

2011 年 3 月 29 日

上海家化

期待机制改革，助力新一轮发展

尽管由于天气异常，导致六神产品增速有所下滑，公司 2010 年收入和净利同比仍分别实现了 15% 和 18% 的增长。我们维持买入评级，将目标价格上调至 43.40 元。

A
买入

600315.SS - 人民币 37.13

目标价格: 人民币 43.40 (↑29.56)

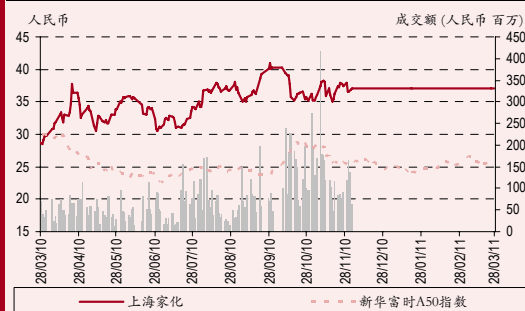
倪晓曼

(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(%)	0	0	0	28
相对新华富时 A50 指数(%)	(5)	(2)	(6)	38

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	423
流通股(%)	62
流通股市值(人民币百万)	9,738
3 个月日均交易额(人民币百万)	0
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
上海家化集团	38

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
具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 上海家化 2010 年化妆品主业收入达到 27.9 亿元, 同比增长 11%。佰草集全年增速 50%, 已成长为与六神并驾齐驱的支柱品牌, 二者贡献的利润占到 70%。
- 在六神恢复稳定增长 7% 以上, 佰草集、高夫和家安保持高速增长的前提下, 我们预计 2011 年公司主营收入和净利同比增长将达到 15% 和 33%。
- 如果改制顺利实施, 公司的经营管理机制将进一步市场化, 激励机制更加有效, 有利于公司的长远发展。

评级面临的风险因素

- 集团改制不能一次成功, 将影响业绩稳定增长。

估值

- 公司充沛的现金流显示了较好的经营状况。我们根据 DCF 方法计算, 公司的每股价值在 46.74 元。
- 考虑家化集团改制如果顺利实施, 其业绩增长可能超预期, 我们给予其 2012 年 35 倍预期市盈率, 目标价由 29.56 元上调为 43.40 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,697	3,094	3,521	4,083	4,655
变动(%)	8	15	14	16	14
净利润(人民币 百万)	233	276	366	524	640
全面摊薄每股收益(人民币)	0.717	0.652	0.864	1.238	1.514
变动(%)	(15.9)	(9.1)	32.6	43.3	22.2
市场预期每股收益(人民币)	-	0.713	0.998	1.390	1.840
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.337	1.655	-
调整幅度(%)	-	-	(35.3)	(25.2)	-
核心每股收益(人民币)	0.717	0.652	0.864	1.238	1.514
变动(%)	(15.9)	(9.1)	32.6	43.3	22.2
全面摊薄市盈率(倍)	51.8	57.0	43.0	30.0	24.5
核心市盈率(倍)	51.8	57.0	43.0	30.0	24.5
每股现金流量(人民币)	1.21	0.48	0.78	1.30	1.41
价格/每股现金流量(倍)	30.7	77.5	47.6	28.7	26.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.4	38.7	29.2	20.2	17.8
每股股息(人民币)	0.350	0.380	0.250	0.300	0.350
股息率(%)	0.9	1.0	0.7	0.8	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值。尽管每年都有一定的资产减值计提，上海家化净利增长受到影响，但其充沛的现金流仍然显示了较好的经营状况。我们根据 DCF 方法计算，公司的每股价值在 46.74 元。从净利角度测算，依托于多品牌策略，我们预计上海家化未来三年净利增速将达到 32%，考虑家化集团改制如果顺利实施，其业绩增长可能超预期，我们给予其 2012 年 35 倍预期市盈率，目标价由 29.56 元上调为 43.40 元，维持**买入**评级。

2010 年净利同比增长 18%。公司 2009 年实现销售收入 30.9 亿元，同比上升 15%，该业绩增长略低于我们预期，主要是六神系列产品因为 10 年气候异常导致收入增速较低，达到 5%，而往年正常年份的增速在 10% 左右。公司主营利润和收入保持同步，增速 15%。虽然管理费用由于股权激励费用的下降，同比小幅减少 4% 至 3 亿元，但销售费用由于佰草集等品牌的快速扩张增速达到 31%，导致经营利润同比下降 10%。虽然天江药业的投资收益同比增加 2 倍至 8,900 万元，但公司同时对可采品牌进行了商誉减值和应收款计提，导致资产减值金额同比增长 63% 至 9,500 万元，公司税前利润同比基本持平至 3.02 亿元。由于少数股东权益冲回，使得公司净利同比增长 18% 至 2.76 亿元。同时，公司经营性净现金流达到 3.28 亿元，较为充沛。另外，公司同时公布每 10 股派发 2.5 元的红利分配方案。

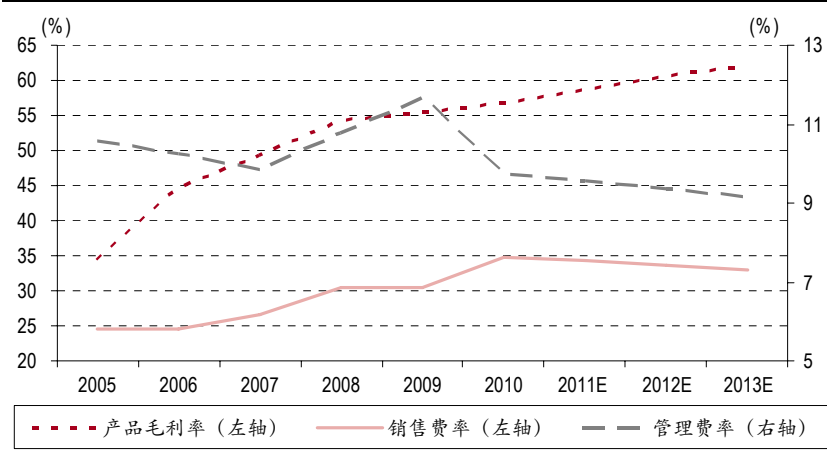
图表 2.2010 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动%
营业额	2,697	3,094	15
销售税金	(24)	(25)	4
净销售额	2,673	3,069	15
销售成本	(1,215)	(1,399)	15
毛利润	1,458	1,670	15
销售费用	(819)	(1,076)	31
管理费用	(315)	(301)	(4)
经营利润	325	293	(10)
投资收益	22	89	304
财务费用	(2)	5	(357)
资产减值	(58)	(95)	63
其它	9	10	14
税前利润	294	302	3
所得税	(56)	(53)	(6)
少数股东权益	(6)	26	(533)
净利润	233	276	18
主要比率 (%)			
毛利率	54.1	54.0	
经营利润率	12.0	9.5	
净利率	8.6	8.9	

资料来源：公司数据

佰草集已成长为与六神并肩的支柱品牌。由于全球经济复苏，国内消费增长回暖，根据 Euromonitor 统计，2010 年中国日化总体销售额同比增长 10.5% 至 1,608 亿元。上海家化 2010 年化妆品主业收入达到 27.9 亿元，同比增长 11%。公司通过加强对成本分析和控制，优化原材料储备力度和节奏，有效控制供应链成本，使化妆品毛利率同比提高了 1.32 个百分点。按品牌分列，2010 年佰草集成为公司主业的主要增长点，全年收入增速达到 50%，利润占比超过 30%。六神系列产品尽管增速下滑至 5%，但我们预计收入接近 13 亿元，与佰草集一起成为公司主要利润来源，二者相加占比在 70% 上下。2010 年公司表现抢眼的品牌还有高夫、家安，其收入增速分别超过 20% 和 50%，成为以后业绩增长的潜在亮点。另外，美加净保持了稳定增长，报表收入已接近 3 亿元。但可采、ADIDAS 这两个品牌发展并不顺利，公司已经在年报里对可采的商誉和应收款等做了计提，计划未来通过研发新品和加强管理团队来改变可采现状。ADIDAS 未来可能退出公司的品牌体系。

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

2011 年化妆品增速将有所恢复。在 2010 年报中，公司提及，管理层在 2011 年将力争实现营业收入不低于 34 亿元，其中化妆品收入增幅不小于 10%，净利增幅不低于 15%。我们预计这个目标实现的概率较大，主要是由于：1) 今年气候持续异常的概率较小，即便如此，公司由于有了去年的经验，六神的渠道管理会有所改善，我们预计六神系列产品增速将恢复到 8% 以上；2) 公司计划 2011 年将继续新开 150-200 家佰草集分店，到今年年底佰草集店铺有望突破 1,000 家。得益于新店增加，老店的同店收入增长，我们预计全年佰草集增速有望保持在 40% 左右；3) 美加净稳定增长，高夫、家安高速增长趋势不变。我们预计 2011 年公司化妆品收入有望突破 32 亿，增速达到 15% 左右。在三项费用比例维持稳定，没有其他大幅资产减值的情况下，我们预计公司 2011 年净利将同比增长 3% 至 3.66 亿元。

公司经营管理机制有望实现进一步市场化运作。目前上海市政府已批准公司第一大股东——家化集团的改制方向，如果改制顺利实施，公司的经营管理机制将进一步市场化，激励机制更加有效，有利于公司的长远发展。公司已经在年报中提出了如果化妆品收入增幅超过 20%，每增长 1%，在此基础上工资总额增长比例为 2% 的大幅激励制度。我们对公司未来增长充满期待。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,697	3,094	3,521	4,083	4,655
销售成本	(1,239)	(1,424)	(1,574)	(1,731)	(1,955)
经营费用	(1,041)	(1,283)	(1,439)	(1,636)	(1,911)
息税折旧前利润	418	387	508	717	789
折旧及摊销	(93)	(94)	(109)	124	55
经营利润(息税前利润)	325	293	398	592	734
净利息收入/(费用)	(2)	5	(4)	(6)	0
其他收益/(损失)	(28)	4	50	50	50
税前利润	295	302	444	637	784
所得税	(56)	(53)	(71)	(102)	(125)
少数股东权益	(6)	26	(7)	(11)	(18)
净利润	233	276	366	524	640
核心净利润	233	276	366	524	640
每股收益(人民币)	0.717	0.652	0.864	1.238	1.514
核心每股收益(人民币)	0.717	0.652	0.864	1.238	1.514
每股股息(人民币)	0.350	0.380	0.250	0.300	0.350
收入增长(%)	8	15	14	16	14
息税前利润增长(%)	42	(10)	36	49	24
息税折旧前利润增长(%)	35	(7)	31	41	10
每股收益增长(%)	(16)	(9)	33	43	22
核心每股收益增长(%)	(16)	(9)	33	43	22

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	701	768	939	1,305	1,702
应收帐款	297	302	404	469	534
库存	268	318	406	446	504
其他流动资产	34	47	35	40	112
流动资产总计	1,299	1,435	1,785	2,260	2,852
固定资产	293	289	390	421	91
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	272	398	407	427	602
长期资产总计	564	688	797	848	693
总资产	1,863	2,122	2,582	3,107	3,544
应付帐款	295	302	386	424	479
短期债务	12	14	10	10	10
其他流动负债	182	284	263	396	350
流动负债总计	489	600	660	830	839
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5	5
股本	326	423	423	423	423
储备	994	1,074	1,455	1,800	2,228
股东权益	1,320	1,497	1,878	2,223	2,651
少数股东权益	49	21	39	49	49
总负债及权益	1,863	2,122	2,582	3,107	3,544
每股帐面价值(人民币)	4.05	3.54	4.44	5.25	6.27
每股有形资产(人民币)	4.05	3.54	4.44	5.25	6.27
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.12)	(1.78)	(2.20)	(3.06)	(4.00)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	295	302	444	637	784
折旧与摊销	93	94	109	124	55
净利息费用	2	(5)	4	6	0
运营资本变动	81	(48)	(107)	(66)	(68)
税金	(56)	(53)	(71)	(102)	(125)
其他经营现金流	(22)	(89)	(50)	(50)	(50)
经营活动产生的现金流	394	203	330	548	595
购买固定资产净值	(79)	(90)	(95)	(100)	(100)
投资减少/增加	(30)	0	0	0	0
其他投资现金流	20	94	46	44	50
投资活动产生的现金流	(90)	4	(49)	(56)	(50)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(91)	2	(4)	0	0
支付股息	(49)	(161)	(106)	(127)	(148)
其他融资现金流	58	20	0	0	0
融资活动产生的现金流	(82)	(139)	(110)	(127)	(148)
现金变动	222	68	171	366	397
期初现金	479	701	768	939	1,305
公司自由现金流	304	207	281	493	545
权益自由现金流	213	209	277	493	545

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.5	12.5	14.4	17.5	16.9
息税前利润率(%)	12.0	9.5	11.3	14.5	15.8
税前利润率(%)	10.9	9.8	12.6	15.6	16.8
净利率(%)	8.6	8.9	10.4	12.8	13.8
流动性					
流动比率(倍)	2.7	2.4	2.7	2.7	3.4
利息覆盖率(倍)	155.3	n.a.	93.3	105.6	n.a.
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)	2.1	1.9	2.1	2.2	2.8
估值					
市盈率(倍)	51.8	57.0	43.0	30.0	24.5
核心业务市盈率(倍)	51.8	57.0	43.0	30.0	24.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	53.6	59.0	44.5	31.0	25.4
市净率(倍)	9.2	10.5	8.4	7.1	5.9
价格/现金流(倍)	30.7	77.5	47.6	28.7	26.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.4	38.7	29.2	20.2	17.8
周转率					
存货周转天数	88.8	75.1	83.9	38.1	37.2
应收帐款周转天数	37.0	35.3	36.6	39.0	39.3
应付帐款周转天数	38.2	35.2	35.7	36.2	35.4
回报率					
股息支付率(%)	48.8	58.3	28.9	24.2	23.1
净资产收益率(%)	19.3	19.6	21.7	25.5	26.3
资产收益率(%)	14.8	12.1	14.2	17.5	18.5
已运用资本收益率(%)	24.7	20.1	23.0	28.1	29.4

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。所有本报告期内使用的商标、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。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、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。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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一个别情况。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