



## 证券研究报告 - 调整目标价格

2013年8月28日

买入

24% ↑

目标价格: 人民币 70.00

原目标价格: 人民币 52.00

600315.CH

价格: 人民币 56.27

目标价格基础: 40 倍 14 年市盈率

板块评级: 中立

## 股价表现



	今年 至今 (%)	1 月 (%)			3 月 (%)		12 月 (%)	
		月	月	月	月	月	月	月
绝对	66	14	30	83				
相对新华富时 A50 指数	79	8	44	82				
发行股数(百万)	672							
流通股(%)	62							
流通股市值(人民币 百万)	38,478							
3个月日均交易额(人民币 百万)	171							
净负债比率(%) (2013E)								
主要股东(%)								
上海家化集团	38							

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年8月27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

## 更多新品推出助力未来增长

上海家化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，我们预计公司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35%以上。维持公司买入评级，目标价格上调至70.00元。

## 支撑评级的要点

- 2013上半年上海家化实现销售收入27.5亿元，净利4.9亿元，同比分别增长17%和36%，而扣非后的净利同比增长达到57%。公司净利大幅增长的主要驱动力来自于其中化妆品主业的健康增长。如果不考虑股权激励成本，公司实际净利增长超过50%。
- 另外从公司资产负债表和现金流来看，其盈利增长仍然很健康，经营活动净现金流达到5.8亿元，高于净利4.9亿元。其应收款增速低于收入增速，账面货币资金已达到13.5亿元，占到总资产32%。
- 2013年8月6日，公司推出了佰草集太极丹系列、玉泽清痘调护系列、婴童品牌启初、化妆品专营店品牌恒妍、电商品牌茶颜五大系列品牌新品，借助于这些新品的推出，加之公司原有六神、佰草集、美加净、高夫品牌的健康发展，我们预计公司未来增长依然强劲。

## 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。
- 公司高管和大股东在业务经营和管理理念上是否一致的风险。

## 估值

- 按照2014年每股收益1.74元，给予公司40倍预期市盈率，目标价由52.00元上调至70.00元。维持买入评级。

## 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	7,001	8,611
变动(%)	16	26	27	22	23
净利润(人民币 百万)	362	615	864	1,167	1,490
全面摊薄每股收益(人民币)	0.856	1.371	1.284	1.735	2.216
变动(%)	31.4	60.1	(6.3)	35.1	27.7
市场共识预测每股收益(人民币)			1.333	1.768	2.426
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.514		
调整幅度(%)	-	-	(15.2)		
核心每股收益(人民币)	0.856	1.371	1.284	1.735	2.216
变动(%)	31.4	60.1	(6.3)	35.1	27.7
全面摊薄市盈率(倍)	66.8	41.7	44.5	33.0	25.8
核心市盈率(倍)	66.8	41.7	44.5	33.0	25.8
每股现金流量(人民币)	0.48	1.55	0.75	1.35	1.71
价格/每股现金流量(倍)	118.7	36.9	76.4	42.5	33.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.0	37.1	37.7	28.7	22.0
每股股息(人民币)	0.400	0.420	0.450	0.450	1.450
股息率(%)	0.7	0.7	0.8	0.8	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 估值

上海家化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，我们预计公司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 35%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 2014 年每股收益 1.74 元，给予其 40 倍预期市盈率，目标价由 52.00 元上调至 70.00 元。

## 2013 上半年净利同比增长 36%

2013 上半年上海家化实现销售收入 27.5 亿元，净利 4.9 亿元，同比分别增长 17% 和 36%，而扣非后的净利同比增长达到 57%。公司净利大幅增长的主要驱动力来自于其中化妆品主业的健康增长，主业收入增长 17%左右，分品牌看，六神系列增速超过 11%，美加净 30%，佰草集 24%左右，而代理花王品牌收入增速更是高达 60%。同时由于其高毛利产品在销售收入比重持续提高，使得报告期内公司主营毛利率同比提高 3 个百分点至 56.5%，拉动其主营利润增速达到 24%，高于收入增长。从期间费用看，公司的销售费用控制较好，仅增长 3%，而管理费用由于包含股权激励费用的 8,900 万元，使得其大幅增长 54%，如果不考虑股权激励成本，公司实际净利增长超过 50%。

另外从公司资产负债表和现金流来看，其盈利增长仍然很健康，经营活动净现金流达到 5.8 亿元，高于净利 4.9 亿元。其应收款增速低于收入增速，账面货币资金已达到 13.5 亿元，占到总资产 32%。健康的财务状况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。

图表 1.公司 2013 上半年业绩摘要

(人民币，百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变动(%)
营业额	2,339	2,747	17
销售税金	(22)	(23)	7
净销售额	2,317	2,724	18
销售成本	(1,068)	(1,171)	10
毛利润	1,250	1,553	24
销售费用	(705)	(727)	3
管理费用	(188)	(290)	54
经营利润	357	535	50
投资收益	108	68	(37)
财务费用	7	8	19
资产减值	(9)	(16)	77
其它	6	3	(56)
税前利润	468	598	28
所得税	(107)	(109)	2
少数股东权益	(1)	0	(116)
净利润	360	490	36
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	53.4	56.5	
经营利润率	15.2	19.5	
净利率	15.4	17.8	

资料来源：公司数据

### 新品推出提供新的增长动力

2013年8月6日，上海家化举办了“中国美丽，中国创造”2013品牌战略发布会，推出了佰草集太极丹系列、玉泽清痘调护系列、婴童品牌启初、化妆品专营店品牌恒妍、电商品牌茶颜五大系列品牌新品，进一步完善了公司金字塔形品牌体系，并且渗透进入婴童、化妆品专营店、电商等公司原来空白领域，代表其在国内化妆品市场的全面发力。

借助于这些新品的推出，加之公司原有六神、佰草集、美加净、高夫品牌的健康发展，即便将股权激励费用考虑在内，我们预计2013和2014年其净利润分别增长40%和35%，公司未来增长依然强劲。

**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	7,001	8,611
销售成本	(1,556)	(2,069)	(2,522)	(2,975)	(3,634)
经营费用	(1,572)	(1,779)	(2,235)	(2,771)	(3,386)
息税折旧前利润	449	657	974	1,255	1,592
折旧及摊销	(104)	(119)	(130)	(142)	(149)
经营利润(息税前利润)	345	537	844	1,113	1,443
净利润收入/(费用)	11	17	40	60	60
其他收益/(损失)	98	169	140	210	260
税前利润	454	723	1,024	1,383	1,763
所得税	(87)	(95)	(154)	(208)	(264)
少数股东权益	(4)	(13)	(7)	(9)	(8)
净利润	362	615	864	1,167	1,490
核心净利润	362	615	864	1,167	1,490
每股收益(人民币)	0.856	1.371	1.284	1.735	2.216
核心每股收益(人民币)	0.856	1.371	1.284	1.735	2.216
每股股息(人民币)	0.400	0.420	0.450	0.450	1.450
收入增长(%)	16	26	27	22	23
息税前利润增长(%)	18	56	57	32	30
息税折旧前利润增长(%)	16	46	48	29	27
每股收益增长(%)	31	60	(6)	35	28
核心每股收益增长(%)	31	60	(6)	35	28

**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	1,024	1,383	1,763
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	(307)	(152)	(187)
税金	(87)	(95)	(154)	(208)	(264)
其他经营现金流	(89)	(168)	(150)	(200)	(250)
经营活动产生的现金流	204	695	504	905	1,150
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	190	260	310
投资活动产生的现金流	4	51	90	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)	(303)	(303)
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)	(303)	(303)
现金变动	103	457	416	763	1,057
期初现金	768	872	1,329	1,744	2,507
公司自由现金流	208	746	594	1,065	1,360
权益自由现金流	194	746	604	1,065	1,360

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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	1,744	2,507	3,564
应收账款	445	439	814	994	1,223
库存	399	375	661	779	953
其他流动资产	53	54	60	83	148
流动资产总计	1,767	2,197	3,278	4,363	5,888
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	856
长期资产总计	779	1,450	1,438	1,452	1,317
总资产	2,546	3,647	4,717	5,815	7,205
应付帐款	359	464	817	963	1,178
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	1,338	1,688	2,488
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	11	5	5	5
股本	423	448	672	672	672
储备	1,336	2,262	2,676	3,424	4,015
股东权益	1,759	2,710	3,349	4,096	4,687
少数股东权益	23	21	25	25	25
总负债及权益	2,546	3,647	4,717	5,815	7,205
每股帐面价值(人民币)	4.16	6.05	4.98	6.09	6.97
每股有形资产(人民币)	4.16	6.05	4.98	6.09	6.97
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.06)	(2.96)	(2.58)	(3.71)	(5.28)

**主要比率**

年结日：12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.5	14.6	17.0	17.9	18.5
息税前利润率(%)	9.6	11.9	14.7	15.9	16.8
税前利润率(%)	12.7	16.1	17.9	19.8	20.5
净利率(%)	10.1	13.6	15.1	16.7	17.3
<b>流动性</b>					
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					
速动比率(倍)	1.8	2.0	2.0	2.1	2.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	66.8	41.7	44.5	33.0	25.8
核心业务市盈率(倍)	66.8	41.7	44.5	33.0	25.8
目标价对应核心业务市	60.7	37.9	40.5	30.0	23.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	13.8	9.5	11.5	9.4	8.2
价格/现金流(倍)	118.7	36.9	76.4	42.5	33.5
企业价值/息税折旧前利	52.0	37.1	37.7	28.7	22.0
润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	84.0	31.3	33.0	37.5	36.7
应收帐款周转天数	38.1	35.8	39.9	47.1	47.0
应付帐款周转天数	33.7	33.3	40.8	46.4	45.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	46.7	30.6	35.0	25.9	65.4
净资产收益率(%)	22.3	27.5	28.5	31.3	33.9
资产收益率(%)	11.9	15.1	17.2	18.0	18.8
已运用资本收益率(%)	20.8	23.8	27.6	29.6	32.6

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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、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。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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