

2010年3月12日

上海家化

瑕不掩瑜

买入

A

600315.SS - 人民币 33.79

目标价格:人民币 38.44(↑28.80)

倪晓曼
(8621) 6860 4866 分机 8319
xiaoman.ni@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	3	5	13	64
相对新华富时A50指数(%)	13	3	22	24

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	326
流通股 (%)	62
流通股市值 (人民币百万)	6,802
3个月日均交易额 (人民币百万)	48
净负债比率 (%)	
主要股东(%)	
上海家化集团	39

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

尽管计提 5,800 万元资产减值准备，公司 2009 年仍然呈现一份靓丽年报，收入和净利分别同比增长 8% 和 26%。由于公司化妆品品牌体系构建日益完善，高端产品的快速增长将有效保证其收入和毛利率提升，公司未来两年业绩高速增长较为明确，我们维持买入评级，将目标价格上调至 38.44 元。

支撑评级的要点

- 公司 2009 年实现销售收入 27 亿元，同比上升 8%，实现净利 2.33 亿元，同比增长 26%。如果不考虑计提的 5,800 万元资产减值准备，公司净利增长超过 50%。
- 另外，公司 2009 年度实现 4.52 亿经营性净现金流，远高于同期利润额。并同时公布了每 10 股转增 3 股，派息 3.5 元的较好的红利分配方案。
- 得益于居民购买力的增强以及公司品牌体系的完善，我们预计未来两年公司主业增长趋势和格局不变。由于高端品牌的高速增长带动其毛利率不断提升，并加以有效控制销售和管理费用，公司净利率有望从 2009 年的 8.6% 提升至 10 年的 10.2%，净利增速在 34% 左右。

评级面临的风险因素

- 2010 年佰草集将加大广告投入，如果渠道建设等相关措施没有完全跟上，该品牌收入增长可能低于预期。

估值

- 我们给予公司 40 倍 2010 年预期市盈率，目标价由 28.80 元上调至 38.44 元，维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	2,494	2,697	3,072	3,532	4,027
变动 (%)	10	8	14	15	14
净利润 (人民币 百万)	185	233	313	435	539
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.853	0.717	0.961	1.337	1.655
变动 (%)	35.2	(15.9)	34.2	39.0	23.8
市场预期每股收益(人民币)	-	0.730	1.060	1.378	-
核心每股收益 (人民币)	0.853	0.717	0.961	1.337	1.655
变动 (%)	35.2	(15.9)	34.2	39.0	23.8
全面摊薄市盈率 (倍)	39.6	47.2	35.1	25.3	20.4
核心市盈率 (倍)	39.6	47.2	35.1	25.3	20.4
每股现金流量 (人民币)	1.34	1.21	0.99	1.64	2.07
价格/每股现金流量 (倍)	25.3	27.9	34.1	20.6	16.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.7	24.8	21.5	16.1	12.5
每股股息 (人民币)	0.180	0.350	0.380	0.400	0.420
股息率 (%)	0.5	1.0	1.1	1.2	1.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bocresearch.com) 上获取
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

估值。考虑上海家化未来两年业绩的高速增长，公司充沛的现金流状况，我们认为应提升其估值，给予其 40 倍 2010 年预期市盈率，结合 0.96 元每股盈利，将目标价由 28.80 元上调为 38.44 元，维持买入评级。

2009 年净利同比增长 26%。公司 2009 年实现销售收入 27 亿元，同比上升 8%，实现净利 2.33 亿元，同比增长 26%。该结果略低于我们预期，主要是公司计提了 5,800 万元资产减值准备(主要包括丝芙兰的投资减值准备)，如果将该因素还原，公司净利实现超过 50% 的增长。公司实现良好业绩主要得益于：1) 主营化妆品业务产品结构调整，带动毛利率从 2008 年的 50.4% 提升至 54.1%；2) 销售费用的有效控制，使得其销售费率与 08 年基本持平；3) 尽管公司在 2009 年摊销 3,389 万元股权激励费用，其管理费用同比仅增长 6,000 万元；以上三项因素拉动公司经营利润同比增长 42%，经营利润率同比提升 2.8 个百分点至 12%。另外，由于公司利润及非付现费用大幅增长，2009 年度实现 4.52 亿经营性净现金流，远高于同期利润额。得益于充沛现金流，公司财务费用也大幅下降。公司同时公布了每 10 股转增 3 股，派息 3.5 元的较好的红利分配方案。

图表 2. 2009 年业绩摘要

(人民币 百万)	2008 年	2009 年	同比变动%
营业额	2,494	2,697	8
销售税金	(26)	(24)	(8)
净销售额	2,467	2,673	8
销售成本	(1,211)	(1,215)	0
毛利润	1,256	1,458	16
销售费用	(759)	(819)	8
管理费用	(269)	(315)	17
经营利润	229	325	42
投资收益	13	22	65
财务费用	(10)	(2)	(80)
资产减值	(9)	(58)	558
其它	8	9	7
税前利润	231	294	27
所得税	(44)	(56)	26
少数股东权益	(2)	(6)	247
净利润	185	233	26

主要比率 (%)

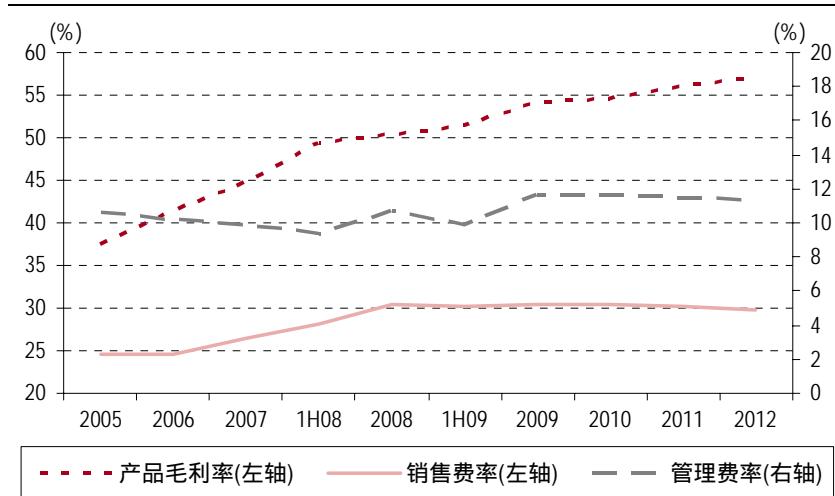
毛利率	50.4	54.1
经营利润率	9.2	12.0
净利率	7.4	8.6

资料来源：公司数据

新品牌增长强劲。据中华全国商业信息中心统计，我国百家重点大型零售企业的化妆品收入增长在 2009 下半年恢复较好，前三季增速为 17.24%，同比下降 3.11 个百分点，10-12 月份销售收入增速分别为 26.98%、19.93% 和 8.92%，12 月份增速略低。但从 2010 年春节期间零售企业销售情况来看，化妆品销售增长较快，预计同比增速在两位数以上，显示国内化妆品需求恢复强劲。

受宏观环境影响，根据 Euromonitor 统计，2009 年中国日化总体销售额增速下降至 8.9%，同比下降 3 个百分点，上海家化的化妆品主业整体增速也有所放缓，2009 年收入同比增长 12%，但其中新品牌增长强劲，如佰草集和高夫的收入同比增幅均在 45%，老品牌六神和美加净的收入增幅分别在 8% 和 9% 左右，较 2008 年有所下滑。由于家化的中高端产品，如佰草集、高夫等增速明显高于传统品牌如六神、美加净等，带动公司总体毛利率不断走高，2009 年综合毛利率为 54.1%，同比上升了近 4 个百分点。

图表 3. 公司产品毛利率和期间费率走势



资料来源：中银国际研究及预测

2010 年增长趋势不变。得益于经济的复苏带动居民购买力增强，以及上海家化逐渐完善的品牌构架，2010 年我们预计公司化妆品主业增长趋势和格局不变，即新品牌强势，老品牌稳健。截至 2009 年底，佰草集开店数已达到 700 家，老店的同店增长在 15% 以上，我们预计 2010 年随着公司广告投放力度的加大（公司将原来募投资金 1.7 亿元专门变更为追加投资佰草集的品牌和渠道建设、消费者沟通和海外市场拓展等），佰草集的同店增长将进一步加快，辅之以计划新开店 100 多家，带动品牌整体收入增速仍有望维持在 30% 以上。男士品牌高夫预计 2010 年收入有望过亿，增速达到 30% 以上，而专门针对家庭电器清洁护理的品牌——家安系列由于基数较小，并且市场推广较好，我们预计 2010 年收入增速也在 40% 以上。老品牌六神和美加净在公司没有大的举措改变渠道和产品的前提下，我们预计 2010 年收入增幅维持在 8%-10% 之间。总体看，我们预计公司化妆品整体收入增幅维持在 12%-15% 之间。而高毛利品牌的快速增长将进一步提升公司总体毛利率，我们预计 2010 年主营利润率有望提升至 55%。另外，公司目标销售费率同比持平，而管理费用由于股权激励费用的下降（从 2009 年的 3389 万元下降至 2010 年 2365 万元左右），我们预计管理费率也将保持相对平稳。总体看，我们预计公司净利率有望从 2009 年 8.6% 提升至 10 年的 10.2%，净利增速在 34% 左右。

损益表 (人民币百万)

年结日 : 12月 31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	2,494	2,697	3,072	3,532	4,027
销售成本	(1,237)	(1,239)	(1,398)	(1,554)	(1,732)
经营费用	(948)	(1,041)	(1,199)	(1,363)	(1,538)
息税折旧前利润	309	418	475	615	758
折旧及摊销	(80)	(93)	(94)	(109)	(124)
经营利润(息税前利润)	229	325	381	506	634
净利润收入/(费用)	(10)	(2)	(4)	(5)	(7)
其他收益/(损失)	12	(28)	8	28	28
税前利润	231	295	385	529	655
所得税	(44)	(56)	(65)	(85)	(105)
少数股东权益	(2)	(6)	(6)	(9)	(11)
净利润	185	233	313	435	539
核心净利润	185	233	313	435	539
每股收益(人民币)	0.853	0.717	0.961	1.337	1.655
核心每股收益(人民币)	0.853	0.717	0.961	1.337	1.655
每股市息(人民币)	0.180	0.350	0.380	0.400	0.420
收入增长(%)	10	8	14	15	14
息税前利润增长(%)	20	42	17	33	25
息税折旧前利润增长(%)	10	35	14	29	23
每股收益增长(%)	35	(16)	34	39	24
核心每股收益增长(%)	35	(16)	34	39	24

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币百万)

年结日 : 12月 31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	231	295	385	529	655
折旧与摊销	80	93	94	109	124
净利润息费用	10	2	4	5	7
运营资本变动	27	81	(65)	(51)	(55)
税金	(44)	(56)	(65)	(29)	(23)
其他经营现金流	(13)	(22)	(30)	(30)	(35)
经营活动产生的现金流	290	394	322	533	673
购买固定资产净值	(70)	(79)	(90)	(95)	(100)
投资减少/增加	55	(30)	0	0	0
其他投资现金流	3	20	26	25	28
投资活动产生的现金流	(13)	(90)	(64)	(70)	(72)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(93)	(91)	8	60	(70)
支付股息	(39)	(49)	(124)	(130)	(137)
其他融资现金流	(4)	58	0	0	0
融资活动产生的现金流	(136)	(82)	(116)	(70)	(207)
现金变动	141	222	143	392	394
期初现金	338	479	701	843	1,236
公司自由现金流	278	304	258	462	601
权益自由现金流	184	213	266	522	531

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	479	701	843	1,236	1,630
应收帐款	250	297	366	420	479
库存	335	268	303	337	375
其他流动资产	32	34	35	35	40
流动资产总计	1,095	1,299	1,547	2,028	2,524
固定资产	314	293	354	390	421
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	276	272	314	279	299
长期资产总计	590	564	668	669	720
总资产	1,686	1,863	2,215	2,697	3,244
应付帐款	270	295	334	371	413
短期债务	103	12	20	80	10
其他流动负债	164	182	228	343	560
流动负债总计	537	489	582	794	983
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5	5
股本	217	326	326	326	326
储备	879	994	1,248	1,509	1,858
股东权益	1,096	1,320	1,573	1,835	2,183
少数股东权益	48	49	55	63	73
总负债及权益	1,686	1,863	2,215	2,697	3,244
每股帐面价值(人民币)	5.05	4.05	4.83	5.64	6.71
每股有形资产(人民币)	5.05	4.05	4.83	5.64	6.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.73)	(2.12)	(2.53)	(3.55)	(4.98)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日 : 12月 31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	12.4	15.5	15.5	17.4	18.8
息税前利润率 (%)	9.2	12.0	12.4	14.3	15.7
税前利润率 (%)	9.3	10.9	12.5	15.0	16.3
净利率 (%)	7.4	8.6	10.2	12.3	13.4
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.7	2.7	2.6	2.6
利息覆盖率(倍)	22.0	155.3	98.6	97.3	88.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	2.1	2.1	2.1	2.2
估值					
市盈率(倍)	39.6	47.2	35.1	25.3	20.4
核心业务市盈率(倍)	39.6	47.2	35.1	25.3	20.4
目标价对应核心业务市	45.5	54.1	40.4	29.0	23.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	6.7	8.3	7.0	6.0	5.0
价格/现金流(倍)	25.3	27.9	34.1	20.6	16.3
企业价值/息税折旧前利	22.7	24.8	21.5	16.1	12.5
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	87.1	88.8	74.6	75.1	32.3
应收帐款周转天数	36.1	37.0	39.4	40.6	40.8
应付帐款周转天数	35.6	38.2	37.4	36.4	35.5
回报率					
股息支付率(%)	21.1	48.8	39.5	29.9	25.4
净资产收益率(%)	19.0	19.3	21.6	25.5	26.8
资产收益率(%)	11.7	14.8	15.5	17.3	17.9
已运用资本收益率(%)	19.5	24.7	25.1	27.9	29.9

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期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