

上海家化 (600315.SH) 个人用品行业
评级: 增持 维持评级
公司研究简报

 市价(人民币): 48.78元
 目标(人民币): 53.14-57.98元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	423.00
总市值(百万元)	218.71
年内股价最高最低(元)	52.84/29.92
沪深300指数	2368.12
上证指数	2162.46


公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.847	0.854	1.341	1.657	2.163
每股净资产(元)	3.54	4.16	5.95	7.25	8.97
每股经营性现金流(元)	0.78	0.82	1.25	1.38	1.91
市盈率(倍)	38.86	37.37	35.34	28.61	21.92
行业优化市盈率(倍)	42.92	48.49	48.75	48.75	48.75
净利润增长率(%)	18.15%	31.06%	66.48%	23.51%	30.55%
净资产收益率(%)	18.42%	20.54%	22.56%	22.84%	24.12%
总股本(百万股)	325.55	423.03	448.36	448.36	448.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

经营分析

- 今天我们参加了上海家化 2012 年第三次临时股东大会, 董事长葛文耀在会上回答了关于上海家化与平安集团的关系、上市公司未来业务重点和董事长工作重点等市场关心的问题。
- 平安集团对上市公司主营业务给予充分授权, 且与全体股东利益一致: 平安入驻后遵守承诺, 帮助家化迅速完成二期股权激励; 而在化妆品业务上, 平安的系统并没有帮助, 也没有干扰, 包括本次总经理换届, 完全是出于业务发展需要、由董事长主导, 平安没有干涉。上市公司的成长是平安收购家化集团的核心利益所在, 因此大股东和全体股东的利益诉求是一致的。
- 上市公司的投资将在主业范围内进行: 平安集团对投资海鸥手表和董事人选这两件事情的态度曾发生变化, 导致董事长接收到的信息比较混乱, 但是每次董事长均接受股东意见。上市公司目前不会投资海鸥手表厂, 但葛总仍会帮助其改善经营。如果经营改善有成果, 未来家化集团(不是上市公司)仍有投资机会。董事长明确表示, 未来上市公司的投资一定会在主业范围内进行。针对家化重大战略投资, 平安会在符合公司治理的前提下, 以建言献策的形式, 提供合理的风险控制的建议。
- 未来上市公司和董事长的工作重点将是扎实做好化妆品主业: 上市公司未来仍将专注于化妆品业务, 葛总也会集中精力抓上市公司业务。家化提出的是做时尚产业, 定位是介于一般消费品和奢侈品之间的中高端产品, 包括佰草集、双妹等, 但从未说过要做奢侈品, 目前也不打算进军国际市场。公司清醒地意识到自身的品牌基础尚不扎实, 仍需要做许多工作, 不会好高骛远, 不会放弃大众市场的任何增长机会。
- 公司反思今年的三大问题: 第一是资源不够集中, 未来将集中建设六神、佰草集、美加净三大品牌。第二是对化妆品专营店和电子商务渠道重视不够, 未来将发力这两个渠道, 注意通过产品线和包装与现有渠道做区隔, 并注意监控库存, 避免不健康的增长。第三是冬令产品的建设不足, 令公司深入三四五级市场的商超网络没有得到充分的利用, 非常遗憾。公司通过充分讨论、总结规律, 力求改善这三大问题。

相关报告

1. 《三季报靓丽,全年有望冲刺近7成增长》, 2012.10.31
2. 《三季报预增70%,收入增长带动业绩超预期》, 2012.10.16
3. 《3Q 收入延续上半年增速;积极开拓成长动力》, 2012.10.11

蔡益润 联系人
 (8621)61356501
 caiyr@gjzq.com.cn

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

盈利预测及投资建议

- 我们维持前期盈利预测，预计 2012-2014 年公司收入为 44.2、53.6 和 64.9 亿元，同比增速 23.6%、21.3% 和 21.8%，净利润为 6.01、7.43 和 9.70 亿元，同比增速 66.5%、23.5% 和 30.6%，EPS 为 1.34、1.66 和 2.16 元。扣除今年一次性投资收益的影响后，2013 年净利润增速为 35.6%。
- 上海家化具备持续推陈出新的能力，不断反思品牌运作中出现的问题并积极改进，同时具有良好的风险控制意识，这三点要素将令公司成长为更优秀的消费品公司。我们参考 $PEG=1$ 和公司质地后给予一定溢价，即 $32-35 \times 13EPS$ ，对应 12 个月目标价为 53.14-57.98 元，对应于现价 48.78 元存在 9-19% 的上涨空间。我们认为经过本次股东会后，前期市场对公司与大股东的矛盾以及董事长精力分散的担心得到缓解，压制股价的因素解除，维持“增持”评级。

风险

- 美加净受到定位限制而增长低于预期。
- 佰草集促销、开拓新渠道和新品牌可能令销售费用高于预期。

上市公司不会投资海鸥手表厂

- 关于投资海鸥手表厂，平安集团原本非常支持，但是后来态度有所转变，令葛总得到的信息前后不一致。但是，董事长每次都会接受股东的意见。
- 海鸥手表厂目前仍保留手工制表，在复杂表制作方面的技术优势明显，连日本企业也比不上。但是在品牌运作和企业经营方面较薄弱，例如手表和机芯的品种繁杂，零部件数量太多，占用了庞大的资金；同时定价太低。通过精选五分之一的手表品种和三分之一机芯品种，一可提高利润率，二有助于提升品牌形象，三可以盘活资金。另外海鸥在产品细节上还需要打磨。天津方面认可葛总的思路，明确希望家化能够帮他们做咨询项目。
- 上市公司目前不会投资海鸥表厂，但是会帮助他们做咨询以改善经营。如果经营改善有成果，天津方面同意家化集团（不是上市公司）可以按照原来议定的价格投资（即利润上升、估值下降），其他投资方则不可以，相当于给家化集团保留了一个机会。
- 葛总坚持投资海鸥表厂，除了看重盈利之外，还希望能提振世人对国货的信心，同时因海鸥是个典型国企，做好了对国企改革有意义。

平安集团对上市公司充分授权，且与全体股东利益一致

- 平安入驻后遵守承诺，帮助家化迅速进行了二期股权激励，对公司的稳定经营有帮助。而在具体的化妆品业务上，平安的系统对家化并没有帮助，但是平安也没有干扰上市公司的业务。包括本次总经理换届，完全是出于业务发展的需要、由董事长主导，平安没有干涉。
- 未来董事会将讨论两件事，一是分红，大股东希望越多越好，这符合证监会的要求。第二是讨论投资项目。公司确定投资项目有一套程序：由投资部先做出初步报告，交总经理组织审核讨论；讨论修改后选择好项目交投资委员会表决。葛总是委员会的成员，有一票表决权，但没有决定权。平安也没有否决权。董事长明确表示，上市公司一定会在主业范围内进行投资。
- 上市公司的成长是平安收购的核心利益，在这一点上大股东和全部股东的利益诉求是一致的。
- 针对家化的重大战略投资，平安会在符合公司治理的前提下，以建言献策的形式，提供合理的风险控制的建议。
- 关于是否派董事，平安集团原本表示不需要向上市公司派驻人员，后来又表示要派董事才能体现平安的存在，前后信息不统一，导致混乱。
- 我们相信凭借董事长的经验以及平安对公司高管团队能力的信任，公司的主营业务自主经营权应可得到保障。

未来上市公司和董事长的工作重点将是扎实做好化妆品主业

- 董事长明确表示，未来上市公司仍会专注于化妆品业务，葛总本人也会集中精力抓上市公司业务。
- 上市公司提出做时尚产业，其定位是介于一般消费品和奢侈品之间的中高端产品，但从未说过要做奢侈品。
- 公司清醒地意识到，目前中国的品牌基础较差，需要扎扎实实推进的工作还有很多，需要较长的培育期。公司认为向高端市场进军是中国企业必须要完成的，但是不会好高骛远，不会放弃大众市场的任何增长机会。

- 同样，公司虽然努力让产品走出国门，但还没有到可以进军国际市场的程度。考虑到在国外市场的运作费用，葛总认为要到毛利有 100 亿元以上才会考虑进军国际市场。
- 我们认为葛总此番表态有助于消除市场对于公司资源分散的担心，相当于给了股东一颗定心丸。

今年公司反思了三大问题并努力加以改进

- 今年四季度经营比较好，佰草集的表现不错。11 月底公司已经完成制定明年的年度计划，明年的增长目标会比今年还要高。
- **公司反思了今年的三大问题：**一是资源不够集中，表现在（1）重要品牌的人力财力研发等支持力度不够，（2）做得不好的品牌和老品种未及时清理，（3）新品的开发成功率和推广成功率不够。管理层通过深入讨论，总结了几条规则出来。
- 二是对化妆品专营店和电子商务重视不够。现在中国的化妆品专营店渠道和电子商务发展很快，本土品牌做得较好，因此呈现较好的发展势头。未来家化将发力这两个渠道。在进入这两个渠道时，公司有两个注意点：一是注意通过产品线和包装与现有渠道做区隔，二是注意监控库存，避免不健康的增长。
- 三是因为冬令产品比较弱，公司完善、柔性的商超网络没有得到充分的利用，这是非常遗憾的。我们预计公司将通过完善产品线、加强建设美加净等方式加以改善。

公司的质量控制良好，将继续致力于提高研发能力

- 公司新引入了 8 个研发人才，希望能再引入 4 个。原总经理曲建宁将担任公司的科研顾问。
- 公司将在法国和日本成立两个实验室，一方面可开阔科研人员眼界，另一方面可以利用全球研发和生产资源，比如日本有很多 ODM 工厂，佰草集肌活新颜系列就在日本生产。
- 公司新成立了技术部门，分担了部分科研部的工作，让科研部专心搞创新研发。另一方面，新成立的技术部门将支援供应链，保证产品质量。
- 上海家化的供应链管理非常严格，按照中国、欧洲和美国三重标准进行，对于原材料、重金属和农药残留等都有针对性的严格检测，对供应商也有抽样检查。
- 首席科学家会针对外部事件主动回报公司的相关情况。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,697	3,094	3,577	4,421	5,365	6,465
增长率	14.7%	15.6%	23.6%	21.3%	20.5%	
主营业务成本	-1,215	-1,399	-1,519	-1,876	-2,220	-2,610
% 销售收入	45.0%	45.2%	42.5%	42.4%	41.4%	40.4%
毛利	1,482	1,695	2,057	2,545	3,145	3,854
% 销售收入	55.0%	54.8%	57.5%	57.6%	58.6%	59.6%
营业税金及附加	-24	-25	-37	-40	-48	-58
% 销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-819	-1,076	-1,283	-1,437	-1,754	-2,127
% 销售收入	30.4%	34.8%	35.9%	32.5%	32.7%	32.9%
管理费用	-315	-301	-393	-453	-510	-562
% 销售收入	11.7%	9.7%	11.0%	10.3%	9.5%	8.7%
息税前利润 (EBIT)	325	293	343	615	833	1,107
% 销售收入	12.0%	9.5%	9.6%	13.9%	15.5%	17.1%
财务费用	-2	5	11	10	16	21
% 销售收入	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-58	-95	-8	-17	-15	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	22	89	89	135	90	95
% 销售收入	7.4%	29.4%	19.6%	17.8%	9.6%	7.8%
税前利润	7.4%	29.4%	19.6%	17.8%	9.6%	7.8%
营业利润	286	292	436	743	924	1,210
营业利润率	10.6%	9.4%	12.2%	16.8%	17.2%	18.7%
营业外收支	9	10	17	15	15	15
税前利润	295	302	452	758	939	1,225
利润率	10.9%	9.8%	12.6%	17.1%	17.5%	18.9%
所得税	-56	-53	-87	-152	-188	-245
所得税率	18.9%	17.4%	19.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	239	250	365	606	751	980
少数股东损益	6	-26	4	5	8	10
归属于母公司的净利润	233	276	361	601	743	970
净利率	8.6%	8.9%	10.1%	13.6%	13.8%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	239	250	365	606	751	980
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	151	183	127	87	87	87
非经营收益	-21	-107	-82	-125	-105	-110
营运资金变动	82	4	-63	-7	-116	-99
经营活动现金净流	452	329	347	562	617	858
资本开支	-79	-94	-90	22	-24	-25
投资	-24	-65	-67	-1	0	0
其他	14	15	26	135	90	95
投资活动现金净流	-89	-144	-131	156	66	70
股权募资	0	3	3	416	0	0
债权募资	-91	2	-4	-12	0	1
其他	-50	-121	-112	1	-112	-157
筹资活动现金净流	-141	-117	-113	405	-112	-156
现金净流量	222	68	103	1,122	571	772

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	701	768	872	1,994	2,565	3,337
应收款项	314	322	468	479	589	718
存货	268	318	399	398	487	586
其他流动资产	17	27	30	26	35	41
流动资产	1,299	1,435	1,767	2,896	3,676	4,681
% 总资产	69.7%	67.6%	69.4%	81.1%	85.2%	88.6%
长期投资	164	292	358	359	358	358
固定资产	293	289	251	226	198	167
% 总资产	15.7%	13.6%	9.9%	6.3%	4.6%	3.2%
无形资产	95	76	144	87	81	76
非流动资产	564	688	779	675	640	604
% 总资产	30.3%	32.4%	30.6%	18.9%	14.8%	11.4%
资产总计	1,864	2,122	2,547	3,571	4,316	5,285
短期借款	12	14	10	0	0	0
应付款项	422	487	650	667	753	874
其他流动负债	56	99	103	210	275	344
流动负债	489	600	763	877	1,028	1,218
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	6	4	2	0	0	0
负债	495	604	765	877	1,028	1,219
普通股股东权益	1,320	1,497	1,759	2,666	3,252	4,020
少数股东权益	49	21	23	28	36	46
负债股东权益合计	1,864	2,122	2,547	3,571	4,316	5,285
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.075	0.847	0.854	1.341	1.657	2.163
每股净资产	4.054	3.538	4.158	5.947	7.253	8.966
每股经营现金净流	1.388	0.777	0.821	1.252	1.376	1.914
每股股利	0.150	0.200	0.350	0.250	0.350	0.450
回报率						
净资产收益率	17.68%	18.42%	20.54%	22.56%	22.84%	24.12%
总资产收益率	12.52%	12.99%	14.18%	16.84%	17.21%	18.35%
投入资本收益率	19.06%	15.79%	15.47%	18.27%	20.26%	21.78%
增长率						
主营业务收入增长率	8.17%	14.71%	15.60%	23.62%	21.34%	20.50%
EBIT增长率	41.79%	-9.75%	17.29%	79.08%	35.36%	32.96%
净利润增长率	26.07%	18.15%	31.06%	66.48%	23.51%	30.55%
总资产增长率	10.55%	13.88%	20.00%	40.23%	20.85%	22.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.8	34.3	35.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	98.9	86.9	89.7	85.0	88.0	90.0
应付账款周转天数	84.6	77.9	79.4	82.0	80.0	78.0
固定资产周转天数	35.7	30.6	24.1	17.5	12.5	8.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.31%	-49.70%	-48.36%	-74.00%	-78.00%	-82.04%
EBIT利息保障倍数	155.3	-57.0	-30.9	-63.9	-52.2	-53.7
资产负债率	26.56%	28.48%	30.04%	24.56%	23.82%	23.06%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	7	17	21	41
增持	0	2	4	6	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.18	1.19	1.20	1.22

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-27	增持	33.38	38.16 ~ 40.47
2 2012-06-04	增持	35.92	38.16 ~ 40.47
3 2012-07-09	增持	44.23	39.74 ~ 45.76
4 2012-08-15	增持	47.46	46.07 ~ 51.83
5 2012-10-11	增持	47.16	48.06 ~ 54.06
6 2012-10-11	增持	47.16	48.06 ~ 54.06
7 2012-10-16	增持	48.93	53.14 ~ 59.79
8 2012-10-31	增持	50.37	53.14 ~ 59.79

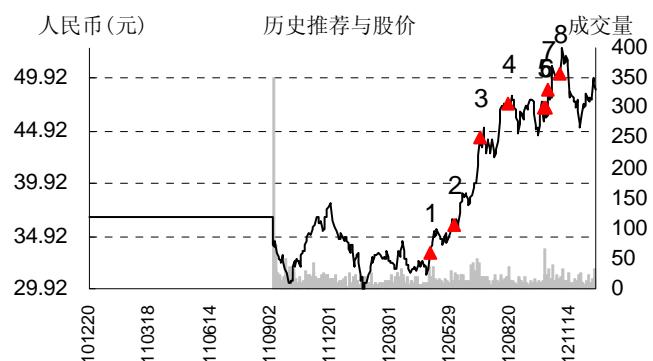
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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：

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形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靠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：(8621)-61038271
传真：(8621)-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：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B