

而今迈步从头越

--国务院国资委批准平浦投资收购家化集团

研究结论

- **国资委批准平安信托收购上海家化集团。**上海市国资委接到国务院国有资产监督管理委员会《关于上海家化联合股份有限公司国有股东性质变更有关问题的批复》，批准将上海家化（集团）有限公司（以下简称家化集团）100%产权转让给上海平浦投资有限公司，股份公司的原国有股东家化集团和上海惠盛实业有限公司变更为非国有股东。在 2011 年的岁末，上海家化改制终于靴子落地，也掀开了上海家化发展的新篇章。从程序上来讲，还将经历保监会批准和工商变更，即可召开新家化集团股东大会。
- **改制的意义在于形成更为市场化的机制，我们分析认为可能引入股权激励机制以留住和激励人才为目的，预期将吸引更多优秀人才加盟，激励内部员工的工作激情，提升企业的全面竞争力。**改制的核心在于人才，100 多原有国企员工的妥善安置，内部“整风运动”、360 度考评的全面展开、相关岗位的调整和布局，国内外优秀人才的招聘和加盟，包括品牌管理、投资管理等各方面的专业人才都是求贤若渴，原有的国企体制的痕迹将逐步地被抹去。可以讲，改制对内部所有员工压力更大，但动力也更多。假如企业引入股权激励机制，一方面可能有助于吸引和留住优秀人才，另一方面，也有望实现了上市公司、大股东和投资者利益一致。
- **在明年国内通胀下行和经济减速的大背景下，公司作为品牌消费品公司其经营将呈现出其更好的抗周期性。**一方面目前国内化妆品行业仍然保持较快增长，在消费品各子行业中波动性相对较小。另一方面公司自身的抗风险能力较强，费用和成本是公司抗风险的蓄水池。费用支出方面，预期将根据 2012 年年初的国内经济消费情况，决定下一步的投放，以应对宏观经济和消费市场极端情况的发生。成本方面，国内通胀下行背景下公司化妆品成本的下降已经在 2011 年下半年有所体现，2012 年将完整体现在全年。再加上公司的技术改造和产品结构调整，我们预计公司 2012 年化妆品毛利率有进一步提升的空间。
- **药妆品牌玉泽亮相药店等大众零售渠道：**在原先瑞金医院临床 3 年使用后，公司升级更新了原有配方，开始出现在药店等大众零售渠道中，单品数不多（10 个左右），价格性价比比较高，功效性很强，突出保湿和防晒的功能。随着产品线的丰富，将有望逐步成为公司的新亮点。
- **盈利预测与投资建议：**我们维持对公司 2011-2013 年每股收益 0.91 元、1.32 元和 1.83 元的预计（基于 2011 年所得税率 20% 的假设，同三季报披露数据），维持公司“买入”评级。我们分析预期影响公司 2011 年全年 EPS 的主要因素可能是所得税率。如果在年报披露前公司未能拿到高新技术企业资格复审通过的批文，则公司 2011 年的每股收益会有低于预期可能。
- **投资风险：**2011 年起母公司高新技术企业资格复审未通过的风险、天气等因素对销售的可能影响，同时需关注期间费用变化对收益的可能影响。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

8621-63325888 × 6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010014

联系人

朱元

8621-63325888 × 3207

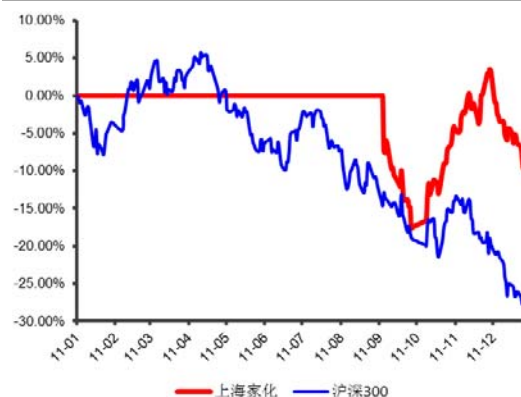
zhuyuan@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2011 年 12 月 30 日）	34.09 元
目标价格	47.00 元
总股本/流通 A 股（百万股）	423/419
A 股市值（亿元）	144
国家/地区	中国
行业	日常消费
报告发布日期	2012 年 1 月 4 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3094	3667	4278	5165
同比(%)	15%	19%	17%	21%
归属母公司净利润	276	385	556	773
同比(%)	18%	40%	45%	39%
毛利率(%)	54.8%	55.8%	58.7%	60.7%
ROE(%)	18.4%	21.7%	25.1%	27.4%
每股收益(元)	0.65	0.91	1.32	1.83
P/E(倍)	52.32	37.46	25.91	18.66
P/B(倍)	9.63	8.12	6.50	5.11
EV/EBITDA(倍)	36	24	18	13

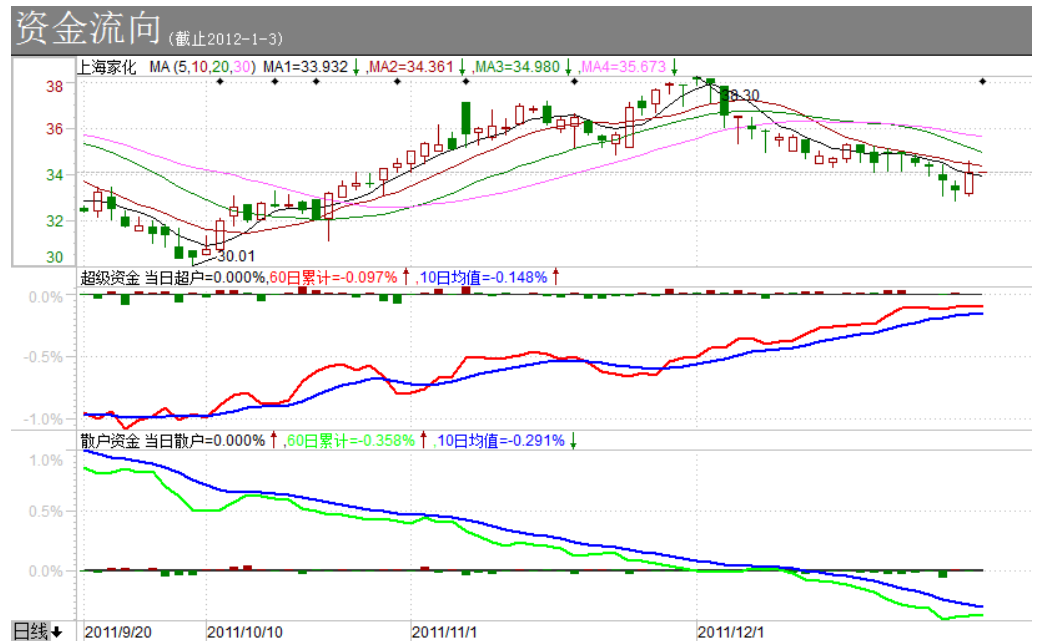
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析（上海家化（600315））

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1435	1743	2299	3053	营业收入	3094	3667	4278	5165
现金	768	942	1401	2000	营业成本	1399	1621	1767	2030
应收账款	264	312	382	447	营业税金及附加	25	33	38	46
其它应收款	20	21	26	32	营业费用	1076	1306	1506	1808
预付账款	22	17	20	26	管理费用	301	312	376	455
存货	318	397	408	476	财务费用	-5	-10	-16	-25
其他	43	55	61	73	资产减值损失	95	25	40	40
非流动资产	688	699	639	573	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	292	290	290	290	投资净收益	89	91	101	119
固定资产	258	279	262	227	营业利润	292	472	667	930
无形资产	31	35	34	37	营业外收入	11	10	10	10
其他	106	96	52	19	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2122	2443	2938	3626	利润总额	302	482	677	940
流动负债	600	640	698	784	所得税	53	96	118	165
短期借款	14	10	10	10	净利润	250	386	558	776
应付账款	302	366	398	454	少数股东损益	-26	1	2	3
其他	284	264	290	319	归属于母公司净利润	276	385	556	773
非流动负债	4	5	5	5	EBITDA	375	551	751	1014
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.65	0.91	1.32	1.83
其他	4	5	5	5					
负债合计	604	645	703	789	主要财务比率				
少数股东权益	21	22	24	26	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	423	423	423	423	成长能力				
资本公积	371	371	371	371	营业收入	14.7%	18.5%	16.6%	20.8%
留存收益	704	984	1425	2030	营业利润	2.2%	61.6%	41.3%	39.5%
归属母公司股东权益合计	1497	1776	2217	2823	净利润	18.1%	39.7%	44.5%	38.8%
负债和股东权益	2122	2443	2943	3638	获利能力				
					毛利率	54.8%	55.8%	58.7%	60.7%
					净利率	8.9%	8.9%	10.5%	13.0%
					ROE	18.4%	21.7%	25.1%	27.4%
					ROIC	14.2%	19.4%	21.9%	24.0%
					偿债能力				
					资产负债率	28.5%	26.4%	23.9%	21.7%
					净负债比率				
					流动比率	2.39	2.72	3.29	3.89
					速动比率	1.78	2.07	2.66	3.23
					营运能力				
					总资产周转率	1.55	1.61	1.59	1.57
					应收账款周转率	11	11	11	11
					应付账款周转率	4.69	4.86	4.63	4.76
					每股指标（元）				
					每股收益	0.65	0.91	1.32	1.83
					每股经营现金流	0.78	0.65	1.28	1.65
					每股净资产	3.54	4.20	5.24	6.67
					估值比率				
					P/E	52.32	37.46	25.91	18.66
					P/B	9.63	8.12	6.50	5.11
					EV/EBITDA	36	24	18	13

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn