资产           | 262  | 281   | 292   | 295   |
| 无形资产           | 23   | 17    | 11    | 4     |
| 其他非流动资产        | 115  | 54    | 24    | -7    |
| <b>资产总计</b>    | 1864 | 2185  | 2721  | 3450  |
| <b>流动负债</b>    | 489  | 582   | 641   | 701   |
| 短期借款           | 12   | 73    | 58    | 55    |
| 应付账款           | 295  | 330   | 397   | 452   |
| 其他流动负债         | 183  | 178   | 186   | 194   |
| <b>非流动负债</b>   | 6    | 5     | 5     | 5     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 6    | 5     | 5     | 5     |
| <b>负债合计</b>    | 495  | 587   | 646   | 707   |
| 少数股东权益         | 49   | 56    | 65    | 79    |
| 股本             | 326  | 423   | 423   | 423   |
| 资本公积           | 355  | 355   | 355   | 355   |
| 留存收益           | 640  | 766   | 1233  | 1888  |
| 归属母公司股东权益      | 1320 | 1543  | 2010  | 2665  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1864 | 2185  | 2721  | 3450  |

**现金流量表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 452  | 287   | 460   | 544   |
| 净利润            | 239  | 344   | 477   | 669   |
| 折旧摊销           | 93   | 78    | 86    | 95    |
| 财务费用           | 2    | -31   | -44   | -66   |
| 投资损失           | -22  | -43   | -56   | -73   |
| 营运资金变动         | 48   | -39   | -12   | -95   |
| 其他经营现金流        | 91   | -21   | 10    | 15    |
| <b>投资活动现金流</b> | -89  | -15   | -35   | -17   |
| 资本支出           | 79   | 60    | 60    | 60    |
| 长期投资           | -25  | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -34  | 45    | 25    | 43    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -141 | -21   | 28    | 64    |

**利润表**

单位: 百万元

| 会计年度            | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2697 | 3091  | 3677  | 4458  |
| 营业成本            | 1215 | 1470  | 1683  | 1953  |
| 营业税金及附加         | 24   | 29    | 35    | 42    |
| 营业费用            | 819  | 927   | 1103  | 1337  |
| 管理费用            | 315  | 325   | 386   | 468   |
| 财务费用            | 2    | -31   | -44   | -66   |
| 资产减值损失          | 58   | 10    | 10    | 10    |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 22   | 43    | 56    | 73    |
| <b>营业利润</b>     | 286  | 404   | 561   | 787   |
| 营业外收入           | 11   | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 2    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 295  | 404   | 561   | 787   |
| 所得税             | 56   | 61    | 84    | 118   |
| <b>净利润</b>      | 239  | 344   | 477   | 669   |
| 少数股东损益          | 6    | 7     | 10    | 13    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 233  | 337   | 467   | 656   |
| EBITDA          | 381  | 451   | 603   | 816   |
| EPS (元)         | 0.72 | 0.80  | 1.10  | 1.55  |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E  |
|----------------|-------|--------|-------|--------|
| <b>成长能力</b>    |       |        |       |        |
| 营业收入           | 8.2%  | 14.6%  | 18.9% | 21.3%  |
| 营业利润           | 28.3% | 41.5%  | 38.7% | 40.4%  |
| 归属于母公司净利润      | 26.1% | 44.3%  | 38.7% | 40.4%  |
| <b>获利能力</b>    |       |        |       |        |
| 毛利率(%)         | 55.0% | 52.4%  | 54.2% | 56.2%  |
| 净利率(%)         | 8.6%  | 10.9%  | 12.7% | 14.7%  |
| ROE(%)         | 17.7% | 21.8%  | 23.2% | 24.6%  |
| ROIC(%)        | 46.6% | 61.9%  | 90.0% | 114.9% |
| <b>偿债能力</b>    |       |        |       |        |
| 资产负债率(%)       | 26.6% | 26.8%  | 23.8% | 20.5%  |
| 净负债比率(%)       | 2.42% | 12.45% | 8.93% | 7.81%  |
| 流动比率           | 2.65  | 2.83   | 3.45  | 4.25   |
| 速动比率           | 2.08  | 2.28   | 2.85  | 3.59   |
| <b>营运能力</b>    |       |        |       |        |
| 总资产周转率         | 1.52  | 1.53   | 1.50  | 1.44   |
| 应收账款周转率        | 10    | 10     | 11    | 11     |
| 应付账款周转率        | 4.32  | 4.70   | 4.62  | 4.60   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |        |       |        |
| 每股收益(最新摊)      | 0.55  | 0.80   | 1.10  | 1.55   |

|         |     |      |     |     |           |       |       |       |       |
|---------|-----|------|-----|-----|-----------|-------|-------|-------|-------|
|         |     |      |     |     | 薄)        |       |       |       |       |
|         |     |      |     |     | 每股经营现金流(最 |       |       |       |       |
| 短期借款    | -91 | 61   | -15 | -2  | 新摊薄)      | 1.07  | 0.68  | 1.09  | 1.29  |
|         |     |      |     |     | 每股净资产(最新摊 |       |       |       |       |
| 长期借款    | 0   | 0    | 0   | 0   | 薄)        | 3.12  | 3.64  | 4.75  | 6.30  |
| 普通股增加   | 109 | 98   | 0   | 0   | 估值比率      |       |       |       |       |
| 资本公积增加  | -75 | 0    | 0   | 0   | P/E       | 59.88 | 41.49 | 29.91 | 21.31 |
| 其他筹资现金流 | -84 | -180 | 44  | 66  | P/B       | 10.59 | 9.06  | 6.95  | 5.24  |
| 现金净增加额  | 222 | 251  | 454 | 591 | EV/EBITDA | 35    | 29    | 22    | 16    |

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

| 类别         | 级别   | 定义                                |
|------------|------|-----------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上           |
|            | 推荐   | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上           |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上            |
|            | 观望   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10% |
|            | 卖出   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上         |
| 行业<br>投资评级 | 优异   | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘                 |
|            | 中性   | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平                |
|            | 落后   | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘                 |

### 免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我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和询价。我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。我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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。