

上海家化 (600315.SH) 个人用品行业

评级：买入 维持评级

公司点评

廖德高

联系人 15914005033
liaodegao@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

大股东溢价增持，夯实长期发展基础；

事件

11月1日，上海家化发布公告，上海太富祥尔股权投资基金(中国平安间接控股)向除上海家化集团及上海惠盛以外的上海家化股东发出部分收购要约。本次要约收购股份数量为 208,949,954 股，占公司总股本的 31%，要约收购价格为 40.00 元/股（比现价 34.46 元溢价 16%），要约收购所需最高资金总额为人民币 8,357,998,160 元。

评论

通过此次要约收购，进一步巩固中国平安的控股地位：本次要约收购前，收购人的关联方平安人寿以协议收购方式通过上海家化集团持有上海家化股份 182,449,233 股，占公司总股本的 27.07%，与上海惠盛合并持有上海家化股份 187,865,810 股，占公司总股本的 27.87%。本次要约收购期限届满后，收购人及其关联方最多合并持有上海家化 58.87% 的股份（396,815,764 股）。

该事件对于上海家化的长期稳定发展具有积极正面意义：中国平安表示，作为长期投资的代表，此次增持中国最大的日化及化妆品本土企业，一是看好日化行业，二是看好上海家化该中国传统民族品牌未来、支持公司长期发展。此次要约收购将大幅增强大股东的实际控制力，我们认为上海家化长期持续发展的基础已经逐步夯实，期待全公司各层级员工形成合力，朝战略目标稳步迈进。

看好以上海家化的业务增长前景：从渠道上看，由于化妆品行业正朝全渠道融合的方向发展，我们认为以上海家化为代表的渠道控制力强，具备供应链整合能力的大型化妆品企业将更具竞争优势。从品牌上看，具有百年历史的上海家化拥有“佰草集”、“六神”、“美加净”、“高夫”、“启初”等众多明星品牌，是国内日化行业中少有能与国际第一梯队展开全方位竞争的本土企业。近两年来，上海家化大部分品牌的市场占有率都处于稳步提升态势。内部企业文化融合的障碍扫除之后，我们坚定看好上海家化未来的业务增长前景。

投资建议

维持“买入”评级，目标价位 44-45 元。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,999	4,469	5,335	5,969	6,727	7,627
增长率		11.7%	19.4%	11.9%	12.7%	13.4%
主营业务成本	-1,530	-1,655	-2,037	-2,285	-2,640	-3,057
%销售收入	38.3%	37.0%	38.2%	38.3%	39.2%	40.1%
毛利	2,469	2,813	3,298	3,684	4,087	4,570
%销售收入	61.7%	63.0%	61.8%	61.7%	60.8%	59.9%
营业税金及附加	-43	-42	-49	-55	-62	-70
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-1,380	-1,438	-1,747	-1,850	-2,085	-2,364
%销售收入	34.5%	32.2%	32.8%	31.0%	31.0%	31.0%
管理费用	-503	-572	-612	-657	-740	-839
%销售收入	12.6%	12.8%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	544	760	890	1,122	1,200	1,296
%销售收入	13.6%	17.0%	16.7%	18.8%	17.8%	17.0%
财务费用	17	23	25	69	85	90
%销售收入	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-1.2%	-1.3%	-1.2%
资产减值损失	-13	-9	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	168	162	226	30	60	100
%税前利润	23.0%	16.8%	19.8%	2.4%	4.4%	6.6%
营业利润	716	936	1,123	1,220	1,344	1,486
%营业利润率	17.9%	20.9%	21.1%	20.4%	20.0%	19.5%
营业外收支	14	25	19	24	18	18
税前利润	730	961	1,142	1,244	1,362	1,504
利润率	18.3%	21.5%	21.4%	20.8%	20.3%	19.7%
所得税	-95	-141	-235	-249	-272	-301
%所得税率	13.0%	14.7%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	635	820	908	996	1,090	1,203
少数股东损益	13	20	10	10	10	10
归属于母公司的净利润	621	800	898	986	1,080	1,193
净利率	15.5%	17.9%	16.8%	16.5%	16.1%	15.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	628	820	908	996	1,090	1,203
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	117	110	117	67	65	69
非经营收益	-178	-203	-150	-50	-78	-118
营运资金变动	266	116	256	500	30	36
经营活动现金净流	833	843	1,130	1,513	1,106	1,189
资本开支	-132	-157	-97	-376	-482	-384
投资	-6	282	807	300	-40	-80
其他	-476	-438	-565	30	60	100
投资活动现金净流	-614	-313	144	-46	-462	-364
股权募资	416	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-88	0	1
其他	-178	-311	-373	-14	-464	-524
筹资活动现金净流	238	-311	-373	-102	-464	-523
现金净流量	457	219	901	1,365	180	301

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,329	1,733	2,634	3,999	4,179	4,480
应收款项	477	460	568	622	714	826
存货	375	437	524	555	647	754
其他流动资产	17	655	537	25	28	33
流动资产	2,197	3,284	4,263	5,201	5,567	6,093
%总资产	60.2%	72.7%	77.0%	80.7%	76.4%	74.1%
长期投资	999	683	768	468	507	587
固定资产	227	263	244	659	1,112	1,458
%总资产	6.2%	5.8%	4.4%	10.2%	15.3%	17.7%
无形资产	170	201	198	115	98	86
非流动资产	1,450	1,236	1,270	1,244	1,719	2,133
%总资产	39.8%	27.3%	23.0%	19.3%	23.6%	25.9%
资产总计	3,647	4,520	5,534	6,444	7,287	8,226
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	741	903	1,345	1,389	1,571	1,790
其他流动负债	163	227	241	719	814	901
流动负债	905	1,130	1,586	2,107	2,384	2,691
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	11	25	142	0	0	0
负债	915	1,155	1,728	2,107	2,384	2,692
普通股股东权益	2,710	3,325	3,805	4,327	4,883	5,505
少数股东权益	21	40	0	10	20	29
负债股东权益合计	3,647	4,520	5,534	6,444	7,287	8,226

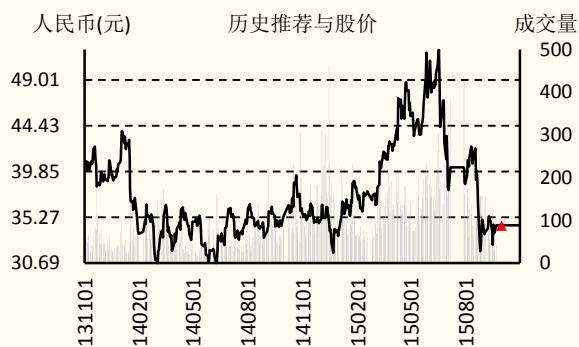
比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	1.386	1.190	1.335	1.466	1.607	1.775
每股净资产	6.045	4.945	5.659	6.435	7.262	8.187
每股经营现金净流	1.858	1.530	1.680	2.250	1.646	1.769
每股股利	0.700	0.510	0.610	0.690	0.780	0.850
回报率						
净资产收益率	22.93%	24.06%	23.60%	22.79%	22.13%	21.68%
总资产收益率	17.04%	17.70%	16.23%	15.30%	14.83%	14.51%
投入资本收益率	17.26%	19.22%	18.31%	20.69%	19.58%	18.74%
增长率						
主营业务收入增长率	11.81%	11.74%	19.38%	11.89%	12.69%	13.38%
EBIT 增长率	58.33%	39.79%	17.01%	26.11%	6.96%	8.03%
净利润增长率	72.59%	28.76%	12.22%	9.80%	9.58%	10.46%
总资产增长率	43.20%	23.95%	22.42%	16.46%	13.07%	12.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.5	35.0	32.8	35.4	36.2	37.0
存货周转天数	92.3	89.5	86.1	88.7	89.4	90.0
应付账款周转天数	98.2	92.3	77.8	74.5	72.0	70.2
固定资产周转天数	19.8	17.7	14.8	10.0	9.0	8.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.64%	-51.50%	-69.21%	-92.20%	-85.24%	-80.94%
EBIT 利息保障倍数	-31.4	-33.6	-36.3	-16.3	-14.2	-14.5
资产负债率	25.10%	25.55%	31.23%	32.70%	32.72%	32.72%

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-09-30	买入	34.46	44.00~45.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD