

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	货币资金	2012	2013	2014	2015E	2016E	
增长率	3,999	4,469	5,335	5,969	6,727	7,627	应收账款	1,329	1,733	2,634	3,999	4,179	
主营业务成本	11.7%	19.4%	11.9%	12.7%	13.4%		存货	477	460	568	622	714	
%销售收入	-1,530	-1,655	-2,037	-2,285	-2,640	-3,057	其他流动资产	375	437	524	555	647	
毛利	38.3%	37.0%	38.2%	38.3%	39.2%	40.1%	流动资产	17	655	537	25	28	
%销售收入	2,469	2,813	3,298	3,684	4,087	4,570	%总资产	2,197	3,284	4,263	5,201	5,567	
营业税金及附加	61.7%	63.0%	61.8%	61.7%	60.8%	59.9%	长期投资	60.2%	72.7%	77.0%	80.7%	76.4%	
%销售收入	-43	-42	-49	-55	-62	-70	固定资产	999	683	768	468	507	
营业费用	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	%总资产	227	263	244	659	1,112	
%销售收入	-1,380	-1,438	-1,747	-1,850	-2,085	-2,364	无形资产	6.2%	5.8%	4.4%	10.2%	15.3%	
管理费用	34.5%	32.2%	32.8%	31.0%	31.0%	31.0%	非流动资产	170	201	198	115	98	
%销售收入	-503	-572	-612	-657	-740	-839	%总资产	1,450	1,236	1,270	1,244	1,719	
销售费用	12.6%	12.8%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%	资产总计	39.8%	27.3%	23.0%	19.3%	23.6%	
%销售收入	544	760	890	1,122	1,200	1,296	负债总计	3,647	4,520	5,534	6,444	7,287	
息税前利润 (EBIT)	13.6%	17.0%	16.7%	18.8%	17.8%	17.0%	短期借款	60.2%	72.7%	77.0%	80.7%	76.4%	
%销售收入	17	23	25	69	85	90	应付账款	0	0	0	0	0	
财务费用	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-1.2%	-1.3%	-1.2%	其他流动负债	741	903	1,345	1,389	1,571	
%销售收入	-13	-9	-17	0	0	0	流动负债	163	227	241	719	814	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	长期贷款	905	1,130	1,586	2,107	2,384	
公允价值变动收益	168	162	226	30	60	100	其他长期负债	11	25	142	0	0	
投资收益	23.0%	16.8%	19.8%	2.4%	4.4%	6.6%	负债总计	915	1,155	1,728	2,107	2,384	
%税前利润	716	936	1,123	1,220	1,344	1,486	普通股股东权益	2,710	3,325	3,805	4,327	4,883	
营业利润	17.9%	20.9%	21.1%	20.4%	20.0%	19.5%	少数股东权益	21	40	0	10	20	
营业利润率	14	25	19	24	18	18	负债股东权益合计	3,647	4,520	5,534	6,444	7,287	
营业外收支	730	961	1,142	1,244	1,362	1,504	资产总计	8,226	8,226	8,226	8,226	8,226	
税前利润	18.3%	21.5%	21.4%	20.8%	20.3%	19.7%	比率分析	2012	2013	2014	2015E	2016E	
所得税	-95	-141	-235	-249	-272	-301	每股指标	2017E	2012	2013	2014	2015E	
所得税率	13.0%	14.7%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	1.386	1.190	1.335	1.466	1.607	
净利润	635	820	908	996	1,090	1,203	每股净资产	6.045	4.945	5.659	6.435	7.262	
少数股东损益	13	20	10	10	10	10	每股经营现金净流	1.858	1.530	1.680	2.250	1.646	
归属于母公司的净利润	621	800	898	986	1,080	1,193	每股股利	0.700	0.510	0.610	0.690	0.780	
净利润率	15.5%	17.9%	16.8%	16.5%	16.1%	15.6%	回报率	2017E	2012	2013	2014	2015E	
现金流量表 (人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	净资产收益率	22.93%	24.06%	23.60%	22.79%	22.13%	
净利润	628	820	908	996	1,090	1,203	总资产收益率	17.04%	17.70%	16.23%	15.30%	14.83%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	17.26%	19.22%	18.31%	20.69%	19.58%	
非现金支出	117	110	117	67	65	69	增长率	11.81%	11.74%	19.38%	11.89%	12.69%	
非经营收益	-178	-203	-150	-50	-78	-118	主营业务收入增长率	58.33%	39.79%	17.01%	26.11%	6.96%	
营运资金变动	266	116	256	500	30	36	EBIT 增长率	72.59%	28.76%	12.22%	9.80%	9.58%	
经营活动现金净流	833	843	1,130	1,513	1,106	1,189	净利润增长率	43.20%	23.95%	22.42%	16.46%	13.07%	
资本开支	-132	-157	-97	-376	-482	-384	总资产增长率	20.90%	20.90%	20.90%	20.90%	20.90%	
投资	-6	282	807	300	-40	-80	资产负债能力	应收账款周转天数	36.5	35.0	32.8	35.4	37.0
其他	-476	-438	-565	30	60	100	存货周转天数	92.3	89.5	86.1	88.7	90.0	
投资活动现金净流	-614	-313	144	-46	-462	-364	应付账款周转天数	98.2	92.3	77.8	74.5	72.0	
股权筹资	416	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	19.8	17.7	14.8	10.0	9.0	
债权筹资	0	0	0	-88	0	1	偿债能力	净负债/股东权益	-48.64%	-51.50%	-69.21%	-92.20%	-85.24%
其他	-178	-311	-373	-14	-464	-524	EBIT 利息保障倍数	-31.4	-33.6	-36.3	-16.3	-14.2	
筹资活动现金净流	238	-311	-373	-102	-464	-523	资产负债率	25.10%	25.55%	31.23%	32.70%	32.72%	
现金净流量	457	219	901	1,365	180	301	资产总计	8,226	8,226	8,226	8,226	8,226	

来源：公司年报、国金证券研究所

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认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