

上海家化进入“改制后”时期

研究结论

- 公司近期公告，根据上海家化（集团）有限公司整体改制进程，上海家化（集团）有限公司已完成相关工商登记变更手续，标志着上海家化已顺利进入“改制后时期”。包括公司近期引入具有哈佛商学院背景和新加坡政府投资咨询公司（GIC）高管经历的方骅担任公司投资副总裁，改制后的上海家化逐步形成更为市场化的机制，吸引一流人才加盟。
- 美加净品牌受暖冬和内部供应链调整的短期影响，2011 年四季度销售增速有所放缓，但不改变我们坚定看好美加净品牌的发展前景。2011 年四季度受暖冬影响，低端化妆品受气温影响越大，AC-Nilson 数据表明细分市场（20 元/80 克）容量下降 10% 以上。此外，受公司供应链调整影响，11 月份起供应保障出现较大问题，也对终端销售有较大影响。我们认为公司在走出前期品牌形象模糊定位后，找到并坚持“天然成分、物超所值”的核心价值诉求，2010 年后推出的“新天然系列”非常成功，随着老产品占比逐年下降，美加净自身在跨季节、多品类、新人群、新渠道发展方面步子将会越走越稳，同时考虑到美加净在渠道分销的广度和深度方面还有很大的空间，我们坚定看好美加净的发展前景。
- 我们预计 2012 年六神品牌继续两位数增长，在占品牌生意 60% 的花露水强势类别持续增加市场份额，优势更为领先，而在沐浴露市场，六神品牌特色鲜明，我们预计将超越六神整体品牌增速发展。六神品牌围绕定位的两个基本点-夏季和中草药稳健发展，产品结构较竞争品牌丰富稳健，类别宽度足够，随着品牌力的增强，逐步享受品牌溢价。未来花露水及其延伸产品的看点在于人群的突破，渗透率的提升，成为居家必备产品，提升在年轻人中的接受度。我们认为 2012 年六神的看点在于宝宝系列的全国推广，如果天气因素正常，预计 2012 年将继续保持两位数增速。
- 我们预计高夫品牌 2011 年和 2012 年都将超过行业两倍以上增速，在高速成长的男士化妆品行业中，高夫作为第二集团的领军品牌，一方面享受着第一集团投入费用教育市场所带来的行业增速，另一方面又与第一集团三大品牌差距不大，而高夫的专业性更强，单品数最多。随着公司资源的倾斜、新产品的不断开发，我们看好高夫继续以高于行业的增速发展。2012 年高夫的重点在于单产提升，特别是 2011 年以来新进入渠道发挥效益，同时适当控制新开店节奏。需要特别指出的是，2011 年新进入铺货的 KA 渠道的单品数只有 13 个单品，占整体销售额比重并不是很高。
- 盈利预测与投资建议：目前在年报披露前公司顺利拿到高新技术企业资格复审通过的批文，影响 2011 年 EPS 的最主要风险因素尘埃落定。我们维持对 2011 年每股收益 0.91 元的预测，我们调整了部分收入和费用的假设，小幅下调 2012-2013 年每股收益至 1.30 元和 1.77 元（原先预测 2012-2013 年为 1.32 元和 1.83 元），维持公司“买入”评级。
- 投资风险：需关注期间费用变化、天气波动等因素对业绩的可能影响。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

联系人

朱元

8621-63325888 × 3207

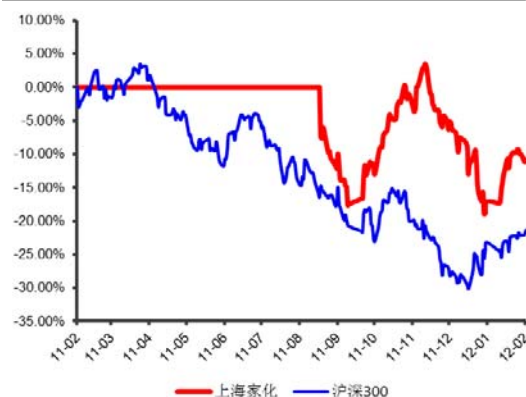
zhuyuan@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2012 年 2 月 21 日）	32.89 元
目标价格	47.00 元
总股本/流通 A 股（百万股）	423/419
A 股市值（亿元）	139
国家/地区	中国
行业	日常消费
报告发布日期	2012 年 2 月 22 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3094	3651	4324	5174
同比(%)	15%	18%	18%	20%
归属母公司净利润	276	385	549	750
同比(%)	18%	40%	43%	37%
毛利率(%)	54.8%	55.8%	58.3%	60.1%
ROE(%)	18.4%	21.7%	24.8%	26.6%
每股收益(元)	0.65	0.91	1.30	1.77
P/E (倍)	50.48	36.14	25.35	18.56
P/B (倍)	9.30	7.83	6.28	4.93
EV/EBITDA (倍)	36	25	18	13

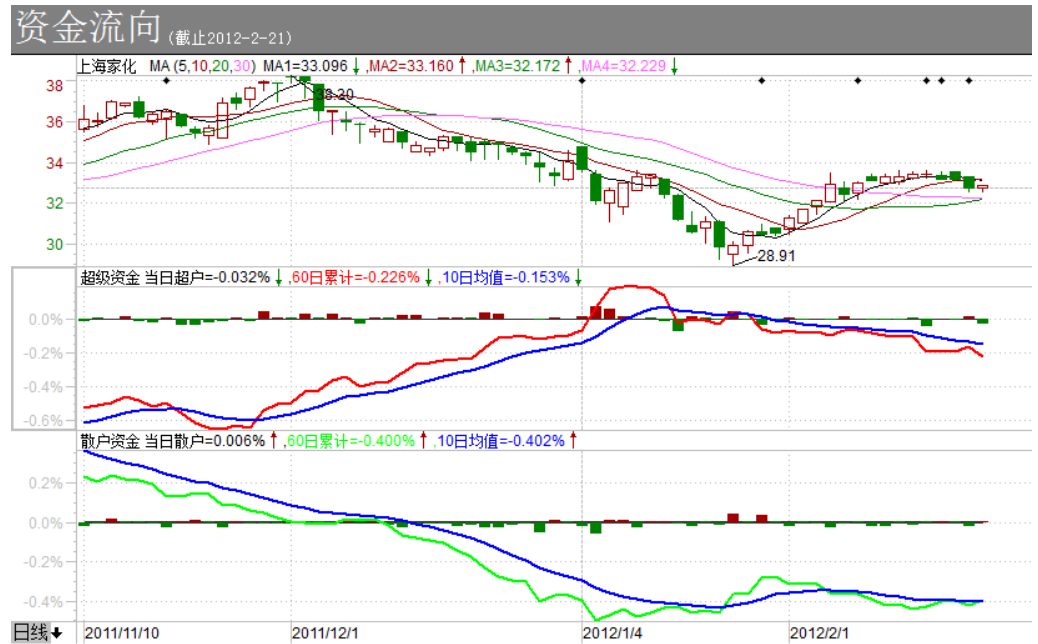
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析（上海家化（600315））

[illegible]

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn