

肉制品

黄巍

0755-82026732

huangwei1@cjis.cn

双汇发展

000895

推荐

首次披露双汇集团及其关联企业相关员工的持股明细

双汇发展公布澄清公告,就 2009 年 12 月 15 日某媒体以《双汇复杂股权结构曝光,鼎晖背后 MBO 隐现》为题刊登文章,称“随着高盛减持行为得到证实,双汇欲实行管理层股权激励(MBO)和双汇集团整体上市的猜测亦浮出水面”,进行解释。

投资要点:

- **首次披露双汇集团及其关联企业相关员工的持股明细。**双汇集团及其关联企业相关员工(约 300 人)间接持有股份公司股权 16.37%,其间间接持有层次为:1)双汇集团及其关联企业的相关员工约 300 人于 2007 年 10 月通过信托方式在英属维尔京群岛设立了 Rise Grand; 2)由 Rise Grand 进一步在英属维尔京群岛设立 Heroic Zone(持有 100%); 3)由 Heroic Zone 联合其他公司成立 Shine C(持有 31.82%); 4)由 Shine C 持有 100% Glorious Link International Corporation; 5)再由其持股 100% Rotary Vortex Limited; 6)由 Rotary Vortex 持有 100% 双汇集团和 21.18%股份公司; 7)此外,双汇集团持股 30.27%股份公司。最终,双汇集团及其关联企业相关员工持有股份公司股权 $16.37\% = 31.82\% \times (21.18\% + 30.27\%)$,其中股份公司员工 101 人持有股份公司股权 $7.15\% = 43.67\% \times 31.82\% \times (21.18\% + 30.27\%)$ 。
- **澄清内容涉及三个月内不做股权激励和筹划资产注入、整体上市、发行股份的事项。**
- **集团增长稳步可期,关注整体上市。**双汇集团至 1984 年成立以来,2008 年销售收入达 350 亿元,集团生猪屠宰量世界第四,肉制品产量全球第三,品牌价值达 161.56 亿元。公司规划 2010 年集团收入 500 亿元,2015 年达到 1000 亿元。我们认为,持股明细披露意味着双汇的信息披露更加透明,下面关注解决关联交易所带来的整体上市。
- **目标价 55.70 元,维持“推荐”评级。**预测公司 2009~2011 年 EPS 为 1.47 元、1.81 元和 2.17 元,对于快速消费品的龙头企业在其行业主要原材料出现价格波动的背景下,以及关联交易解决曙光初现,用 2010 年 1 倍 PS 估值也属合理,合理价格 55.70 元,对应 2010 年 31 倍,给予“推荐”评级。

6-12 个月目标价: 55.70 元

当前股价: 51.00 元

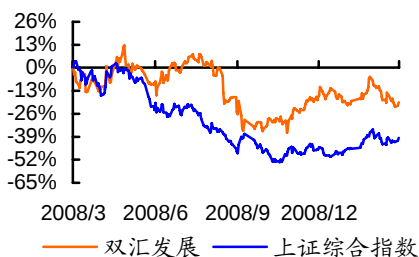
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3260.00
总股本(百万)	606
流通股本(百万)	294
流通市值(亿)	150
EPS (TTM)	1.15
每股净资产(元)	4.51
资产负债率	32.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双汇发展	-11.13	-3.57	7.25
上证综合指数	-4.36	12.22	15.00



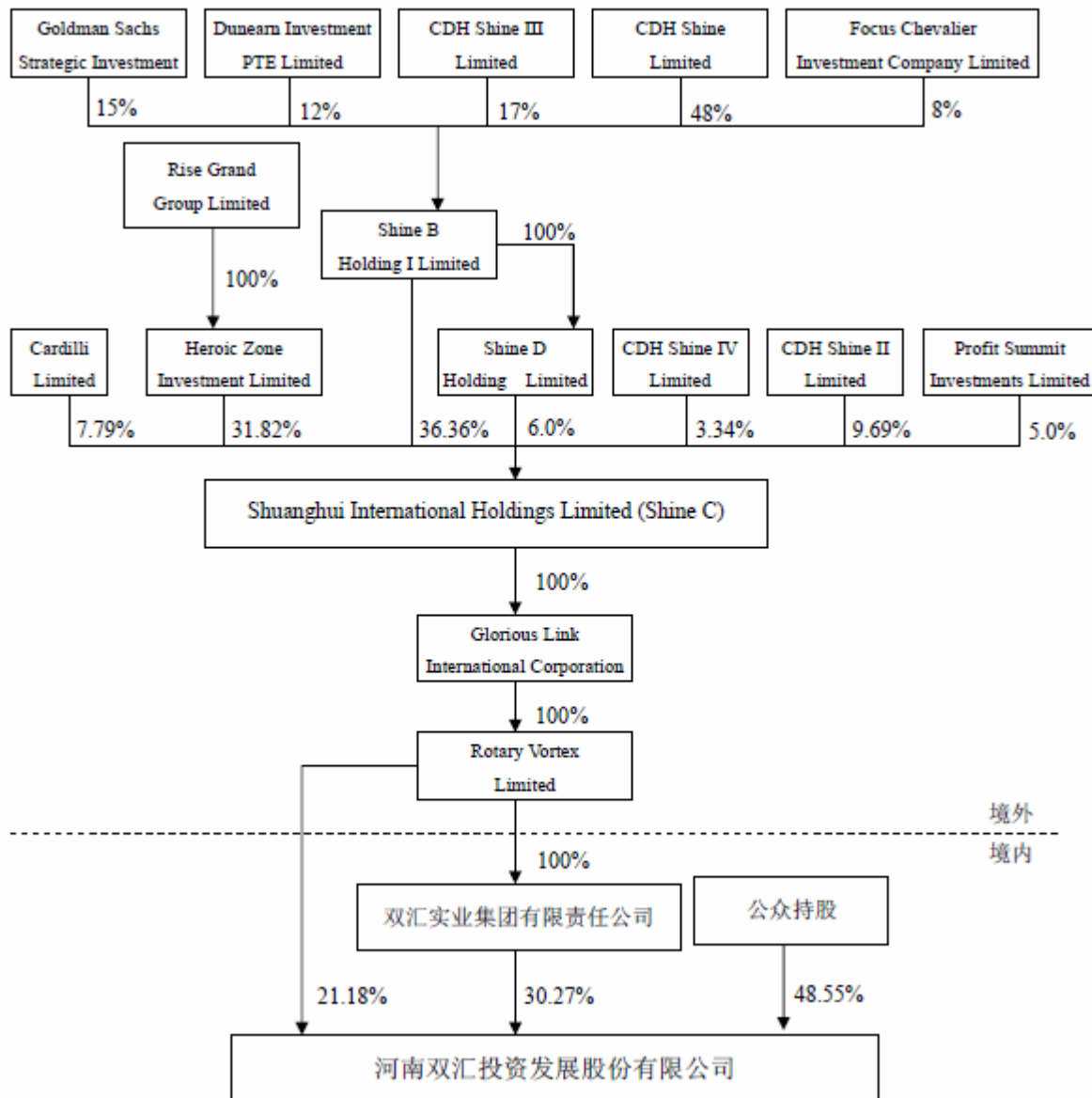
相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	26010	28753	33752	39798
同比(%)	19%	11%	17%	18%
归属母公司净利润(百万元)	818	989	1199	1413
同比(%)	24%	27%	24%	20%
毛利率(%)	9.2%	10.0%	10.0%	10.0%
ROE(%)	29.2%	30.5%	34.2%	37.1%
每股收益(元)	1.15	1.47	1.81	2.17
P/E	32.00	27.29	22.07	18.47
P/B	9.35	8.31	7.54	6.85
EV/EBITDA	18	16	13	11

资料来源: 中投证券研究所

图表 1 双汇发展股权结构明细图



资料来源：中投证券研究所

首次披露双汇集团及其关联企业相关员工的持股明细。双汇集团及其关联企业相关员工（约 300 人）间接持有股份公司股权 16.37%，其间接持有层次为：1）双汇集团及其关联企业的相关员工约 300 人于 2007 年 10 月通过信托方式在英属维尔京群岛设立了 Rise Grand；2）由 Rise Grand 进一步在英属维尔京群岛设立 Heroic Zone（持有 100%）；3）由 Heroic Zone 联合其他公司成立 Shine C（持有 31.82%）；4）由 Shine C 持有 100% Glorious Link International Corporation；5）再由其持股 100% Rotary Vortex Limited；6）由 Rotary Vortex 持有 100% 双汇集团和 21.18% 股份公司；7）再由双汇集团持股 30.27% 股份公司。最终，双汇集团及其关联企业相关员工持有股份公司股权 $16.37\% = 31.82\% \times (21.18\% + 30.27\%)$ ，其中股份公司员工 101 人持有股份公司股权 $7.15\% = 43.67\% \times 31.82\% \times (21.18\% + 30.27\%)$ 。

澄清内容涉及三个月内不做股权激励和筹划资产注入、整体上市、发行股份的事项。

屠宰产能和低温肉产能双扩张。屠宰产能：目前集团屠宰产能 1400 万头，其中股份公司 500 万头，计划通过收购和自建方式 3 年扩张到 2000 万头产能；低温肉产能：股份公司低温肉产能 25 万吨已经满产，新增产能中宜昌 2 万吨正在建设，上海 6 万吨已经立项，合计增加低温肉产能 8 万吨至 33 万吨。

集团增长稳步可期，关注整体上市。双汇集团至 1984 年成立以来，2008 年销售收入达 350 亿元，集团生猪屠宰量世界第四，肉制品产量全球第三，品牌价值达 161.56 亿元。公司规划 2010 年集团收入 500 亿元，2015 年达到 1000 亿元。我们认为，持股明细披露意味着双汇的信息披露更加透明，下面关注解决关联交易所带来的整体上市。

目标价 55.70 元，维持“推荐”评级。预测公司 2009~2011 年 EPS 为 1.47 元、1.81 元和 2.17 元，对于快速消费品的龙头企业在其行业主要原材料出现价格波动的背景下，以及关联交易解决曙光初现，用 2010 年 1 倍 PS 估值也属合理，合理价格 55.70 元，对应 2010 年 31 倍，给予“推荐”评级。

河南双汇投资发展股份有限公司澄清公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

一、传闻情况

2009 年 12 月 15 日，有媒体以《双汇复杂股权结构曝光，鼎晖背后 MBO 隐现》为题刊登文章，称“随着高盛减持行为得到证实，双汇欲实行管理层股权激励(MBO)和双汇集团整体上市的猜测亦浮出水面”。

二、澄清说明

经核实，本公司针对上述传闻事项说明如下：

1、经咨询本公司管理层、本公司控股股东、实际控制人，本公司、本公司控股股东、实际控制人目前尚没有实施管理层股权激励，至少未来三个月内亦不会筹划管理层股权激励。

2007 年 10 月，双汇集团及其关联企业(包括本公司在内)的相关员工(约 300 余人，其中本公司员工为 101 人，本公司持股员工名单及股权比例请见附件)通过信托方式在英属维尔京群岛设立了 Rise Grand Group Limited(下称“Rise Grand”)，并由 Rise Grand 进一步在英属维尔京群岛设立了 Heroic Zone Investments Limited(下称“Heroic Zone”)，Heroic Zone 持有 Shine C Holding Limited(现已更名 Shuanghui International Holdings Limited，下称“Shine C”)31.8182%的股权(其中本公司 101 名员工拥有的权益所对应的股权比例为 13.9%)，Heroic Zone 持有该等 Shine C 股权的资金来源为相关员工通过其在境外信托设立的境外公司向境外银行贷款融资。

截至目前，该员工持股计划涉及的境内外股权结构如下图所示：(见图 1)

2、持有 Shine B Holdings I Limited(下称“Shine B”)12%股权的 Dunearn Investment Pte Limited、持有 Shine B 8%股权的 Focus Chevalier Investment Co., Ltd.、持有 Shine C 7.79%股权的 Cardilli Limited、持有 Shine C 9.69%股权的 CDH Shine II Limited、持有 Shine C 3.34%股权的 CDH Shine IV Limited、持有 Shine C 5.0%股权的 Profit Summit Investments Limited 均与本公司管理层不存在任何股权、其他关联及一致行动关系。

3、经咨询，本公司、本公司控股股东、实际控制人目前尚无资产注入、整体上市、发行股份的计划，至少未来三个月内亦不会筹划资产注入、整体上市、发行股份的事项。

三、其他说明

2009 年 1-9 月，本公司实现营业收入 206.66 亿元，同比增长 5.25%；归属于上市公司股东的净利润 62782 万元，同比增长 29.45%。目前，公司生产经营情况稳定，预计全年经营业绩与上年度相比不会出现大幅增长或下降的情况。

本公司董事会确认，公司目前没有任何根据《深圳证券交易所股票上市规则》等有关规定应予以披露而未披露的其他事项，董事会也未获悉本公司有根据《深圳证券交易所股票上市规则》等有关规定应予以披露而未披露的、对本公司股票交易价格产生较大影响的信息。

本公司未能在传闻出现后立即披露本澄清公告，特向广大投资者致以歉意。

四、必要的提示

本公司再次郑重提醒广大投资者：《中国证券报》、《证券时报》、《巨潮资讯网》为本公司指定的信息披露媒体，公司所有信息均以公司在上述媒体刊登的公告为准。

特此公告。

河南双汇投资发展股份有限公司董事会

2009 年 12 月 30 日

附件一：本公司持股员工名单及股权比例

由于公告中提供了 101 人的详细持股明细，在这里只展示前 30 名持股。101 人合计持有 Rise Grand 43.67129819%。

序号	姓名	持有 Rise Grand 股权比例 (%)	相当于持有 Shine C 股权比例 (%)
1	万 隆	14.40704377	4.584062
2	张俊杰	6.178639898	1.965932
3	游 牧	0.204087598	0.064937
4	王玉芬	2.794400689	0.889128
5	祁勇耀	0.666527333	0.212077
6	龚红培	0.020409703	0.006494
7	李 俊	0.282240982	0.089804
8	朱龙虎	0.795704974	0.253179
9	贺圣华	0.51021428	0.162341
10	胡兆振	1.419175189	0.451556
11	楚玉华	1.462232307	0.465256
12	乔海莉	3.299011258	1.049686
13	潘广辉	0.102042227	0.032468
14	马相杰	0.368361504	0.117206
15	郑明军	0.030611411	0.00974
16	李国富	0.020409703	0.006494
17	刘利钢	1.956933453	0.622661
18	张志伟	0.260712422	0.082954
19	周 宵	0.204087598	0.064937
20	郭全福	0.102042227	0.032468
21	谢成军	1.461342879	0.464973
22	赵德峰	0.204087598	0.064937
23	尹卫华	0.204087598	0.064937
24	孟树峰	0.020409703	0.006494
25	李道云	0.102042227	0.032468
26	李留根	1.451024885	0.46169
27	王俊民	0.040816262	0.012987
28	王铁红	0.051021114	0.016234
29	曹莉萍	0.204087598	0.064937
30	马保民	0.020409703	0.006494

双汇复杂股权结构曝光 鼎晖背后 MBO 隐现

来源：南方都市报 2009 年 12 月 15 日 GC04 版

摘要：至今年 11 月 5 日交易完成，高盛再一步减持双汇集团，将间接持股比例一举降至 15%，持有的双汇发展股权比例也从最开始的 31% 左右降至 7.72% 左右。而鼎晖事实上已成为双汇发展的实际控制人。双汇的实际控制人到底是谁？高盛到底减持多少，目前持有多少股份？昨日，双汇发展一份迟来的公告，揭开了其令人眼花缭乱的复杂股权结构。

至今年 11 月 5 日交易完成，高盛再一步减持双汇集团，将间接持股比例一举降至 15%，持有的双汇发展股权比例也从最开始的 31% 左右降至 7.72% 左右。而鼎晖事实上已成为双汇发展的实际控制人。

有业内人士猜测，高盛和鼎晖背后有可能就是双汇管理团队的 MBO，设置如此复杂的股权结构或许与之相关。

而高盛则充当了代持股份和过桥贷款的角色，而此次高盛倒手股权，或引发新一轮双汇发展 MBO 猜测。

针对近日市场盛传的高盛策略投资(亚洲)有限公司(“高盛”)减持双汇集团的消息，双汇发展昨日发布澄清公告，给予间接确认。

更让外界意外的是，这一轮追问终于让双汇一直迷离的股权结构揭起面纱一角，高盛与鼎晖投资并不直接持有罗特克斯，而是经复杂得令人眼花的层层子公司来持有。这也不禁让外界再度发出疑问，为什么要设置如此复杂的股权结构？此外，何以在整整两年的时间里，当时各方均对此三缄其口？

眼花缭乱的股权结构

“股权结构不透明，高关联交易一直是双汇发展被诟病的话题。”昨日，一不愿具名的业界人士告诉记者，“尽管如此，双汇发展一直保持良好的股价和分红，所以也是不少机构的重仓股票。”

昨日双汇发展公告让其股权结构掀起面纱，也让外界见证了不透明下的复杂。根据公告，2007 年高盛向鼎晖投资让出双汇实际控制权，转让罗特克斯 5% 股权后，高盛和鼎晖投资于 2007 年 10 月共同协商决定将由其共同控制的罗特克斯与同受其共同控制的 Shine B Holdings I Limited(“ShineB”)及 ShineB 境外下属公司进行内部重组，内部重组完成后，高盛和鼎晖 Shine 不再直接持有罗特克斯有限公司的股权，而是通过 Shine B 间接持有罗特克斯有限公司权益。根据普衡律师事务所出具材料，ShineB 通过其下属两层境外子公司结构持有罗特克斯股权，即 ShineB 设立了子公司 Shine C，并通过 Shine C 进一步设立了子公司 Glorious Link Inter-national Corporation，由后者直接持有罗特克斯。

2007 年 10 月，高盛持有 ShineB30% 股权，鼎晖 Shine 持有 Shine B50% 股权，Dunearn Investment Pte Limited(“Dunearn”)持有 ShineB 12% 股权，FocusChevalierInvestmentCo., Ltd.(“FocusChevalier”)持有 Shine B8% 股权。不过，对于后两股东，双汇并没有进一步说明其身份。

双汇方面称，这一股权结构直至 2009 年 11 月均未发生变化。这样的股权结构与 2007、2008 年年报披露的不同，对此，双汇发展方面并不愿意多谈，称“公司已经做了更正。”至于是否早已掌握上述变动以及没有及时披露的原因，董秘则表示没有办法进一步回答。

高盛仅余双汇发展股权 7.72%

与股权结构变动相对应的是，高盛在逐步减持。2006 年 4 月，鼎晖投资与高盛集团通过公开招标方式，以 20.1 亿元价格联合受让漯河市国资委持有的双汇集团 100% 股份，间接持股双汇发展 35.71%。具体受让方是上述两公司授权的香港罗特克斯公司，高盛与鼎晖分别持有其 51% 和 49% 股份。2006 年 5 月，双汇发展的第二大股东漯河海宇投资，又将所持双汇发展 25% 股权，以 5.62 亿元价格转让给了罗特克斯公司。

罗特克斯合计持有双汇发展 60.71% 股权，据此推算，高盛合计持有双汇发展约 31% 股权。不过，在 2007 年，高盛就让渡了控股权，将 5% 罗特克斯股权转让给了鼎晖投资。而经过送股、转增股本等，据 2009 年双汇发展中期财报，罗特克斯直接持有双汇发展变为 21.19% 股权，经双汇集团间接持有双汇发展 30.27% 股权，合计持有 51.46%。

根据昨日公告，在 2007 年 10 月高盛与鼎晖投资内部重组完成后，高盛就通过重组间接减持了双汇集团以及双汇发展。至今年 11 月 5 日交易完成，高盛再一步减持双汇集团，将间接持股比例一举降至 15%，持有的双汇发展股权比例也从最开始的 31% 左右降至 7.72% 左右。双汇发展昨日公告称，高盛三个月内不会再减持所持 Shine B 股权。

昨日，记者致电高盛，但其并未就减持一事做出回应，也没有透露交易价格。不过有相关人士告诉记者，高盛作为财务投资者，达到投资目标做出调整并不意外，并透露目前的减持速度其实已经晚于早时的预期。

MBO 猜想扑朔迷离

随着高盛减持行为得到证实，双汇欲实行管理层股权激励(MBO)和双汇集团整体上市的猜测亦浮出水面。

有业内人士表示，现在正是双汇集团做资产注入的最佳时机。一是外部压力越来越大，公司关联采购额占同类交易比重已超 60%；二是其自身动力充足，一方面集团今年业绩有望大幅增长，另一方面股价上半年抗涨，有利于多兑现股权。高盛减持被曝光的这一个月，整体上市的预期一直刺激双汇发展股价大幅上涨。

事实上，无论是高盛还是鼎晖，都是眼光快准狠的资本运作高手。亦有业内人士分析，高盛和鼎晖背后有可能就是双汇管理团队的 MBO，设置如此复杂的股权结构或许与之相关。“一般来讲，设立多层次复杂的股权结构，一方面是可以享受或者规避某些政策；另一方面令实际控制人的股权变动更为隐秘，不会被推到前台。如果管理层想买下罗特克斯的股权，最好也赶在整体上市之前。”

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2414	3217	3792	4466	营业收入	26010	28753	33752	39798
现金	1282	1804	2134	2511	营业成本	23625	25892	30378	35820
应收账款	71	49	57	68	营业税金及附加	55	58	68	80
其它应收款	8	6	7	8	营业费用	989	1150	1316	1552
预付账款	14	13	15	18	管理费用	340	345	405	478
存货	968	1288	1511	1782	财务费用	-14	-10	-13	-16
其他	71	58	68	80	资产减值损失	36	0	0	0
非流动资产	2042	2009	2008	1990	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	335	297	297	297	投资净收益	58	0	0	0
固定资产	1563	1602	1608	1595	营业利润	1036	1318	1599	1884
无形资产	68	64	60	56	营业外收入	17	0	0	0
其他	76	46	43	42	营业外支出	12	0	0	0
资产总计	4456	5226	5800	6456	利润总额	1041	1318	1599	1884
流动负债	1413	1562	1737	1968	所得税	223	330	400	471
短期借款	0	10	0	0	净利润	818	989	1199	1413
应付账款	464	518	608	716	少数股东损益	119	100	100	100
其他	949	1034	1129	1252	归属母公司净利润	699	889	1099	1313
非流动负债	16	11	11	11	EBITDA	1208	1474	1768	2068
长期借款	11	11	11	11	EPS (元)	1.15	1.47	1.81	2.17
其他	4	0	0	0					
负债合计	1429	1574	1748	1980	主要财务比率				
少数股东权益	636	736	836	936	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	606	606	606	606	成长能力				
资本公积	509	509	509	509	营业收入	19.1%	10.5%	17.4%	17.9%
留存收益	1277	1802	2101	2425	营业利润	17.1%	27.3%	21.3%	17.9%
归属母公司股东权益	2392	2917	3216	3540	归属于母公司净利润	24.4%	27.2%	23.7%	19.5%
负债和股东权益	4456	5226	5800	6456	获利能力				
					毛利率	9.2%	10.0%	10.0%	10.0%
					净利率	2.7%	3.1%	3.3%	3.3%
					ROE	29.2%	30.5%	34.2%	37.1%
					ROIC	77.8%	87.1%	101.5	116.0%
					偿债能力				
					资产负债率	32.1%	30.1%	30.1%	30.7%
					净负债比率				
					流动比率	1.71	2.06	2.18	2.27
					速动比率	1.01	1.23	1.31	1.36
					营运能力				
					总资产周转率	6.13	5.94	6.12	6.49
					应收账款周转率	457	426	540	541
					应付账款周转率	50.15	52.73	53.99	54.11
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.15	1.47	1.81	2.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.85	1.66	2.16	2.52
					每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.81	5.31	5.84
					估值比率				
					P/E	34.70	27.29	22.07	18.47
					P/B	10.14	8.31	7.54	6.85
					EV/EBITDA	19	16	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

黄巍, 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 武汉华中科技大学国际金融专业学士、数量经济学硕士, 加拿大温哥华 UBC (英属哥伦比亚) 数量经济学硕士, 4 年证券从业经验。2009 年“新财富”和“水晶球”最佳分析师评比上榜。

主要研究覆盖公司: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、张裕、青岛啤酒、伊利股份、双汇发展、燕京啤酒等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434