

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

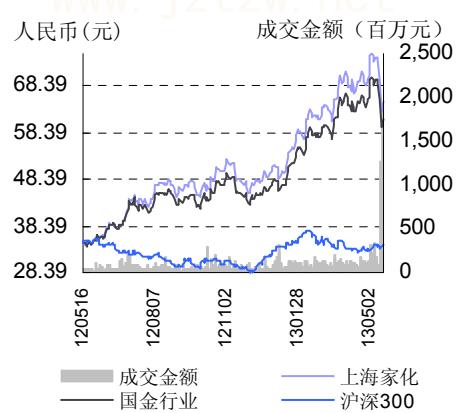
市价 (人民币): 65.08 元

股东大会释放矛盾缓和信号, 风险暂时减弱

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)	291.79
年内股价最高最低(元)	75.38/34.03
沪深 300 指数	2552.71
上证指数	2251.81



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.110	1.453	1.891	2.548	3.352
每股净资产(元)	4.16	6.04	7.69	9.89	12.79
每股经营性现金流(元)	0.82	1.86	1.34	2.03	2.75
市盈率(倍)	29.65	21.96	33.75	25.05	19.04
行业优化市盈率(倍)	42.92	48.49	48.75	48.75	48.75
净利润增长率(%)	31.06%	70.14%	37.94%	34.75%	31.55%
净资产收益率(%)	20.54%	22.68%	24.59%	25.77%	26.21%
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

投资逻辑

- 股东大会释放争端缓和的信号, 相信葛总清白: 葛总在股东大会上表态, 将努力与大股东沟通, 平息事态, 并相信大股东的高层也认可这对双方都有利, 释放出矛盾缓和的信息。葛总解释了媒体报道的“小金库”和“共享费”的来龙去脉, 由于两者均为公开行为, 并不能说是高管私分利益, 因此我们相信葛总的清白。
- 葛总留任上市公司董事长的可能性提高, 若未能留任恐拖慢公司发展速度: 尽管目前家化的具体经营大多数已交给管理团队完成, 但葛总对大局的判断和把握、发现和纠正问题的作用仍很重要, 相信大股东也会考虑到这一点; 同时结合所释放的缓和信息, 我们认为葛总继续担任上市公司董事长的可能性在加强。如果葛总不再担任上市公司董事长, 我们认为虽然在短期内不会影响企业的存亡, 但是对公司的业务和经营仍然会造成不利影响, 可能减缓企业的发展速度。
- 公司今年增长趋势良好: 今年入夏早有利于六神销售; 1Q13 佰草集的增长趋势向上, 且太极丹和专营店副牌有望在下半年持续拉动品牌增速; 下半年公司将推出太极丹、婴童产品和一款祛痘产品等效果显著的新品, 并将推出专营店品牌“恒妍”, 全年增长趋势良好。预计销售费用率和所得税率将与去年基本持平。

投资建议

- 由于公司前期基础良好、目前经营稳定、增长点较多, 同时业绩提升符合双方利益(无论大股东与管理层的分歧为何, 我们相信大股东希望所购买的资产表现出较强的市场竞争力, 否则将有损其根本利益), 因此我们不调整今年盈利预测, 而明后年盈利预测将等事态明朗后再做调整: 预计公司 2013-2015 年收入为 56.8、69.7 和 85.0 亿元, 同比增长 26.2%、22.7% 和 21.9%, 净利润 8.5、11.4 和 15.0 亿元, 同比增速为 37.9%、34.6% 和 31.5%。对应 EPS 为 1.89、2.55 和 3.35 元(未摊薄)。
- 鉴于此次争端未有明确结论, 而公司现价对应 34.4×13 EPS, 我们认为即使葛总能够留任上市公司董事长, 如果没有明确措施防止再次出现类似争端, 或不足以消除投资者的担心, 因此股价向上的估值弹性会受到一定压制; 而向下的风险依然存在, 因此我们考虑风险收益比后, 建议投资者暂时观望, 等待事态的进一步明朗。

风险: 葛总未能留任上市公司董事长。未能就防范类似风险采取措施。

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

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

内容目录

股东大会释放争端缓和信息	3
关于小金库和共享费等问题	3
关于家化目前的业务体系	3
关于减持股票	4
关于公司的经营情况	4
1Q13 销售费用增长快有预提费用的影响，预计上半年会回落	4
预计今年所得税率将与去年一致	4
新老产品共同推动公司收入增长	4
其他	5
盈利预测及投资建议	5
附录：三张报表预测摘要	6

股东大会释放争端缓和信息

- 对于本次与大股东的争端，葛总表态：第一，对此次事件给大家带来损失深表歉意；第二，未来会聚精会神和管理层一起，把家化的业务做好；第三，自己是知道轻重和进退的人，不会利用大家的信任做有损家化利益的事情，所以会尽一切努力，平息事态，包括想尽办法和大股东沟通，处理好关系。相信大股东的高层也认为这是双赢的事情。
- **点评：**葛总在此番表态中提及尽量与大股东沟通，平息风波，且相信这符合双方利益，我们认为这释放出冲突有所缓和的信号。

关于小金库和共享费等问题

- 葛总到家化时，当时国企的问题普遍是工资低、但是要回扣。因此葛总制定了“后门关死、前门开足”的政策。葛总所说的擦边球主要是从 92-02 年期间，当时葛总刚从庄臣回到家化，只有 2700 万毛利，为了留住人才而成立了职工公司，把一些没有技术含量的低端业务包括低档香精、纸盒等交给职工公司来做，毛利基本等于净利，然后靠这个公司的股权来留住员工。如果把这些业务交给其他公司来做，需要很多皮费，没有必要。这个办法在当时还公开介绍过。上市后，考虑到这个企业不规范，就关掉了。06 年把四个总经理的收入、股权都报到上层。
- 07 年退管会打报告，说老员工的退休工资只有 700 块，太低了，由于来不及筹集资金，于是让行政资金先出，每月补贴几百块。后来退管会有结余资金 180 万，想法弄了个理财，为了让退休员工在葛总退休后仍有补助。因此这是投资行为，不能说是小金库。小金库的定义是截留公司的收入和利润，这不是小金库。
- **点评：**由于所谓“小金库”和“共享费”均为公开行为，并不能说是高管私分利益，且葛总一贯强调“后门关死、前门开足”，因此我们相信葛总的清白。

关于家化目前的业务体系

- 葛总详细介绍了家化目前的业务体系，并强调现在的体系即使离开他也可以继续运转，但如果能够再平稳发展 2-3 年自己再退休将会更好。
- 在业务层面，现在葛总参与不多，主要是在发现问题时加以纠正。比如开发新品时相关人员因为毛利率偏低就把价格定得比较高，这是不对的，因此葛总立即开会纠正，并做成为教材来培训。定价格首先是根据向客户提供的价值来定，这需要和竞品比较，并考虑品牌的定位。至于提高毛利率可以通过其他方法，不能简单提高价格，比如把加工从代理加工改为由中央工厂自行加工，可以提高 8 个百分点。每年 9 月份产品销售基本完成后，葛总会花一个多月交流、要数据、思考，然后和总经室交流讨论，确定第二年的经营思路，之后就没什么事了。因此万一葛总不再担任上市公司董事长，家化还是能发展的。
- 目前公司的业务已经交给管理层包括下面的团队，强调“顾客、竞争对手、传播方式、渠道终端”四个因素的变化，公司有市场研究部和媒体传播部来配合，另外科研部有专门的人员来配合，由他们来决定如何对市场做出反应，而不是由葛总决定。
- 家化对营销部门的考核方式是把毛利全部算销售公司的，去掉所有费用损失、包括销售进价后考核净贡献。这有利于促进市场部和营销部共享资源，避免不同部门抢费用，该给市场部就给市场部，该给营销部就给营销部。

- 对于渠道，公司认识到品牌要与渠道相结合，因此家化把事业部按照渠道归类。比如第一事业部做商超渠道，通过给花王做产品，可以嵌进很多东西，包括自己的品牌、代理的品牌，提高议价能力。公司做花王产品基本没有增加费用，花王非常满意。
- 总经理并不负责审批业务，主要职责是当下属部门中有问题时进行协调，动用组织架构、人力资源、奖惩制度进行解决。
- 点评：尽管目前家化的具体经营大多数已交给管理团队完成，但是葛总对大局的判断和把握、发现和纠正问题的作用仍很重要，相信大股东也会考虑到这一点；同时结合葛总表态中释放的缓和信息，我们认为葛总继续担任上市公司董事长的可能性在加强。如果葛总不再担任上市公司董事长，我们认为尽管在短期内不会影响企业的存亡，但是对公司的业务和经营仍然会造成不利影响，可能减缓企业的发展速度。

关于减持股票

- 葛总表示，为了买股权激励股票借了近 1000 万元，家庭虽不困难但也沒有很多现金，因此卖股票有财务上的需要。
- 另外，葛总家里的财务都交给太太，股票的买卖也是太太来操作，但这不代表葛总对公司前景的判断。

关于公司的经营情况

1Q13 销售费用增长快有预提费用的影响，预计上半年会回落

- 营销费用包括人员费用、终端费用、代理商折扣、市场费用，和其他消费品公司相比，家化的营销费用率比较正常。
- 去年销售费用增长较慢，因为第一，收入中有一块业务是平进平出的，没有费用；第二，花王业务基本没有什么费用，反而有现金流，去年这块业务增长很快，因此把整体费用降了下来。
- 另外公司在费用核算上比较保守，比如当采取“买一送一”的销售形式时，可以算费用也可以算成本，家化都是算成本的，合理避税，所以费用也会降下来。
- 1Q13 的情况比较特殊，因为六神在 3 月份发货 4 亿，但是广告等费用将发生在二季度，因此公司计提了 4 亿多预提费用，其中包括 1 亿多营销费用。这样看起来营销费用同比提高很多。整个上半年来看，预计公司的营销费用和去年差不多，至于费用率的下降不敢说，因为有很多新品要推。

预计今年所得税率将与去年一致

- 去年所得税率低有两个原因，第一，家化母公司是高新技术企业，所得税率是 15%，而销售公司的税率是 25%，过去平衡下来是 18% 左右，去年平衡得更好，因此税率下降。第二，因为做了股权激励，去年科研费用增长很快（科研费用中 90% 是人员费用），而科研费用可以抵扣应税所得。预计今年所得税率应该和去年差不多。

新老产品共同推动公司收入增长

- 1Q 百草集收入增长 34%，增长趋势掉头向上，其中有两个因素，专营店产品卖了 1300 万，拳头产品太极丹只卖了 1800 万，占整个销售增长 8000 万的 40% 左右，说明下半年这两个因素还能驱动品牌收入的增长。另外今年入夏早，推动六神收入增长。

- 下半年家化将推出三个真正有效果的产品，第一个是太极丹，上半年在调整包装，预计销售形势乐观。第二个是婴童产品，要求比儿童产品更高。公司的婴童产品从名称、概念到细分化程度都是很优秀的，现在有十几个SKU。第三个是一款祛痘产品。这些产品不是轻易可以研发出来的，体现了家化多年在科研方面的积累。
- 下半年美加净将推出超市渠道的系列产品，另外还会推出专营店品牌“恒妍”，有些配方是清妃的，但是简化包装，价格低一些，产品质量是久经考验的。葛总预计，这些新产品对明后年的销售将产生更大的影响。

其他

Q: 公司对本次高送配方案如何考虑？未来公司会开拓很多新的品牌和渠道，会不会增加开支，减少现金分红？

A: 去年公司利润增长 70%，预计今年的利润增长也会很好，因此 10 送 5 并不算高，同时跟基金沟通下来，他们也希望送股。

关于现金分配，股东特别是大股东都希望多分点，而且公司既然不进行投资的话现金太多，分红也是对股东的回报。

去年的分红率是合适的，不会影响公司的经营。同时公司的业务拓展主要依靠毛利，而不是依靠投资。

未来的分红方式是否会变化，还要看到时的具体情况而定。

Q: 为什么更换会计师事务所？

A: 大股东要求换成普华永道。

盈利预测及投资建议

- 由于公司前期基础良好、目前经营仍稳定、全年增长点较多，同时业绩提升符合双方利益（无论大股东出于何种原因与管理层有分歧，我们都相信大股东希望其购买的资产表现出较强的市场竞争力，否则将有损其根本利益），因此我们不调整短期盈利预测，明后年盈利预测将等事态明朗后再做调整：预计公司 2013-2015 年收入为 56.8、69.7 和 85.0 亿元，同比增长 26.2%、22.7% 和 21.9%，净利润 8.5、11.4 和 15.0 亿元，同比增速为 37.9%、34.6% 和 31.5%。对应 EPS 为 1.89、2.55 和 3.35 元（未摊薄）。
- 鉴于大股东和上市公司双方目前均未对事件结果做出表态，而目前公司估值对应 34.4×13 EPS，我们认为即使葛总能够留任上市公司董事长，如果没有更明确的措施防止再次出现类似的情况，依然难以消除投资者的担心，因此股价向上的估值弹性会受到一定压制，而向下的风险依然存在，因此我们考虑风险收益比后，建议投资者暂时观望，等待事态的进一步明朗。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	3,094	3,577	4,504	5,683	6,973	8,498
增长率	15.6%	25.9%	26.2%	22.7%	21.9%	
主营业务成本	-1,399	-1,519	-2,026	-2,500	-3,001	-3,589
%销售收入	45.2%	42.5%	45.0%	44.0%	43.0%	42.2%
毛利	1,695	2,057	2,478	3,183	3,971	4,909
%销售收入	54.8%	57.5%	55.0%	56.0%	57.0%	57.8%
营业税金及附加	-25	-37	-43	-51	-63	-76
%销售收入	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-1,076	-1,283	-1,395	-1,728	-2,064	-2,482
%销售收入	34.8%	35.9%	31.0%	30.4%	29.6%	29.2%
管理费用	-301	-393	-503	-511	-586	-663
%销售收入	9.7%	11.0%	11.2%	9.0%	8.4%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	293	343	537	892	1,259	1,688
%销售收入	9.5%	9.6%	11.9%	15.7%	18.1%	19.9%
财务费用	5	11	17	17	25	36
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-95	-8	-13	-9	-11	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	89	89	168	150	150	165
%销售收入	29.4%	19.6%	23.2%	14.1%	10.4%	8.7%
税前利润	29.4%	19.6%	23.2%	14.1%	10.4%	8.7%
营业利润	292	436	709	1,051	1,423	1,876
营业利润率	9.4%	12.2%	15.7%	18.5%	20.4%	22.1%
营业外收支	10	17	14	15	15	15
税前利润	302	452	723	1,066	1,438	1,891
利润率	9.8%	12.6%	16.1%	18.8%	20.6%	22.3%
所得税	-53	-87	-95	-213	-288	-378
所得税率	17.4%	19.3%	13.2%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	250	365	628	853	1,150	1,513
少数股东损益	-26	4	13	5	8	10
归属于母公司的净利润	276	361	615	848	1,142	1,503
净利率	8.9%	10.1%	13.6%	14.9%	16.4%	17.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	250	365	628	853	1,150	1,513
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	183	127	117	79	87	93
非经营收益	-107	-82	-186	-129	-165	-180
营运资金变动	4	-63	266	-202	-163	-193
经营活动现金净流	329	347	825	601	909	1,233
资本开支	-94	-90	-132	27	-44	-70
投资	-65	-67	-500	-1	0	0
其他	15	26	18	150	150	165
投资活动现金净流	-144	-131	-614	176	106	95
股权募资	3	3	416	0	0	0
债权募资	2	-4	0	-3	0	1
其他	-121	-112	-178	-8	-112	-157
筹资活动现金净流	-117	-113	238	-11	-112	-156
现金净流量	68	103	449	766	903	1,172

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	768	872	1,329	2,094	2,997	4,169
应收款项	322	468	439	569	741	940
存货	318	399	375	529	649	804
其他流动资产	27	30	17	35	47	56
流动资产	1,435	1,767	2,160	3,226	4,435	5,969
%总资产	67.6%	69.4%	60.0%	71.1%	77.4%	82.1%
长期投资	292	358	999	1,000	999	999
固定资产	289	251	227	206	197	208
%总资产	13.6%	9.9%	6.3%	4.5%	3.4%	2.9%
无形资产	76	144	170	105	96	88
非流动资产	688	779	1,442	1,313	1,295	1,298
%总资产	32.4%	30.6%	40.0%	28.9%	22.6%	17.9%
资产总计	2,122	2,547	3,602	4,540	5,730	7,267
短期借款	14	10	0	0	0	0
应付款项	487	650	741	872	996	1,143
其他流动负债	99	103	163	238	311	390
流动负债	600	763	905	1,111	1,307	1,532
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	4	2	11	0	0	0
负债	604	765	915	1,111	1,307	1,533
普通股股东权益	1,497	1,759	2,710	3,448	4,433	5,734
少数股东权益	21	23	21	26	34	44
负债股东权益合计	2,122	2,547	3,647	4,585	5,775	7,312

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	1.270	1.110	1.453	1.891	2.548	3.352
每股净资产	3.538	4.158	6.045	7.690	9.888	12.790
每股经营现金净流	0.777	0.821	1.858	1.340	2.028	2.749
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	18.42%	20.54%	22.68%	24.59%	25.77%	26.21%
总资产收益率	12.99%	14.18%	16.85%	18.49%	19.78%	20.55%
投入资本收益率	15.79%	15.47%	17.02%	20.55%	22.54%	23.37%
增长率						
主营业务收入增长率	14.71%	15.60%	25.93%	26.17%	22.70%	21.88%
EBIT增长率	-9.75%	17.29%	56.42%	66.11%	41.07%	34.10%
净利润增长率	18.15%	31.06%	70.14%	37.94%	34.75%	31.55%
总资产增长率	13.88%	20.00%	43.20%	26.04%	26.21%	26.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.3	35.9	34.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	97.5	97.7	71.1	80.0	82.0	85.0
应付账款周转天数	77.9	79.4	74.1	82.0	80.0	75.0
固定资产周转天数	30.6	24.1	17.6	12.6	9.9	8.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.70%	-48.36%	-48.64%	-60.28%	-67.09%	-72.13%
EBIT利息保障倍数	-57.0	-30.9	-31.0	-52.1	-49.5	-47.2
资产负债率	28.48%	30.04%	25.10%	24.23%	22.64%	20.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	13	17	31	51
增持	1	4	7	10	15
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.41	1.38	1.34	1.30

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 2012-10-11	增持	47.16	48.06 ~ 54.06
2 2012-10-16	增持	48.93	53.14 ~ 59.79
3 2012-10-31	增持	50.37	53.14 ~ 59.79
4 2012-12-19	增持	48.85	53.14 ~ 57.98
5 2013-01-21	增持	55.18	62.89 ~ 66.49
6 2013-03-15	增持	65.43	68.07 ~ 71.86
7 2013-04-26	增持	70.65	76.44 ~ 81.53
8 2013-05-15	增持	62.99	N/A

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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 6793
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：0755-33516015
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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net