

上海家化 (600315): 聚焦化妆主业 快速成长值得期待

增持 (维持)

日用品

当前股价: 30.86 元

报告日期: 2009 年 3 月 12 日

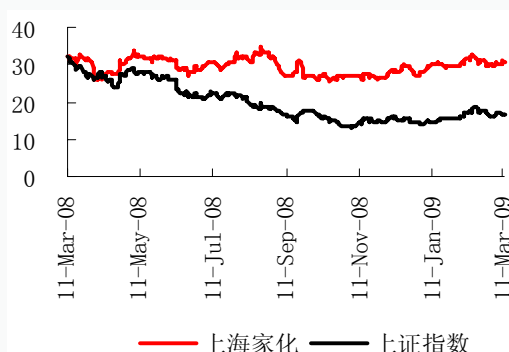
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2261	2494	2820	3433
(+/-)	-0.6%	10.3%	13.1%	21.8%
营业利润	180	223	264	375
(+/-)	83.5%	23.8%	18.4%	42.0%
归属于母公司 的净利润	13257	18504	22320	30684
(+/-)	119.1%	39.6%	20.6%	37.5%
摊薄 EPS (元)	0.61	0.85	1.03	1.41
市盈率 (倍)	51	36	30	22

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	21,703/13,131
流通市值 (亿元)	40.52
每股净资产 (元)	5.05
资产负债率 (%)	32.11

股价表现 (近一年以来)



联系人: 天相日用品组

010-66045541 gongxs@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 08 年年报数据显示, 公司实现营业收入 24.93 亿元, 同比增长 10.29%; 营业利润 2.23 亿元, 同比增长 23.78%; 归属母公司所有者的净利润 1.85 亿元, 同比增长 39.52%; 摊薄每股收益为 0.85 元; 分配预案为每 10 股派发 2 元现金红利 (含税), 以资本公积金实施每 10 股转增 5 股。
- **08 年公司业绩回顾:** 由于子公司江阴天江药业引进新股东, 公司持股比例被稀释至 30.46%, 退出合并报表范围, 从而使得公司销售收入增速小于预期; 公司化妆品业务销售收入同比增长 25%, 以及毛利率较 07 年同期提升了 1.74 个百分点, 因此, 公司的营业利润增速快于收入增速; 由于天江药业退出合并报表等原因, 公司 08 年少数股东权益较 07 年同期大幅下降 1489 万元, 降幅为 90.38%, 从而使得公司归属母公司净利润增幅大于营业利润的增幅。
- **公司化妆品业务进入良性发展轨道:** 报告期内, 公司主要品牌六神、佰草集、高夫、阿迪达斯等的销售均有良好表现, 化妆品业务销售收入同比增幅达到 25%; 并且, 公司较为成功地应对了原材料价格的上涨, 化妆品业务的综合毛利率较 07 年同比提升了 1.74 个百分点; 化妆品销售收入以及毛利率的上升, 促进了公司整体盈利的提升。
- **聚焦化妆主业, 内涵与外延式增长并举:** 伴随着控股子公司汉股药业的破产清算, 以及天江药业持股比例稀释、退出合并报表范围, 公司将主要资源聚焦在了化妆品业务之上; 佰草集入柜丝芙兰在巴黎香榭丽舍大街的旗舰店, 提升了公司整体的品牌影响力, 这将有助于公司旗下化妆品的内涵式增长; 而对四川可采的成功收购, 预示着公司走上了通过外延式并购扩张来获得成长的道路。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 1.03 元和 1.41 元, 目前股价对应的动态 PE 分别为 30 倍和 22 倍, 考虑到公司具有较强的抗周期能力, 以及拥有良好的成长性, 我们维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** (1) 国外化妆品企业进入我国市场, 抢占公司市场份额的风险; (2) 人才流失: 相对于日化外企较高的薪资水平, 作为国有企业, 人才的流失将是公司面临的不确定风险之一; (3) 股权激励成本较高, 对公司净利润水平将产生一定的影响。



图表 1: 上海家化盈利预测

单位: 万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	227,404	226,080	249,350	282,000	343,340
增长率 (%)	16.69%	-0.58%	10.29%	13.09%	21.75%
减: 营业成本	131,156	122,744	121,114	138,748	165,522
毛利	96,248	103,336	128,236	143,252	177,818
毛利率 (%)	42.32%	45.71%	51.43%	50.80%	51.79%
营业税金及附加	2,169	1,931	2,614	2,823	3,247
资产减值损失	2,776	1,176	887	621	683
销售费用	55,991	59,963	75,889	83,478	100,674
管理费用	23,296	22,298	26,845	30,650	36,780
财务费用	1,703	1,579	1,042	1,011	1,112
期间费用率 (%)	35.61%	37.08%	41.62%	40.83%	40.36%
加: 投资净收益	-1,175	1,608	1,318	1,713	2,142
营业利润	9,808	17,997	22,277	26,382	37,463
营业利润率 (%)	4.31%	7.96%	8.93%	9.36%	10.91%
加: 营业外收入	650	1,097	1,305	1,436	1,665
减: 营业外支出	87	104	490	368	478
利润总额	10,370	18,990	23,092	27,450	38,651
减: 所得税费用	3,196	4,086	4,430	4,941	7,730
实际税负比率 (%)	30.82%	21.51%	19.18%	18.00%	20.00%
净利润	7,174	14,905	18,662	22,509	30,921
增长率 (%)	41.26%	107.75%	25.21%	20.62%	37.37%
净利润率 (%)	3.15%	6.59%	7.48%	7.98%	9.01%
归属母公司所有者的净利润	6,050	13,257	18,504	22,320	30,684
少数股东损益	1,125	1,647	158	190	237
摊薄每股收益 (元)	0.28	0.61	0.85	1.03	1.41

资料来源: 天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800、0755-83203165; 传真：0755-83234800 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002