



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月15日

化工

研究部

高峰

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210070001
gaozheng@cicc.com.cn

维持审慎推荐

上海家化 (600315.SH)

上半年业绩符合预期, 改制有望取得突破

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,493	2,697	3,094	3,562	4,148
(+/-)	10%	8%	15%	15%	16%
毛利	1,256	1,458	1,670	2,037	2,427
(+/-)	24%	16%	15%	22%	19%
净利润	185	233	276	423	543
(+/-)	40%	26%	18%	53%	28%
每股盈利(元)	0.44	0.55	0.65	1.00	1.28
(+/-)	40%	26%	18%	53%	28%
市盈率	84.9	67.3	57.0	37.2	29.0
市净率	5.9	9.2	10.5	8.8	7.2
EV/EBITDA	22.6	30.2	48.6	34.6	26.3
净资产收益率	16.9%	17.7%	18.4%	23.6%	25.0%
ROCE	16.1%	17.0%	18.1%	23.2%	24.5%
现金分红收益率	0.5%	0.4%	0.8%	0.7%	0.8%
每股经营现金流(元)	1.88	1.39	0.78	0.82	1.02
股价/经营现金流	19.74	26.75	47.79	45.25	36.52

股票信息

A股	
股票代码	600315 CH
当前股价	人民币 37.13
日成交量(百万股)	0.00
52周最高价/最低价	人民币 41.69/34
发行股数(百万股)	423.00
总市值(百万元)	15705.99
流通股(百万股)	415.00
主要股东(持股比例)	上海家化(集团)有限公司(28.38%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600315.CH]	+0.00	+0.00	+0.00	+0.00
[上证综合指数]	-1.26	-7.48	-10.05	-7.63

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

¹报告贡献人: 王子欣

2011 年中报符合预期:

上海家化公布了 2011 年上半年业绩, 实现销售收入 19.22 亿元, 同比增长 21.9%, 主营业务利润 2.66 亿元, 实现净利润 2.05 亿元, 同比增长 30%, 合每股收益 0.49 元, 符合我们预期。

正面:

- ▶ 今年公司加大了对成本的控制力度, 通过对采购成本的分类核算和管理、技术改造和生产效率提高等, 整体毛利率水平同比提高了约 2%。
- ▶ 六神去年由于入夏较晚增速较低, 今年上半年六神呈现了恢复性增长的势头, 销售增速在 15% 左右。
- ▶ 今年佰草集新开店数已超过 100 家, 门店总数已突破 1000 家。上半年增速在 35% 左右, 下半年随着成熟门店增加所带来的 15% 以上的内生增长, 以及佰草集新品的不断推出, 预计全年收入增速将达到 40% 左右。
- ▶ 美加净上半年增速达到 50% 以上, 去年公司对新产品研发做了较多的投入, 增速大幅超出市场预期。美加净产品旺季主要在秋冬季, 预计下半年有望保持较快增速。
- ▶ 高夫通过增加投入, 以及渠道的整合, 上半年增速达到 60% 以上。男士化妆品行业仍然处于快速发展, 预计全年增速有望保持在 50 - 60%。

中性:

- ▶ 家安品牌收入小幅增长, 今年主打营销, 对渠道投入较大, 未来随着认知度的提高, 品牌增速有望加快。
- ▶ 可采收入基本同去年持平, 未来增长尚需等待。

负面:

- ▶ 清妃品牌收入仍小幅下滑, 未来将转向电子商务领域拓展。

估值与建议:

我们维持公司 2011 和 2012 年的盈利预测不变为 1.00 和 1.28 元。目前股价对应 2010 和 2011 年市盈率分别为 37x 和 29x, 维持审慎推荐。下半年公司国有股权改制有望完成, 新的股权激励机制或将推出, 公司品牌管理和经营能力将得到加强, 未来发展提速值得期待。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

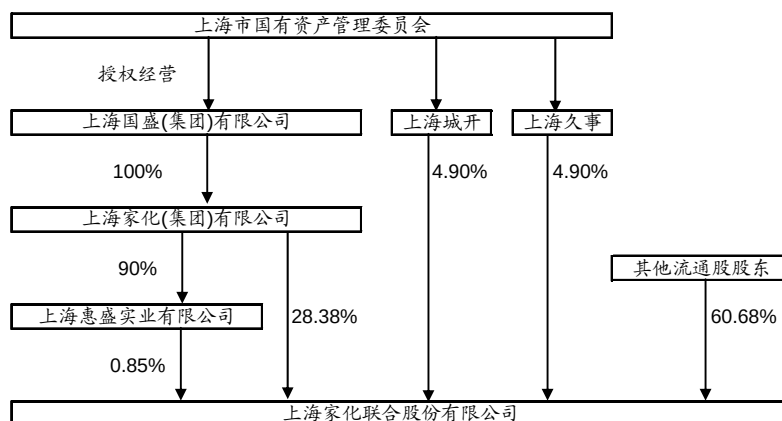
图表 1：公司季度财务数据

(百万元)	季度数据							
	2010 1Q	2010 2Q	2010 3Q	2010 4Q	2011 1Q	2011 2Q	QoQ	YoY
营业收入	668	909	853	664	844	1,079	27.9%	18.6%
营业成本	343	405	388	263	427	461	8.0%	13.7%
营业税金	6	8	6	6	9	11	22.5%	46.0%
毛利	320	497	459	395	408	607	48.7%	22.2%
营业费用	204	319	344	210	270	379	40.7%	19.1%
管理费用	73	65	74	89	81	75	-7.2%	14.4%
财务费用	-0	-2	-1	-2	-3	-2	-31.0%	13.6%
资产减值损失	5	4	-4	89	4	-10	n.m.	n.m.
营业利润	38	110	46	9	57	165	189.3%	49.7%
投资收益	11	12	7	59	23	21	-11.6%	64.4%
营业外收入	1	4	2	4	1	3	275.5%	-23.5%
营业外支出	0	0	0	0	0	0	21.9%	160.6%
营业外收支净额	1	3	2	4	0	2	522.2%	-32.6%
税前利润	50	126	55	72	81	188	133.0%	48.9%
所得税	8	15	4	26	19	43	124.6%	187.2%
少数股东损益	-5	-2	2	-21	1	-3	n.m.	35.5%
净利润	47	113	50	66	60	147	144.4%	30.2%
总股本（百万股）	423	423	423	423	423	423	0.0%	0.0%
每股收益（元）	0.11	0.27	0.12	0.16	0.14	0.35	144.4%	30.2%

财务比率	2010 1Q	2010 2Q	2010 3Q	2010 4Q	2011 1Q	2011 2Q	QoQ	YoY
毛利率	48.7%	55.4%	54.5%	60.4%	49.4%	57.3%	15.9%	3.3%
营业利润率	5.7%	12.1%	5.4%	1.4%	6.8%	15.3%	126.3%	26.2%
净利润率	7.0%	12.4%	5.8%	10.0%	7.1%	13.6%	91.2%	9.8%
营业费用率	30.5%	35.0%	40.3%	31.6%	32.0%	35.2%	10.1%	0.4%
管理费用率	11.0%	7.2%	8.6%	13.4%	9.6%	6.9%	-27.4%	-3.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

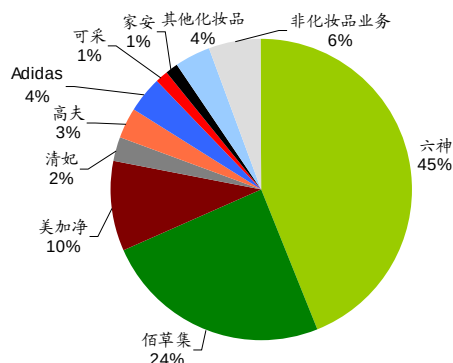
图表 2：公司改制后股权结构图



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：上海家化主要品牌及其定位（左图）；上海家化 2010 年品牌销售分布（右图）

品牌	定位
六神	中低档清洁护理
佰草集	中高档个人护理
美加净	中低档个人护理
清妃	中档个人护理
高夫	中档男士个人护理
可采	中药面膜护理
家安	家庭清洁护理
Cocool	年轻彩妆系列
双妹	高端个人护理
玉泽	彩妆系列
Adidas	代工、代销个人护理用品及香水系列，已终止合作



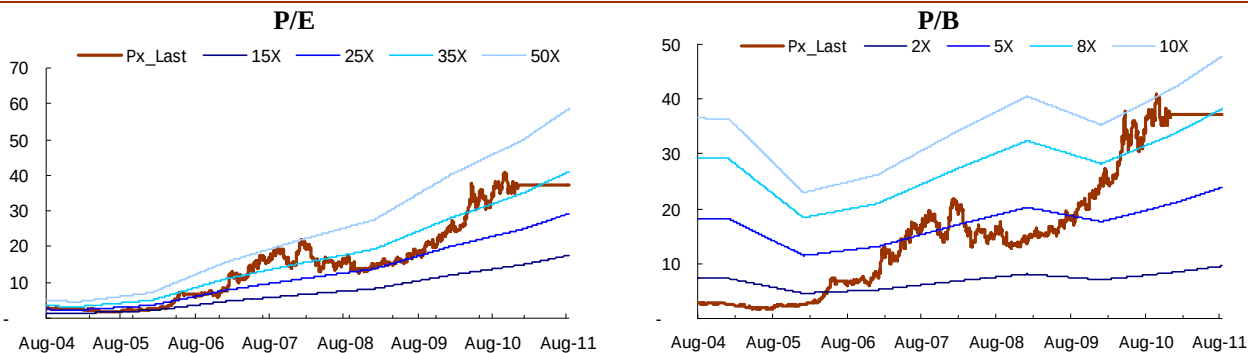
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4: 公司历史及未来财务数据

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	2,493	2,697	3,094	3,562	4,148
主营业务利润	1,256	1,458	1,670	2,037	2,427
营业费用	759	819	1,076	1,236	1,439
管理费用	268	315	301	392	456
财务费用	10	2	-5	-1	-1
营业利润	223	286	292	499	643
所得税	44	56	53	76	98
净利润	185	233	276	423	543
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	330	452	329	347	430
投资活动现金流净额	-106	-89	-144	78	-28
融资活动现金流净额	-82	-141	-116	-120	-127
货币资金增加额	142	222	68	304	272
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,095	1,299	1,435	1,838	2,236
固定资产	314	293	258	377	458
流动负债	536	489	600	641	746
长期负债	5	6	4	4	4
股东权益	1,096	1,320	1,497	1,788	2,168
总资产	1,686	1,864	2,122	2,465	2,962
财务指标					
主营业务利润率	50.4%	54.1%	54.0%	57.2%	58.5%
息税前利润率	9.2%	12.0%	9.5%	11.5%	12.8%
净利润率	7.4%	8.6%	8.9%	11.9%	13.1%
净资产收益率	16.9%	17.7%	18.4%	23.6%	25.0%
总资产收益率	11.0%	12.5%	13.0%	17.1%	18.3%
总资产负债率	32.1%	26.6%	28.5%	26.2%	25.3%
净资产负债率	49.4%	37.5%	40.4%	36.1%	34.6%
流动比率	2.0	2.7	2.4	2.9	3.0
速动比率	1.4	2.1	1.9	2.3	2.4
应收帐款周转期	40.0	43.3	39.9	39.9	39.9
存货周转期	48.3	35.8	36.9	36.9	36.9
分红比例	14.0%	25.4%	38.4%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

错误! 文件名无效。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED