

# 恐现持久内耗，下调评级至中性

中性（下调）

上海家化（600315）集团董事长被免职事件点评

风险评级：较高风险

李隆海（SAC 执业证书编号：S0340510120006）

研究助理：杨柳波

2013 年 5 月 14 日

电话：0769-22110619 邮箱：ylb1@dgzq.com.cn

## 事件：

据新浪财经报道，平安信托 13 日晚间证实，5 月 11 日，上海家化（600315）集团召开临时董事会议，决议免去葛文耀上海家化集团董事长和总经理职务，由家化集团董事、平安信托副总经理张礼庆出任家化集团董事长。免职理由为：接到员工举报，反映集团管理层在经营管理中存在设立“账外账、小金库”、个别高管涉嫌私分小金库资金、侵占公司和退休职工利益等重大违法违纪问题，涉案金额巨大。同时，上海家化官方微博发表声明，表示上海家化一向奉行前门开足，后门关刹的管理制度，资金来源合法，绝无违法行为，董事长葛文耀也从未多拿一分钱。另外，葛文耀也在其微博上对上述事件极力辩解。上海家化 5 月 15 日发布公告称：上述事件未影响公司正常生产经营活动，葛文耀仍担任上市公司董事长，正常履职，公司经营活动一切正常。同时，据媒体披露，上海国资委已介入双方争端。

## 点评：

### 1、葛文耀被免职反映了平安与家化管理层在经营和管理理念上矛盾的升级

葛文耀从 1984 年开始在家化任职，1996 年开始担任上海家化董事长兼总经理，1997-2012 年，家化营收从 8.77 亿增加到 45 亿，年均增长 11.5%，归属母公司的净利润从 3500 万增加到 6.15 亿，年均增长 21%，2005 年以后更是跨入加速增长阶段。在葛文耀的带领下，上海家化从籍籍无名的日化国企到发展到今天成为日化行业硕果仅存的能与外资抗衡的民族品牌之一，葛文耀已经成为上海家化的灵魂人物。据葛文耀微博披露，其在企业发展初期为吸引人才，成立了一个员工持股公司，用于提高核心人员福利待遇；2007 年以后，为提高退休人员的待遇，又设立了“共享费”，使退休职工也很享受到企业发展成果，葛称：这种做法对改革僵化的国企体制，吸引和留住人才、提高企业发展活力起到了非常重要的作用。而据媒体披露，平安认为公司私设“账外账”和“小金库”，个别高管涉嫌私分小金库资金、侵占公司和退休职工利益等重大违法违纪问题，涉案金额巨大。可见，如上述信息属实，公司管理层和股东方平安的矛盾已经全面激化，并进入摊牌阶段。我们认为，双方的矛盾可能有以下几方面的原因：1）平安作为以保险起家的金融资本，更加注重合规经营和风险控制，其管理层方面更加注重实际经营绩效，合规意识和风险意识相对较弱。这种分歧在 2012 年上海家化竞购海鸥手表的过程中就已得到体现；2）作为在日化行业经营多年，并取得卓越业绩的家化管理层，既希望得到平安方面的资本支持，在经营中又不想受到平安方面影响，而平安对于自己投资 70 多亿的项目想要拥有更多的话语权。

### 2、葛文耀目前仍能控制上市公司运作，但公司不确定性大大增加

目前家化集团持有上市公司 26.78% 的股权，其余股份主要控制在公众投资者手里，特别是机构投资者手里。数据显示，截至一季度末，基金持股升至 1.575 亿股，占上海家化流通股的 37.23%，超过了第一大股东家化集团。作为单一大股东，平安的权利限于召集股东大会和董事会，只要公众投资者倒向管理层一边，平安对上市公司并无控制能力。从公司股价表现来看，公众投资者对管理层的经营能力是非常认可的，短期内葛文耀及其管理层还能控制上市公司，公司在公告中也表示目前生产经营一切正常。但平安作为实

力雄厚的资本集团，希望对其斥巨资投资的项目有着更多的话语权属于合理诉求，可能将采取进一步的行动以谋求在上市公司更多话语权，公司的内耗可能还将继续。目前上海国资委已经进入调节，我们认为双方达成妥协（即葛文耀继续执掌上市公司，但平安话语权增加）的可能性在增大，但调节失败，公司陷入“雷士照明”式的持久内耗的风险也不能排除。总体而言，短期内公司面临较大的不确定性，即使双方达成和解，由于平安对管理层的影响，原来的增长逻辑也面临考验。

### 3、恐陷入持久内耗，下调评级至中性

对于日化类企业而言，人和制度是核心竞争力，其中管理层和一把手又是最为重要的。我们认为本次事件对家化的核心竞争力将产生较为重大的不利影响，且由于双方理念上差异巨大，都极为强势，这场争斗的时间和结果都存在较大的不确定性，有陷入持久内耗的风险。基于上述考虑，我们下调公司 2013 年和 2014 年 EPS 预测至 1.67 元和 1.97 元（分别下调 10%和 20%），对应 42 倍和 36 倍 PE，下调公司评级至“中性”，建议投资者短期内回避该股。

## 东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

## 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

## 声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

## 东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430