

改制在即 未来战略更加明晰

研究结论

- 近期业绩回顾：2011 年上半年公司化妆品主业销售提速，主营毛利率同比明显上升。中报显示，公司化妆品主业明显提速，同比增长 20% 左右，同时由于产品结构持续优化和成本的有效控制，主营毛利率同比增加近 2 个百分点。公司中报印证了我们之前的判断——佰草集延续良好增长态势，六神相比去年同期恢复性增长，而美加净和高夫经过品牌定位、产品开发和渠道拓展等方面的重新调整，销售开始明显加速。
- 公司新五年规划确立未来增长前景。公司目前已经形成了梯度分明、攻守兼备的多品牌矩阵，未来持续增长动力十足。根据公司的五年计划(2011—2015 年)，我们预计公司 5 年内化妆品销售收入增长 1 倍以上，2015 年实现化妆品销售收入至少达到 60 亿元以上。我们认为中长期看公司的财务报表将呈现出“销售收入两位数增长，毛利增长大于销售增长，盈利增长大于毛利增长”的态势。
- 公司公告集团整体改制进展情况，2011 年 9 月 7 日起 20 个工作日，上海市国资委将以公开挂牌方式出让其持有的家化集团 100% 国有股权，本次挂牌价格 51.09 亿元，其中所包含家化股份公司的股权价值以每股 36.55 元测算。
- 我们认为集团改制对公司未来发展具有重大的战略意义，我们预计公司未来将利用自有资金加快在包括化妆品在内的时尚产业领域的品牌投资。具体表现为 (1) 形成更市场化的机制，有助于企业全面提升竞争力 (2) 有利于后续激励体制的全面实施，更好地激励现有员工和吸引优秀人才加盟 (3) 有利于更高效灵活地进行投资决策。公司整体的大战略是定位于包括化妆品在内的时尚产业，因此我们判断起未来在利用投资决策方面也将是围绕品牌消费品为主的时尚产业展开，可以充分发挥公司在品牌运营和渠道管理方面的能力和资源。(4) 有利于公司加快国际化进程和获得更充裕的资金、网点等支持等。
- 我们认为公司核心竞争力的关键是具有优秀的自我学习、修复和提升机制。我们认为公司的成功不仅来自于原有老品牌的历史基础和佰草集的成功培育，更本质上其核心竞争力的关键因素是在高素质的人才队伍上形成的优秀的自我学习、修复和提升机制。
- 盈利预测与投资建议：根据中报我们对公司盈利预期进行微调，预测公司 2011—2013 年的每股收益分别为 0.95 元、1.35 元和 1.88 元（原先预测为 0.94 元，1.34 元，1.86 元），维持公司“买入”评级，目标价 47 元。
- 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、天气等因素对六神和美加净品牌未来销售的可能影响等。



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(2010 年 12 月 3 日)

37.13 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)

156

国家/地区

中国

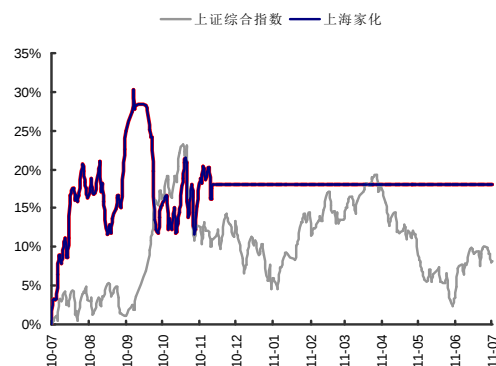
行业

日常消费

报告发布日期

2011 年 9 月 7 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	3526	4154	5046
同比(%)	15%	14%	18%	21%
归属母公司净利润	276	404	573	795
同比(%)	18%	46%	42%	39%
毛利率(%)	54.8%	56.6%	59.5%	61.2%
ROE(%)	18.4%	22.5%	25.5%	27.7%
每股收益(元)	0.65	0.95	1.35	1.88
P/E(倍)	56.98	38.91	27.43	19.75
P/B(倍)	10.49	8.75	6.99	5.47
EV/EBITDA(倍)	39	26	19	14

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

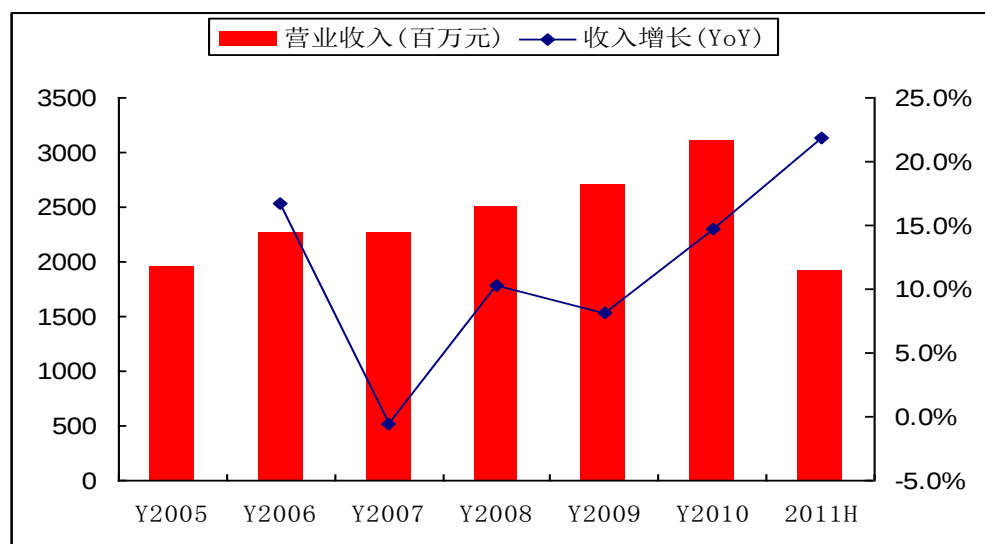
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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申明。

一、近期业绩回顾：化妆品主业销售提速 毛利率明显提升

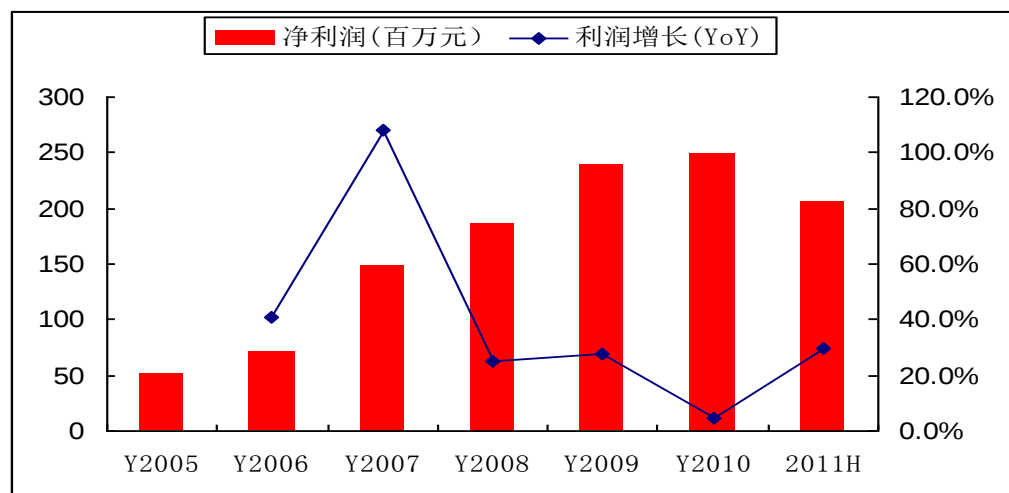
公司 2011 年上半年实现营业收入 19.2 亿元，同比增长 21.9%，归属母公司所有者的净利润 2.07 亿元，同比增长 30%，中期每股收益 0.49 元；营业利润和利润总额分别增长 54.9%和 52.7%。业绩和我们预期基本一致。

图 1 公司营业收入增长图（2005-2011 上半年）



资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 2 公司净利润增长图（2005-2011 上半年）

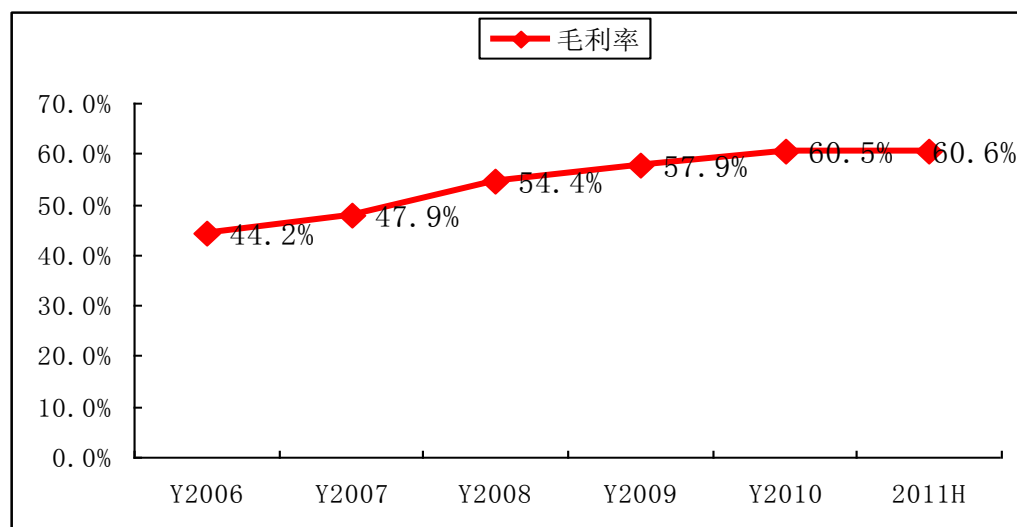


资料来源：公司年报，东方证券研究所

特别需要指出的是，2011年上半年公司主营业务化妆品销售同比增长20.1%，相比2009和2010年10%左右的增速明显提升，主要原因是两大支柱品牌——佰草集延续良好增长态势、六神相比去年同期恢复性增长，而美加净和高夫经过品牌定位、产品开发和渠道拓展等方面的重新调整，销售开始明显加速，也引证了我们之前在公司深度报告中的判断。我们对2011年上半年公司各大品牌的具体发展判断如下：我们预计上半年佰草集增长37%，高夫增长61%，美加净增长52%，六神同比增长15%左右。佰草集的增长来源于外延式的门店数量增加和内生性的同比门店销售提升；六神去年由于天气原因增速较慢，今年恢复性增长，上半年增长15%，其中六神香皂的增速较快，并逐步蚕食行业第一的舒肤佳的市场份额；美加净具有广谱型、高滋润度的特点，品牌定位明确后以其高性价比销售迅速提升；高夫的增长来自于男士化妆品本身发展提速的大背景下品类丰富和渠道的有效拓展。

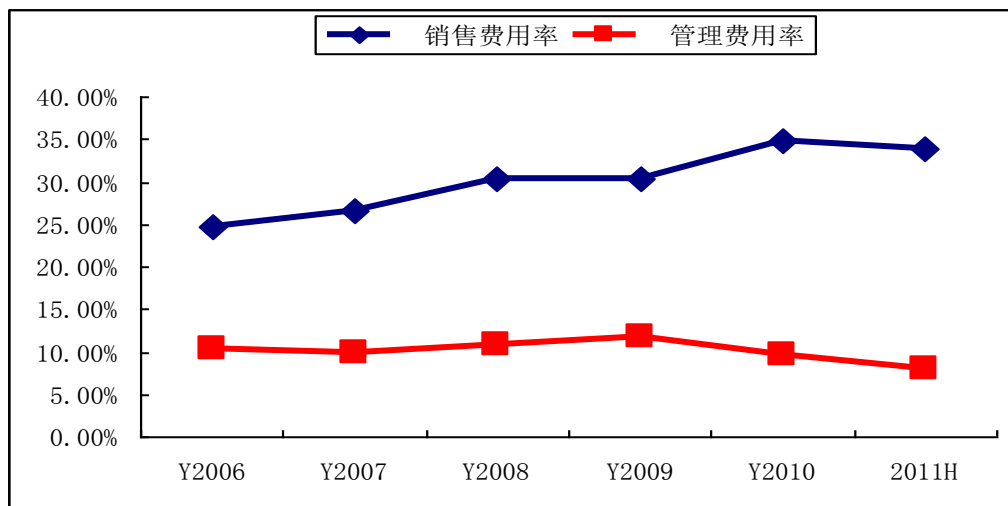
中报显示公司公司主营毛利率不断提升，同比增加近2个百分点，各项费用控制得当。我们认为公司主营毛利率明显提升的主要原因一方面是高毛利的化妆品销售增长迅速，产品结构持续优化，另一方面公司推进全方位精益管理措施降低成本，有效地化解了成本上升的压力，以六神品牌为例，上半年仅外包装创新材料成本降低近4000万元。另外公司在期间费用方面也控制得当，上半年销售费用率为33.8%，较去年全年降低1个百分点，2010年销售费用率短期快速增长的势头基本得到控制，我们预计伴随对家安等仍需要培育的品牌的投入逐步控制，2012年起公司销售费用比率相比2010和2011年会有小幅下降。

图3 公司毛利率变化图（2006-2011上半年）



资料来源：公司年报，东方证券研究所

图 4 公司销售费用率、管理费用率变化图（2006-2011 上半年）



资料来源：公司年报，东方证券研究所

另外中报显示，公司投资的天江药业治理结构得到进一步改善。天江药业通过其他股权转让和增资引入中金作为第一大股东，公司成为第二大股东，股权比例由 26.49%降为 23.84%，自天江药业兼并一方药业后其治理结构和经营得到进一步优化。2011 年上半年天江药业业绩增长迅速，实现销售收入 5.27 亿，利润 1.29 亿，分别为去年全年的 68%和 61%。我们认为现在天江药业的产品医保范围只覆盖公司所在地的江苏、广东以及北京 3 省市，随着医保范围的扩大，天江药业的业绩持续增长值得期待。我们维持前期公司深度报告中的判断，预计未来天江药业的战略方向仍是改制上市，因此除了依托本身业务的良好发展为公司提供持续增长的投资收益外（估计每年增长至少在 20%——30%以上），上市也将为公司的股权投资带来进一步的升值空间。

二、公司最新跟踪信息

近期我们公司进行了动态跟踪，我们对公司的最新观点如下：

1、新五年规划确立公司未来增长前景

公司目前已经形成了梯度分明、攻守兼备的多品牌矩阵，未来持续增长动力十足。六神是公司最强大的现金牛，美加净增速重新加快，佰草集是快速增长中的明星品牌，也是短期盈利增长的主要来源之一，而高夫则有望成为公司又一个快速增长的子品牌。参加了上海家化的投资者交流会，就相关问题和公司高管做了交流。公司的中报进一步印证了我们之前对各品牌发展的判断。

根据公司的五年计划(2011——2015 年)，我们预计公司 5 年内化妆品销售收入增长 1 倍以上，2015 年实现化妆品销售收入至少达到 60 亿元以上（佰草集 25 亿元，六神 20 亿元，高夫 5 亿元，家安 5 亿元，美加净 10 亿元）。同时考虑到产品结构的持续优化和期间费用的有效控制，我们预计中长期看公司的财务报表将呈现出“销售收入两位数增长，毛利增长大于销售增长，盈利增长大于毛利增长”的态势。

2、改制对公司未来发展具有重大的战略意义

公司9月7日公告集团整体改制最新进展情况，经上海市人民政府批准原则同意家化集团改制方案，明确了交易方式、转让底价、受让方资格条件等事项。2011年9月7日，上海市国有资产监督管理委员会将以公开挂牌方式出让所持有的家化集团100%国有股权。

公告显示本次转让的基本情况如下（1）转让主体：上海市国有资产监督管理委员会（2）转让标的：上海家化（集团）有限公司100%股权（3）转让方式：通过上海联合产权交易所公开挂牌交易（4）挂牌价格：510900万元，其中上海家化（集团）有限公司持有上海家化联合股份有限公司12006.02万股，按照上海家化联合股份有限公司停牌前30个交易日的每日加权平均价格算术平均值36.55元计算，上海家化（集团）有限公司持有上海家化联合股份有限公司股权价值为438820万元。（5）挂牌期间：2011年9月7日起20个工作日

本次公告也明确了股权转让的交易条件（1）产权交易价款在签订产权交易合同后5个工作日内支付30%，在本次转让取得国务院国资委批文后5个工作日内支付50%，剩余价款在产权交易合同签订后一年内付清（余款应提供合法担保，并按同期银行贷款利率支付延期付款期间利息）（2）同意接受上海家化（集团）有限公司整体改制职工安置方案，承诺受让后标的公司将继续履行职工安置方案，妥善安置职工，并保持原管理团队和职工队伍的基本稳定。（3）认同上海家化（集团）有限公司多元化时尚产业发展战略，对受让后的标的公司有明确的发展规划，并承诺受让后标的公司将继续使用和发展集团旗下的所有家化品牌，并着力提升相关品牌在国际上的知名度。（4）本次股权转让完成后，受让方持有上海家化（集团）有限公司实际控制权5年内不得转让，且上海家化联合股份有限公司实际控制人5年内不得发生变更。（5）承诺本次股权转让完成后上海家化（集团）有限公司和上海家化联合股份有限公司总部及注册地仍在上海。（6）意向受让人应在资格确认后3个工作日内向上海联合产权交易所指定账户汇入5亿元人民币为交易保证金或提供等额银行保函。如采取竞价交易方式，该交易保证金自动转为竞价保证金。受让人保证金在《产权交易合同》签订后可转为交易价款。（7）法律、行政法规对国有企业改制要求的其他条件。

本次公告也披露了对未来股权受让方的资格要求（1）受让方为依据《中华人民共和国公司法》设立的企业，受让方或其控股母公司的总资产规模不低于500亿元（人民币）（2）具有良好的财务状况和支付能力，有良好的商业信用（3）具有支持上海家化（集团）有限公司业务发展的相应资源（4）受让方及其关联企业与上海家化联合股份有限公司主营业务不存在同业竞争关系；（5）本项目不接受联合受让（6）符合中国证监会《上市公司收购管理办法》对收购人的相关规定（7）国家法律、行政法规规定的其他条件。

我们集团改制成功后对公司的未来发展具有重大的战略意义，具体表现在如下方面：

（1）形成更市场化的机制，有助于企业全面提升竞争力

（2）有利于后续激励体制的全面实施，更好地激励现有员工和吸引优秀人才加盟。公司未来还有8%的股权可以用于做激励，而公司总员工数量未来将下降到900人左右，人均产出很高（人均销售近300万元，人均毛利近180万元），为有效激励现有员工和吸引优秀人才加盟提供了足够的空间。

（3）有利于更高效灵活地进行投资决策：公司的经营现金流一直很好，目前帐面有超过8个亿的现金，未来随着盈利的增加，可利用的现金将进一步提高。我们判断随着改制的完成，公司未来在更好地利用自有资金进行投资决策方面会有很好的突破。公司整体的大战略是定位于包括化妆

品在内的时尚产业,因此我们判断起未来在利用投资决策方面也将是围绕品牌消费品为主的时尚产业展开,可以充分发挥公司在品牌运营和渠道管理方面的能力和资源。同时,公司近期公告拟在香港成立家化国际投资有限公司(暂定名),也部分透露了未来的发展意向——通过香港这个更国际化的窗口有效地进行境外投资,借助家化的品牌运作经验,增强公司与国际市场的接轨,大大加快公司国际化战略的实施步伐。

(4) 有利于公司加快国际化进程和获得更充裕的资金、网点等支持:由于本次改制对未来新股东的要求设立一些进入壁垒,包括总资产、国际化、渠道和客户等要求,也是未来保障公司通过改制能进一步加快国际化进程,并能获得更好的资金、渠道和客户资源等支持。

3、公司的核心竞争力的关键是具有优秀的自我学习、修复和提升机制

日化行业是国内最早对外资放开的行业之一,国内市场的竞争十分激烈,外资巨头基本把持了行业的大部分市场,公司也是目前本土品牌中硕果仅存的企业。我们认为公司的成功不仅来自于原有老品牌的历史基础和佰草集的成功培育,更本质上而言其核心竞争力的关键因素是在高素质的人才队伍上形成的优秀的自我学习、修复和提升机制。从公司的发展历史看,也经历了不少波折,有做得很好的品牌,也有不太成功的品牌,但无论是经验还是教训,公司都进行了及时总结和反思,并用于调整和完善下一步工作。我们认为这也是公司包括所有品牌消费品企业能够保持持续增长的最重要因素。

三、盈利预测

根据中报情况,我们对公司盈利预期进行了微调,预测公司 2011—2013 年的每股收益分别为 0.95 元、1.35 元和 1.88 元(原先预测为 0.94 元,1.34 元,1.86 元),未来三年盈利的复合增长率为 42%。考虑到未来业绩增速、行业标的的稀缺性以及公司上市以后历年的估值水平,我们认为给予公司 2012 年 35 倍的估值水平较为谨慎合理,对应目标价格 47 元,维持公司“买入”评级。

四、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、天气等因素对六神和美加净品牌未来销售的可能影响以及新股东进入后对公司经营管理的可能影响等。

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	1737	2308	3086	营业收入	3094	3526	4154	5046
现金	768	973	1444	2063	营业成本	1399	1531	1683	1959
应收账款	264	300	370	437	营业税金及附加	25	28	33	40
其它应收款	20	20	26	31	营业费用	1076	1234	1433	1716
预付账款	22	16	20	25	管理费用	301	353	407	484
存货	318	375	389	459	财务费用	-5	-10	-16	-24
其他	43	53	59	71	资产减值损失	95	-3	23	28
非流动资产	688	699	639	573	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	292	290	290	290	益				
固定资产	258	279	262	227	投资净收益	89	83	95	112
无形资产	31	35	34	37	营业利润	292	476	684	954
其他	106	96	52	19	营业外收入	11	10	10	10
资产总计	2122	2436	2947	3659	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	600	618	678	767	利润总额	302	486	694	964
短期借款	14	10	10	10	所得税	53	85	121	169
应付账款	302	346	379	439	净利润	250	401	573	795
其他	284	262	289	318	少数股东损益	-26	-3	0	0
非流动负债	4	5	5	5	归属于母公司净	276	404	573	795
长期借款	0	0	0	0	利润				
其他	4	5	5	5	EBITDA	375	555	769	1038
负债合计	604	623	683	771	EPS（元）	0.65	0.95	1.35	1.88
少数股东权益	21	18	18	18	主要财务比率				
股本	423	423	423	423	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	371	371	371	371	成长能力				
留存收益	704	1002	1454	2077	营业收入	14.7%	14.0%	17.8%	21.5%
归属母公司股东权益	1497	1795	2246	2869	营业利润	2.2%	63.0%	43.7%	39.4%
合计					净利润	18.1%	46.5%	41.8%	38.9%
负债和股东权益	2122	2436	2947	3659	获利能力				
现金流量表					毛利率	54.8%	56.6%	59.5%	61.2%
单位:百万元					净利率	8.9%	11.4%	13.8%	15.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	18.4%	22.5%	25.5%	27.7%
经营活动现金流	329	316	559	727	ROIC	14.2%	19.3%	22.2%	24.2%
净利润	250	401	573	795	偿债能力				
折旧摊销	88	89	101	108	资产负债率	28.5%	25.6%	23.2%	21.1%
财务费用	-5	-10	-16	-24	净负债比率				
投资损失	-89	-83	-95	-112	流动比率	2.39	2.81	3.41	4.03
营运资金变动	-13	-14	-29	-56	速动比率	1.78	2.17	2.78	3.37
其它	98	-67	26	16	营运能力				
投资活动现金流	-144	-14	19	40	总资产周转率	1.55	1.55	1.54	1.53
资本支出	-96	-53	-33	-23	应收账款周转率	11	11	11	11
长期投资	-65	-2	0	0	应付账款周转率	4.69	4.73	4.65	4.79
其他	17	41	52	63	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-116	-98	-106	-148	每股收益	0.65	0.95	1.35	1.88
短期借款	2	-4	0	0	每股经营现金流	0.78	0.75	1.32	1.72
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.54	4.24	5.31	6.78
普通股增加	97	-0	0	0	估值比率				
资本公积增加	16	-0	0	0	P/E	56.98	38.91	27.43	19.75
其他	-232	-94	-106	-148	P/B	10.49	8.75	6.99	5.47
现金净增加额	68	204	472	619	EV/EBITDA	39	26	19	14

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