

PDF-CASE2015003

双汇国际收购史密斯菲尔德案例研究¹

案例正文

摘要：双汇国际对史密斯菲尔德的收购案是目前中资企业最大的在美收购案，双汇国际以小收大，成为全球最大的肉类食品生产和加工企业。本案例对该收购案进行了较为详细的描述，并根据相关资料集中分析以下四个问题：第一，基于并购动因的相关理论，结合收购双方的市场背景、业务状况和财务资料，从并购动因角度就该收购案的战略布局、业务整合、协同效应进行了详细分析；第二，根据并购的相关资本运作技术及财务分析技术，对此案非典型杠杆收购的特征进行解析，并对估值、支付方式、融资安排作出了相关的评估；第三，针对跨国收购的特征，对双汇国际成功收购的一些要点进行分析；第四，对涉案各利益相关方的利益权衡进行了分析。最后，在此基础上，对这一并购案进行综合评价，总结其中值得其他企业在并购中借鉴和学习的因素，并对一些不足也作了探讨。

关键词：并购；横向收购；跨国并购；杠杆收购

1 并购过程回顾

1.1 并购事件简述

2013年5月29日，双汇国际控股有限公司（Shuanghui International Inc, 以下简称双汇国际）与美国最大的生猪养殖商和肉制品供应商史密斯菲尔德公司

1. 本案例由南开大学经济学院金融学系的马晓军撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

(SmithfieldFoods, 以下简称 SFD)发表联合公告, 双方已经达成最终并购协议。

根据协议, 双汇国际将以每股 34 美元的价格收购 SFD1.388 亿股的全部股份, 该价格相比公告前最后一个交易日 2013 年 5 月 28 日 SFD 的收盘价 25.97 美元, 溢价约 31%。整个交易金额约为 47.2 亿美元, 同时一并承担 SFD24 亿美元的债务, 实际总收购金额达到 71.2 亿美元。此外, 双汇国际还承诺, 收购完成后将保持 SFD 的运营不变、管理层不变、品牌不变、总部不变, 同时不裁减员工、不关闭工厂, 并将与美国生产商、供应商、农场继续合作。

2013 年 9 月 26 日, 由中国银行牵头的 40 亿美元的银团贷款按时交割, SFD 退市, 标志历时四个月的并购交易正式完成。

双汇国际收购 SFD 的时序过程参见图 1。

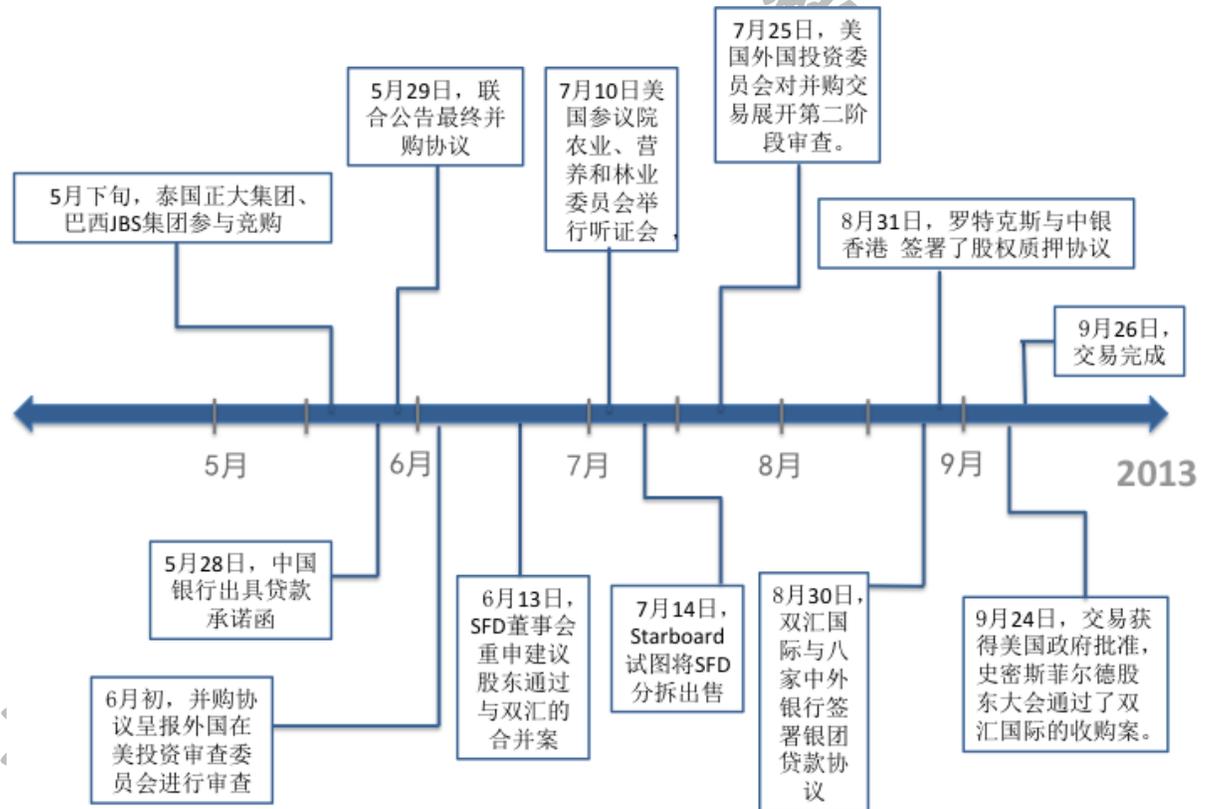


图 1 并购详细过程

1.2 并购主体简介

1.2.1 双汇国际

双汇国际主要从事投资、国际贸易及多元化业务，是中国最大的肉类加工企业和肉类上市公司双汇发展（000895.SZ）的最大股东。双汇发展成立于1998年，总部设在河南省，“双汇”品牌（尤其是在高温肉制品领域）享誉全国。2012年，公司生产高低温肉制品155.13万吨，同比增长6.4%；屠宰生猪1141.86万头，增长14.1%；实现营业收入397.05亿元，同比增长10.81%；实现利润总额39.11亿元，同比增长110.28%；实现归属于母公司股东的净利润28.85亿元，同比增长116.25%。公司冷鲜肉和低温肉制品的产量在行业内领先于主要竞争对手，冷鲜肉和低温肉制品在同类产品中的比重同样优于行业内主要竞争对手。

图2为双汇国际的股权结构图。

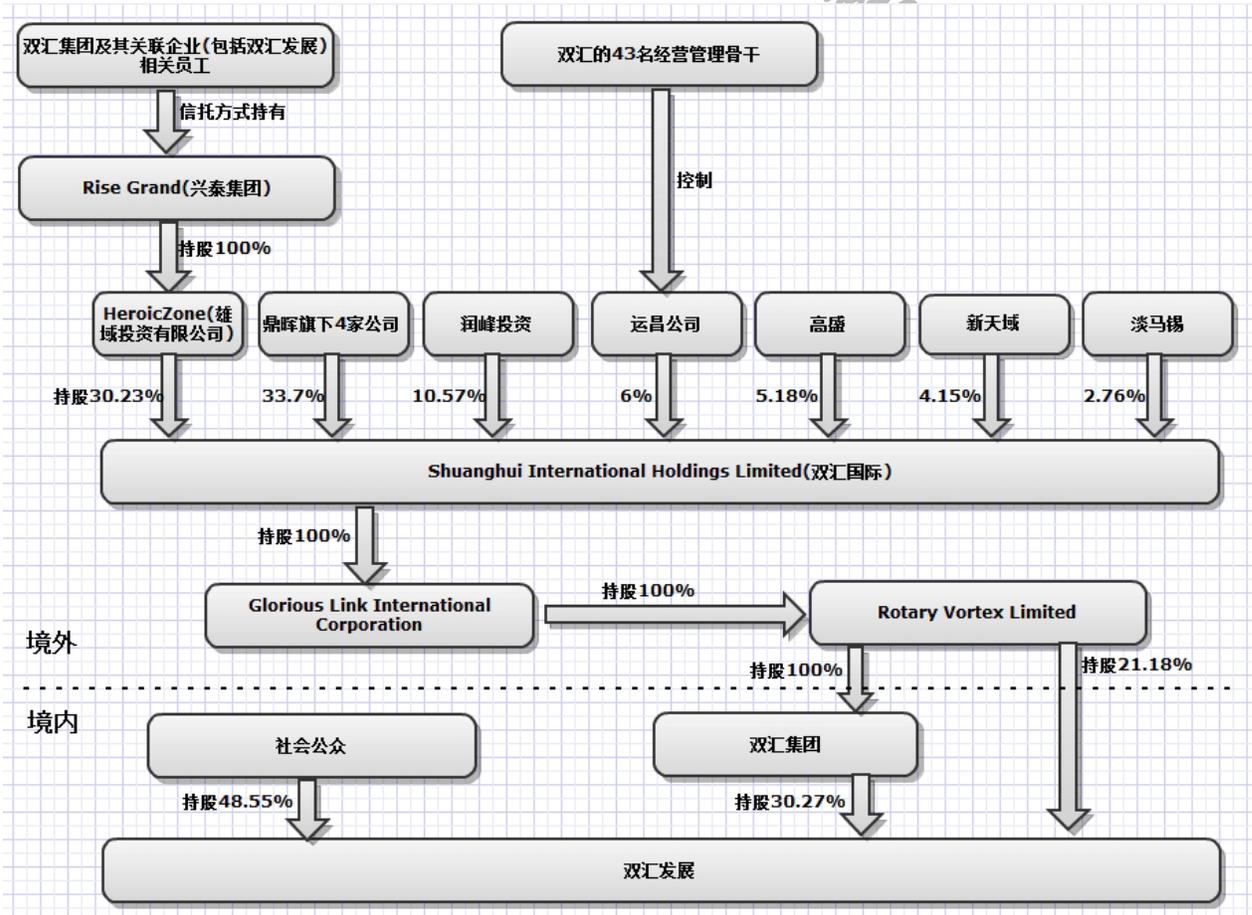


图2 双汇国际的股权结构

1.2.2 SFD 公司

史密斯菲尔德食品公司（SFD）于 1936 年成立于美国弗吉尼亚州，并于 1999 年在纽约证券交易所上市，通过不断的兼并收购，特别是 20 世纪 80 年代以来纵向收购众多的生猪养殖与肉制品加工企业而迅速成长，到 1998 年成为美国排名第一的猪肉生产商。SFD 的业务主要包括美国、波兰及罗马尼亚的生猪养殖、生产、营销、销售及分销生鲜猪肉和肉制品以及英国的销售及分销业务。它是美国主要的鲜猪肉和包装肉类生产、经销商以及全美最大的生猪生产商，拥有完整的生猪产业链。SFD 拥有 58100 名员工，拥有从生猪养殖到屠宰加工一条龙产业链。SFD 食品每年养猪约 1500 万头猪，一年屠宰 2700 万头，除了满足美国国内的需求，还大批量向中国等市场出口猪肉。根据 SFD 的财报，SFD2012 年财年（截止到 2012 年 4 月 29 日）销售额为 131 亿美元，净收入为 3.6 亿美元。在营收中，猪肉部门贡献 111 亿美元、生猪生产部门贡献 30.5 亿美元，国际业务部门贡献 14.7 亿美元。截至 2012 年，该公司债务为 16.4 亿美元，资产负债率 33%。

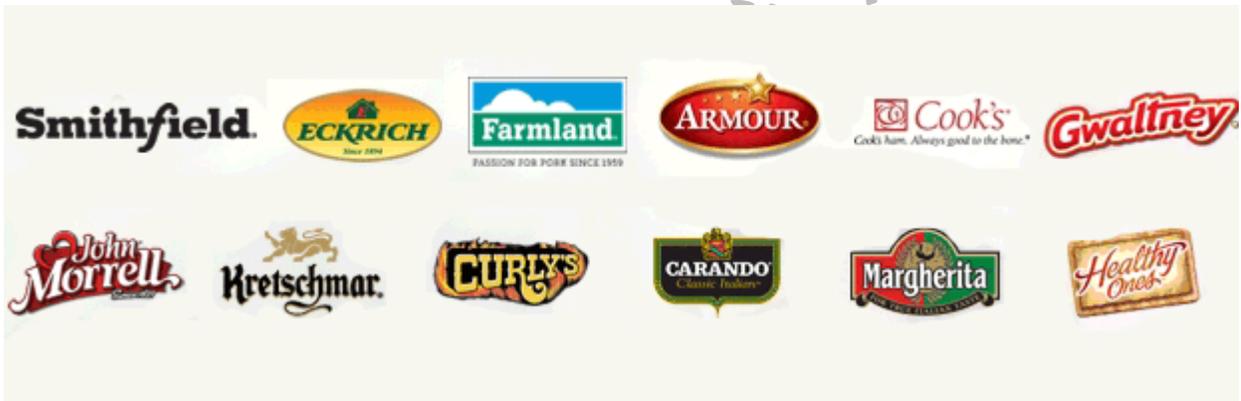


图 3 SFD 旗下的主要品牌

表 1 2012 年双汇发展与 SFD 财务数据对比

	史密斯菲尔德	双汇发展
2012 年销售额	131 亿美元	64.9 亿美元
销售额增幅	同比增长 7%	同比增长 11%
市值	36 亿美元	142 亿美元
2012 年利润	3.6 亿美元	4.7 亿美元
利润增幅	同比下降 31%	同比增长 116%

猪肉产量	364 万吨	171 万吨
员工人数	58100 人	61050 人

2 并购的背景

2.1 双汇国际与中国肉类行业的发展现状

2.1.1 双汇国际的发展状况

双汇国际作为双汇发展的最大股东，其收益主要来自于旗下的双汇发展，而双汇发展继 2011 年“瘦肉精”事件之后，就与食品安全问题绑在了一起，造成利润率的下滑。根本原因是双汇发展的生猪养殖环节薄弱，生猪原料主要来自于散户收购故而不能保证加工原料的质量。另外，自有屠宰加工厂机械化集约化程度低也不能够在屠宰过程中保证产品质量（参看图 4、图 5）。所以目前双汇国际亟需从上中游入手整合整个产业链用以保障双汇的品牌与盈利能力的持续。

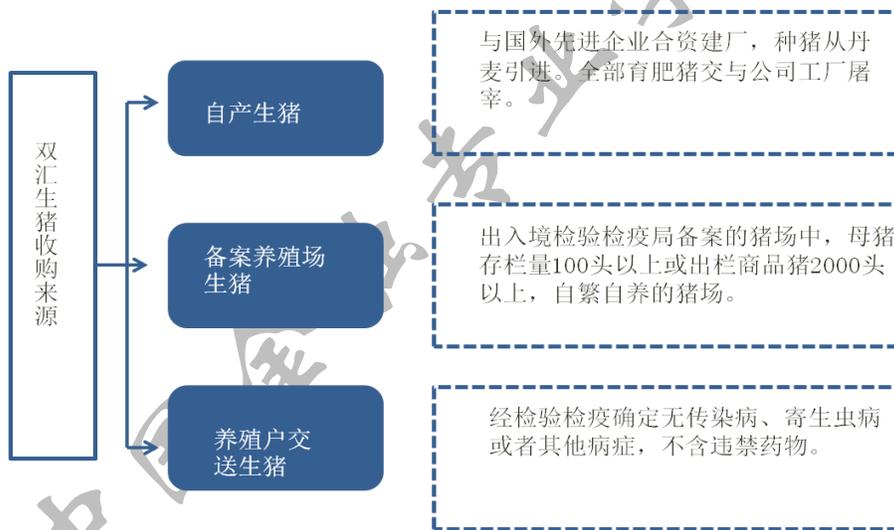


图 4 双汇生猪来源图

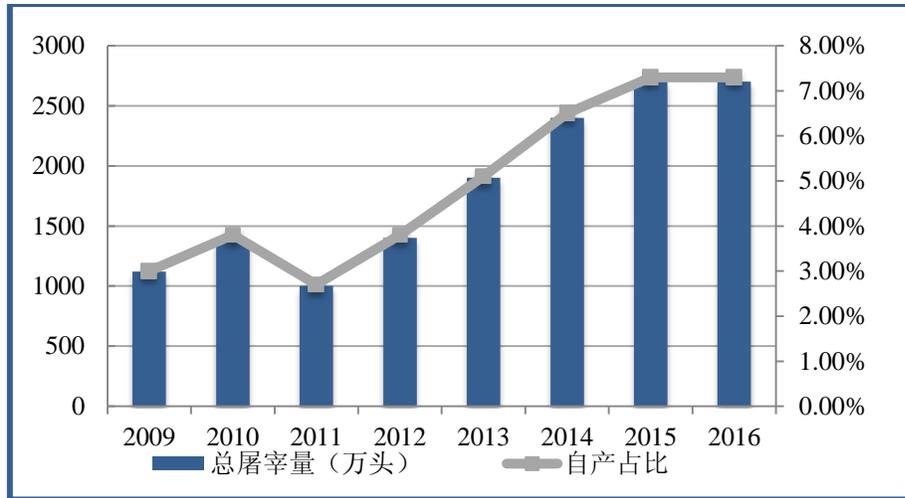


图 52009 年到 2016 年双汇总屠宰量及自产比

对于双汇发展而言，必须加大建设与整合中上游产业链的力度，特别是生猪养殖中自产生猪的占比应该进一步提高，但对于大兴上游产业，双汇发展也将面临重重的困难，毕竟养殖业投入大、风险高。中国现在土地供应越来越紧张，可用土地分散，还有污水处理等问题。发展大型养殖业，没有政策扶持很难做大，不仅仅是资金问题。养殖厂、屠宰厂的兴建不可能是一日之功，却是必须着重处理的问题。

双汇发展的优势在于其强大的产业加工网络与物流、销售网络，双汇发展依托其集团的销售网络覆盖全国 33 个省市如下图所示，由 3000 多名销售人员和 6000 多家经销商以及几十万零售终端形成的营销网络形成了对市场的强大掌控能力，保证了肉制品的高新鲜度要求。2013 年上半年，公司又新增 5400 多个渠道网点，目前销售网点共 26000 多家。



图 6 双汇集团销售网络分布图

2.1.2 中国肉类行业的发展状况

中国肉类行业正在进入一个转型期，生猪养殖业的规模化，屠宰加工业的机械化与集约化，行业的市场集中度趋高，以上、中游的产业链整合为主。另外中国肉制品消费需求不仅显示出量的增长更突出质的提高，市场规模仍在扩大，猪肉制品消费结构也在进一步地升级。

在肉类消费方面，中国的肉制品产量增速远超肉类平均，总体占比有待提升。2010 年我国肉类总产量达到 7925.8 万吨，肉制品总产量达到 1200 万吨，与 2005 年相比，分别增长了 14.2%和 34.8%，肉制品增速远超肉类平均水平。肉制品产量在肉类总产量中所占比重达到 15.1%，增加了 3.6 个百分点。

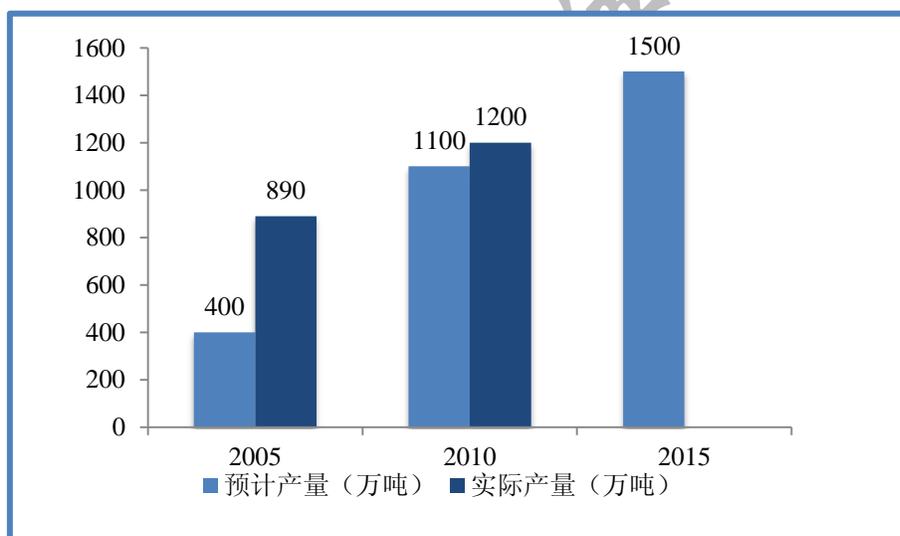


图 7 “十五”、“十一五”以及“十二五”肉制品产量规划

从国际经验来看，一般西方国家肉制品占肉类总产量的比重为 30%-50%，而与我国饮食习惯接近的日本肉制品占比也保持在 30%-40%，因此，我国肉制品行业仍有广阔的市场发展空间。

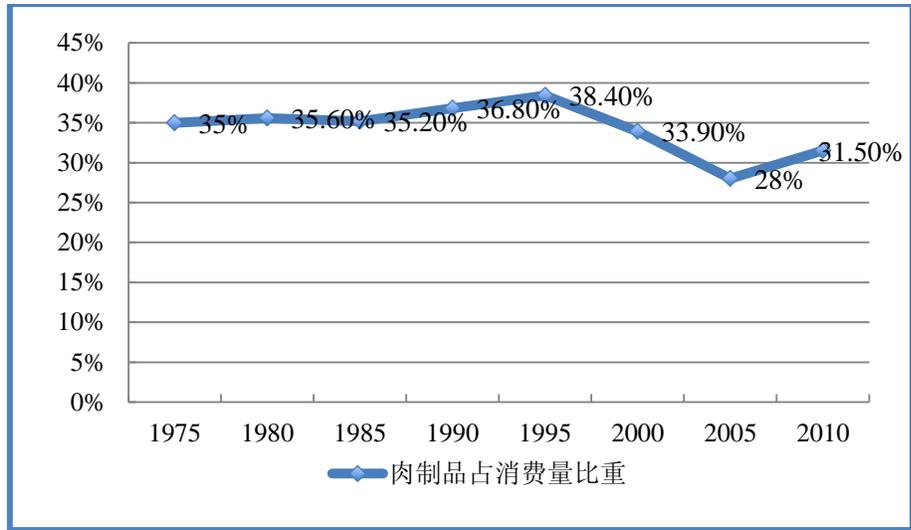


图 8 日本肉制品占消费量比重变化

而从中国猪肉消费方面看，猪肉是中国居民偏好的传统肉类品种，根据美国食品与农业政策研究中心的数据，中国人均猪肉消费量已位居世界前列，2012 年人均消费量达到 38 千克，且猪肉消费量占到总肉类消费量的 70%。

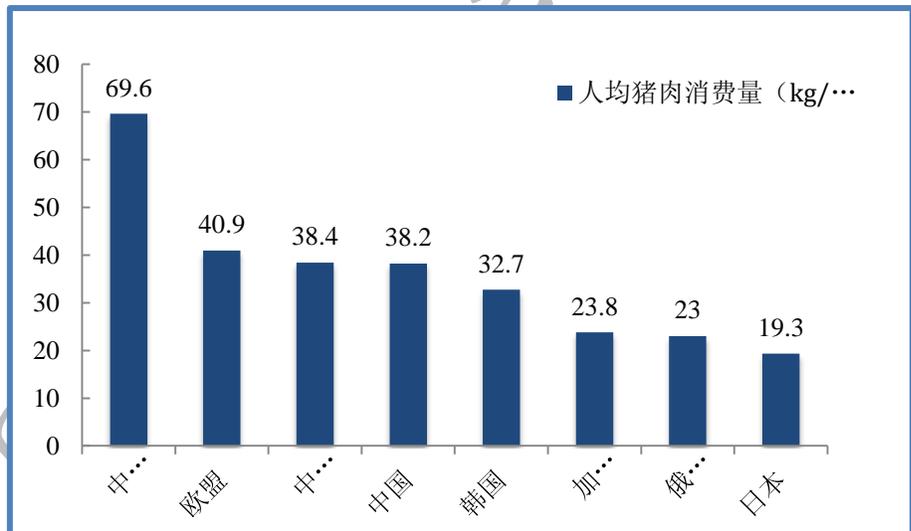


图 9 2012 世界主要国家人均猪肉消费量

所以总体而言，中国猪肉制品行业呈现的特点有如下三点：(1) 全行业整合趋势明显，特别是上中游打通；(2) 中游尽机械化集约化生产；(3) 下游消费市场容量大，有潜在市场空间未释放，消费结构有待升级，冷鲜肉将迎来快速发展。

2.2 SFD 与美国肉类行业的发展现状

2.2.1 SFD 的发展状况

SFD拥有完整的肉制品产业链（参见图10），生猪养殖与屠宰加工环节都是其优势，在市场销售方面的SFD在销售鲜肉方面占据领先地位，但高毛利的品牌包装肉的业绩并不如意。而正因为其中上游业务占比较高，所以玉米等养殖饲料的价格经常性波动导致其市盈率波动较大且市场对其的估值也相对较低。SFD需要发展必须进一步提高其下游业务的占比，特别是品牌包装肉。

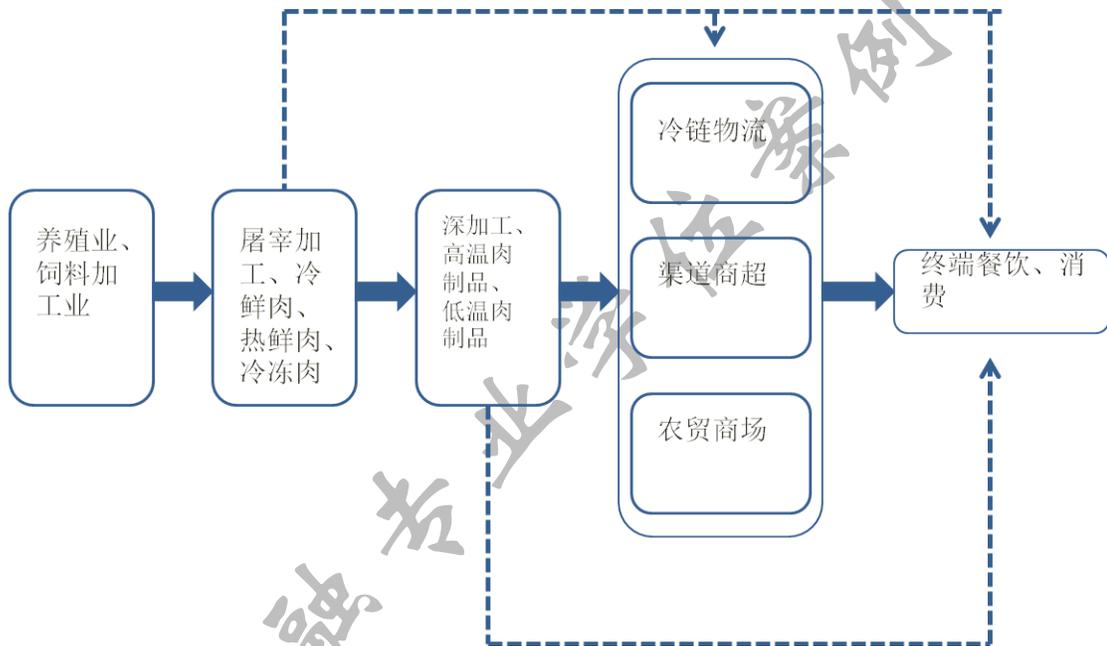


图 10 猪肉行业价值链

从 SFD 公司 2012 年的营收状况就可以看出这点，总销售收入为 130.9 亿美元，其中有 20% 为生猪养殖，国际业务 9%，如图 11 所示：

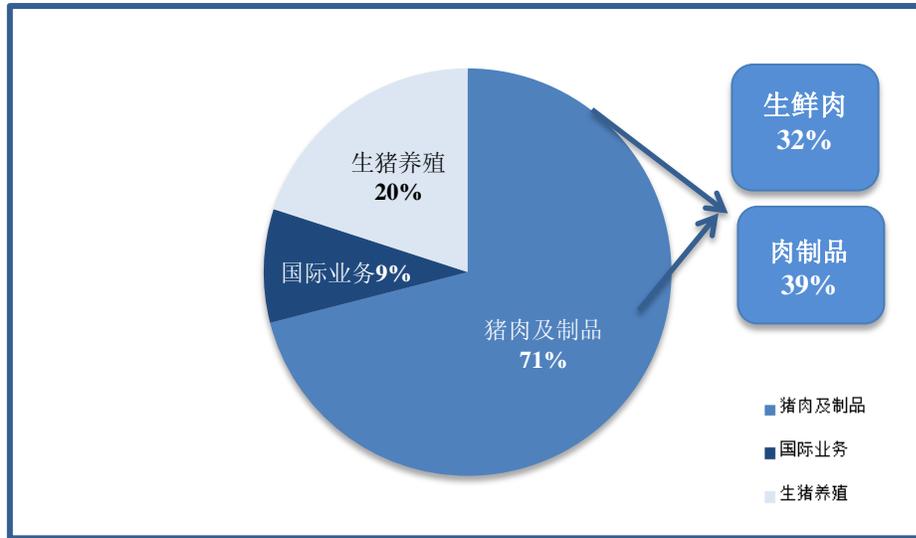


图 11 2012 年 SFD 各部门营收占比图

而且 2012 年其整体收入的 25%来自于出口，其中主要出口墨西哥、日本、中国香港等，如图 12 所示：

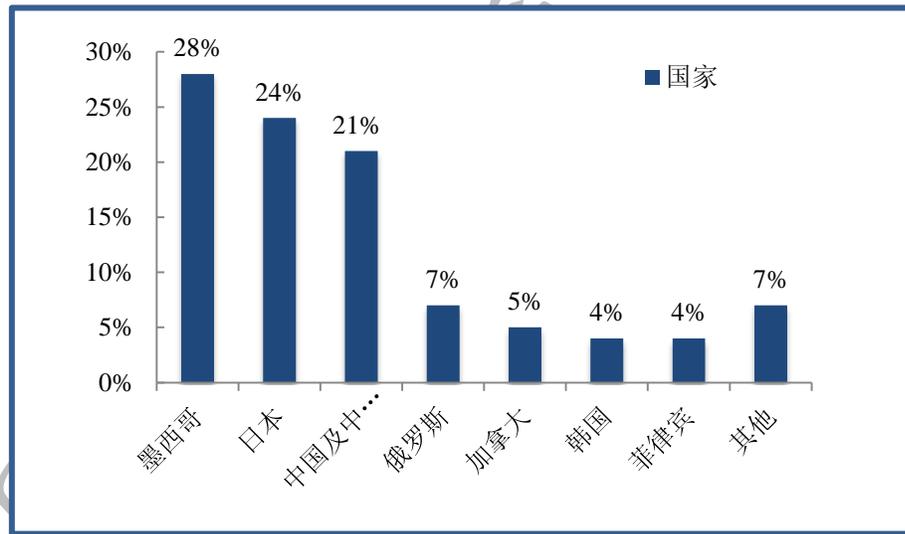


图 12 2012 年 SFD 公司出口分布图

SFD 屠宰与肉制品加工环节也是其优势领域，其屠宰及肉制品加工厂分布如图 11 所示：



图 13 2012 年 SFD 公司屠宰及肉制品加工厂分布图

2012年，SFD在生猪养殖方面有4个生猪场、85万头种猪、1580万头猪的年出栏量（比较：同年，双汇国际控股的双汇发展仅有3个种猪繁育场、31万头猪的年出栏量）。在生猪屠宰和猪肉制品加工方面SFD有8个屠宰厂、2770万头的年屠宰量（比较：而双汇屠宰业在全国建有15个现代化屠宰基地，生猪屠宰量却仅有1142万头）。

在猪肉制品销售方面，销售生鲜肉约 172 万吨，销售肉制品约 122 万吨，共 294 万吨；（比较：双汇发展的肉类总产量 270 万吨）。

从竞争对手看，SFD 处于行业领先地位，市场占有率最高，但是盈利能力弱于同行，出现下滑趋势。

表 2 2012 年美国前三大猪肉厂商同业对比

公司	Smithfield	Tyson	Hormel
营业收入	130.9 亿美元（798 亿元）	332.78 亿美元	82.30 亿美元
营收增速（同比）	7.37%	3.13%	4.20%

净利润	3.61 亿美元（约 22.02 亿元）	5.76 亿美元	5.05 亿美元
净利润增速（同比）	-30.70%	-21.42%	5.40%
猪肉部门收入	91.63 亿美元	55.10 亿美元	—
猪肉部门占比	71%	17%	—

2.2.2 美国肉类行业的发展状况

美国猪肉制品行业产业链完整，集约化机械化生产，产业集中度高，另外自然资源丰富，养殖所用的水源、土地充足，猪肉产量位居世界首位。在美国生猪养殖行业方面总体特征是“养殖规模化、专业化者取胜”。而在美国肉制品加工行业则相应呈现“集中度高”的特点。美国猪肉加工企业集中度较高体现在：2010 年前 5 家公司市占率仍进一步提升至 77%，SFD 市场占有率上升至 31%。此外，Tyson 和 JBSS/A 市场占有率分别为 19%和 11%，而 Hormel 在猪肉加工市场占有率为 7%，位列第五。

表 3 2011 年美国前五大猪肉加工企业占有率情况

2011 年美国前五大猪肉加工企业市场占有率情况		
企业名称	市场占有率	日屠宰能力（头）
Smithfield	31%	111650
Tyson	19%	72100
JBS S/A	11%	46100
Excel	9%	36000
Hormel	7%	33800
其他	23%	—

但是，美国猪肉制品的需求却处于持续下降中。据研究资料，美国人均 GDP 达到 3.5 万美元后，人均猪肉出现下降。1982 年后，美国猪肉人均消费量增长趋向平稳，人均消费猪肉量徘徊在 30kg 每年，此时的人均 GDP 在 1.4 万美元。2000 年以后，人均 GDP 达到 3 万 5 千美元以上，人均猪肉消费量却出现了下降的趋势，从人均每年消费 30kg 一路降至 2011 年的 27.4kg/人，并没有随人均 GDP 的上涨而上升。

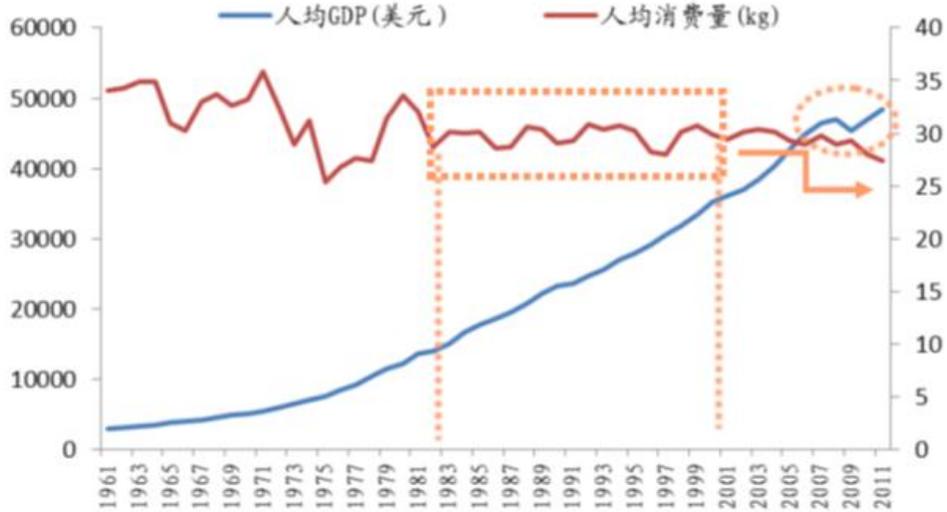


图 14 1961-2011 年美国人均 GDP 与人均猪肉消费量的关系

3 并购的技术细节

3.1 并购步骤

首先，双汇国际在英属维京群岛 (BVI) 注册设立一家全资子公司 SunMergerSub，以该公司作为此次并购的壳公司。双汇国际在完成设立 SunMergerSub 后，依据其与 SFD 达成的并购重组协议，对 SFD 已上市发行的普通股按 34 美元/股的价格发起全面要约收购。收购完成后，SFD 退市并成为 SunMergerSub 的全资子公司（参见图 15）。

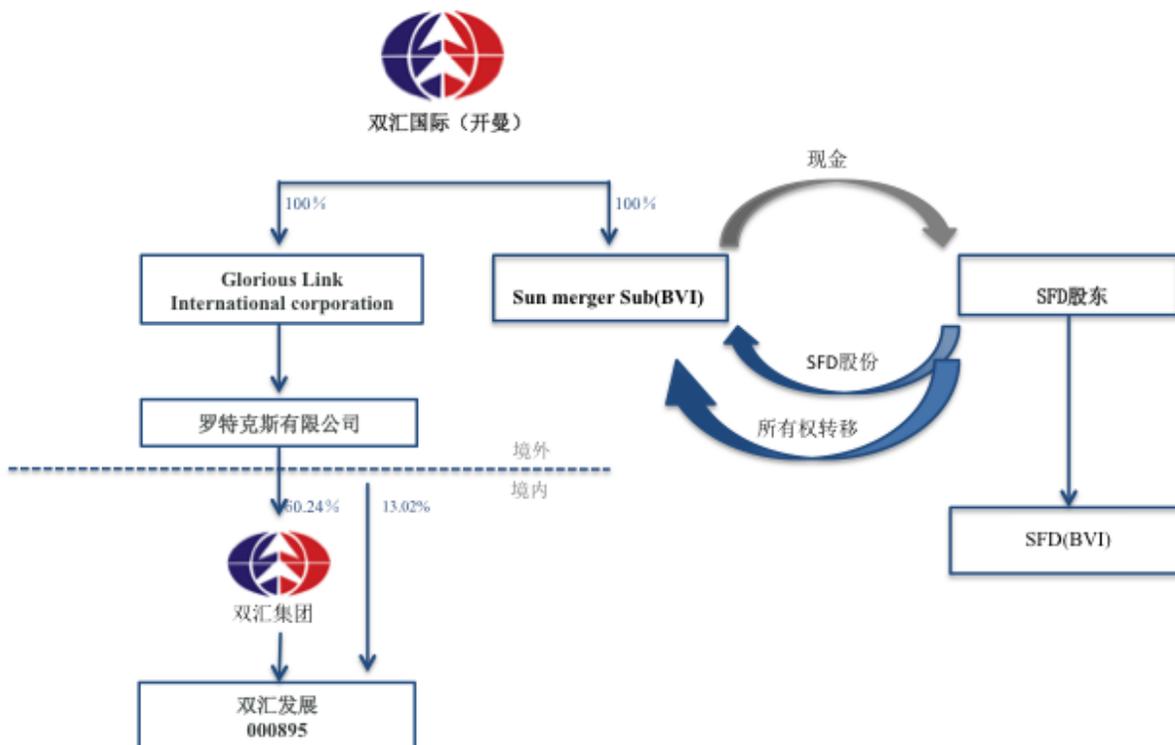


图 15 Sun Merger Sub 全面要约收购 SFD

3.2 收购成本

收购成本主要包括两个部分：

1) 对 SFD 已发行在外的普通股总计约 1.46 亿股，按 34 美元/股计，SunMergerSub 大约需支付 49.57 亿美元收购。

2) 对因实施股权激励计划等原因而形成的股份的收购，成本约在 0.88 亿美元(见表 4)

表 4 因实施股权激励计划等原因而形成的股份的收购成本

序号	股份种类	股份数 (万股)	收购条件	收购成本 (亿美元)
1	Stock Options (股票期权)	284.82	1. 无论是否行权, 行权余额自交易生效日开始都自动取消 2. 收购价格等于行权余额对应股份数乘以 34 美元收购价与行权价 (平均 22.36 美元 / 股) 之差	0.33
2	Performance Stock Unit (绩效股票)	118.57	1. 无论是否行权, 行权余额自交易生效日开始都自动取消 2. 收购价格等于行权余额对应股份数乘以 34 美元	0.4
3	Deferred Units and Deferred Stock Accounts (递延股票)	45.07	1. 无论是否行权, 行权余额自交易生效日开始都自动取消 2. 收购价格等于行权余额对应股份数乘以 34 美元	0.15
	合计	448.46		0.88

3.3 资金来源

该收购案的融资方案相对比较简单, 基本采用债务融资的方式解决, 没有采用夹层融资。债务包括银团贷款和债券发行 (参见图 16)。

由中国银行牵头 8 家中外资银行组成银团进行贷款, 提供两笔贷款: 25 亿美元的三年期贷款, 利率为 LIBOR+4.5%; 15 亿美元的五年期贷款, 利率为 LIBOR+5.5%。同时, 双汇国际通过资产抵押和信用担保相结合的方式对还款进行了保障, 用于抵押的资产是其所有的资产和财产权 (包括收购后持有的 SFD 全部股权); 在信用担保上, SunMergerSub、SFD 及其子公司不为该笔贷款提供担保, 全部由双汇国际的其他相关子公司进行担保。

另外 9 亿美元由 Sun Merger Sub 在美国债券市场发行优先级债券筹集, 该债券由两部分组成, 一部分是 2018 年到期, 票面利率为 5.25% 的 5 亿美元债券; 另一部分是 2021 年到期, 票面利率为 5.875% 的 4 亿美元债券。

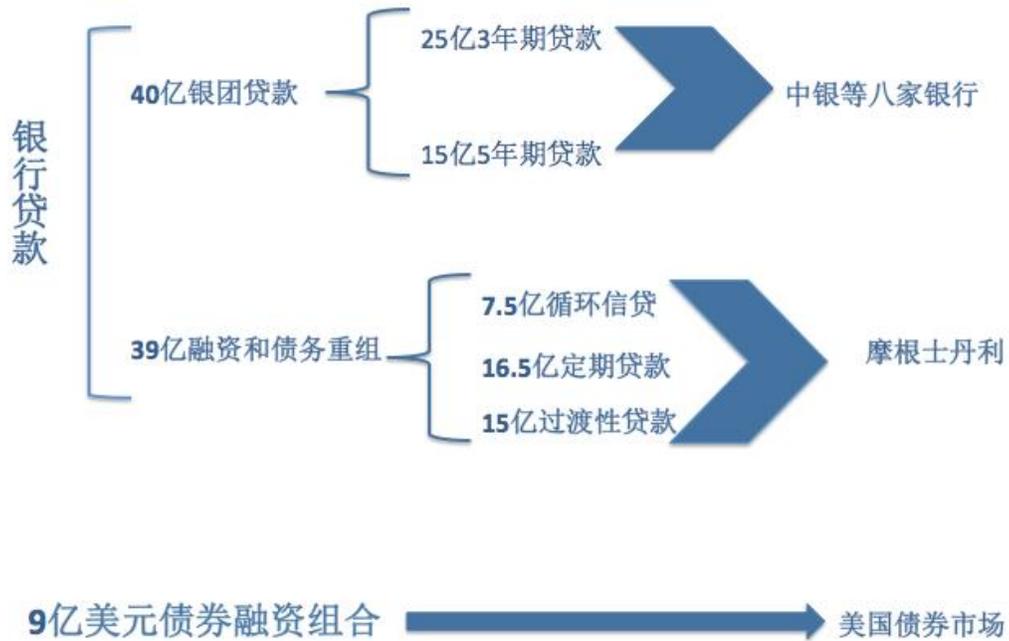


图 16 收购的融资安排

3.4 SFD 吸收合并 Sun Merger Sub

Sun Merger Sub 完成对 SFD 的收购后，即由 SFD 吸收合并 Sun Merger Sub（子公司吸收合并母公司，反向三角并购），SFD 成为双汇国际的全资子公司，Sun Merger Sub 则注销（图 17）。经过此次操作，在产业结构上，双汇国际初步形成国内以双汇发展为主，国外以 SFD 为主的双轮驱动模式；在财务状况影响上，SFD 的资产负债表没有发生重大变化，尤其是其债务不会发生重大变化（中国银行 40 亿美元贷款全部由双汇国际承担，与 SFD 无关），能大体以当前的资本结构状况运营。

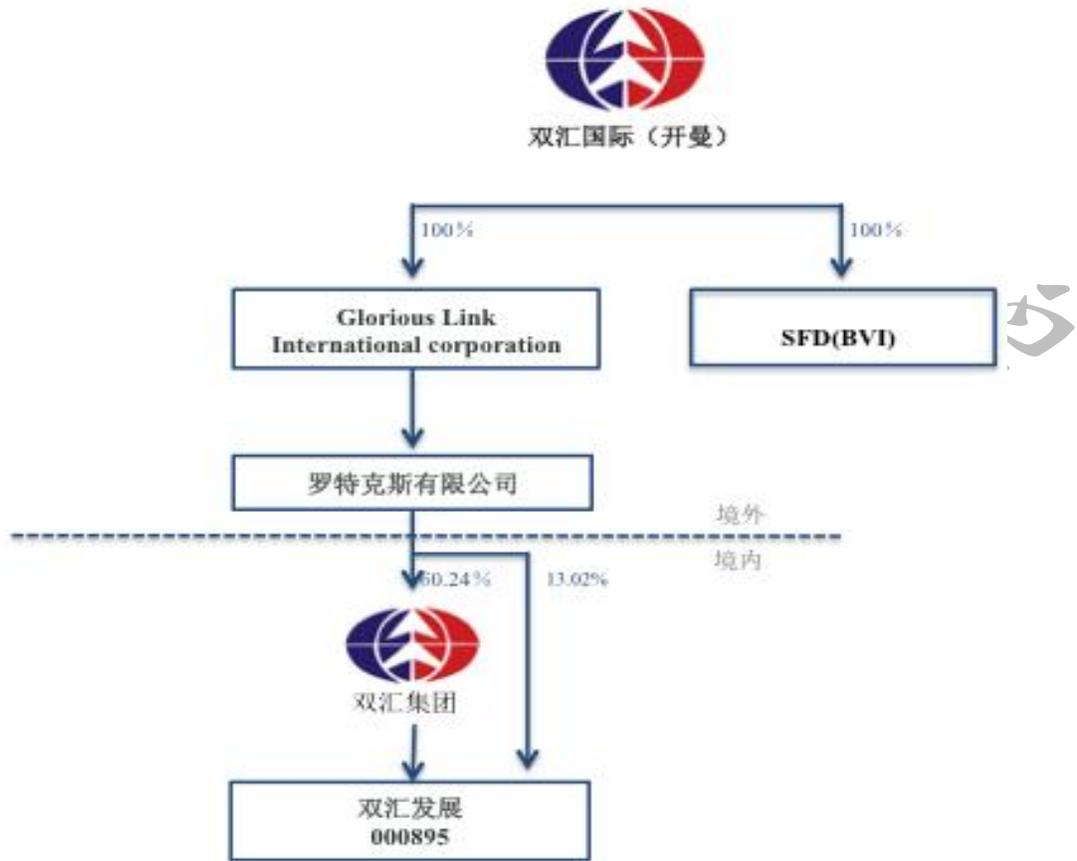


图 17 SFD 吸收合并 Sun Merger Sub

3.5 对 SFD 进行债务重组

根据 SFD 年报，截至 2013 年 4 月 29 日，SFD 债务总额为 46.18 亿美元，主要由经营性债务、应计费用、银行借款、债券及退休金计划等项目组成。此次债务重组由摩根士丹利充当融资顾问，所获得贷款额度和贷款资金全部由 SFD 的相关资产进行担保或抵押，涉及的种类主要是循环贷款、银行定期借款和债券，重组的内容主要是针对循环贷款、银行借款的额度及融资方进行调整和针对债券的赎回，涉及已发生的债务金额在 24.65 亿美元左右。（见表 5）

表 5 SFD 债务重组方案

序号	现状	调整方案
1	循环贷款额度 14.43 亿美元 发生 1.65 亿美元 剩余有效额度 12.78 亿美元	1. 额度调整为 7.5 亿美元，主要采取 ABL 贷款（资产基础是合格存货和应收账款）的方式加以解决； 2. 利息为同期基准利率或 LIBOR 加边际利率，并随可用额度的变化而变化 3. 利率为每 3 个月（基于 LIBOR 利率）或每季度（基于基准利率）支付一次
2	1. 美国银行 2 亿美元贷款 2. Rabo 银行两亿美元贷款 3. 4 亿美元贷款	1. 与循环贷款配合，定期贷款额度为 16.5 亿美元，并对现有债务进行置换或赎回； 2. 利率为同期基准利率或 LIBOR 加边际利率； 3. 每季度等额偿还本金，利息每 3 个月（基于 LIBOR 利率）或每季度（基于基准利率）支付一次
3	1. 2022 年到期的 9.95 亿美元债券 （10 年期，票面利率 6.625%） 2. 2017 年到期的 5 亿美元债券 （10 年期，票面利率 7.75%）	1. 获得 15 亿美元过桥贷款资金对两笔债券进行置换； 2. 前 3 个月利率为 LIBOR 加边际利率，此后每 3 个月上升调整一次至最高基点。 3. 并购交易完成后 1 年内不会被全部支付，未偿还的部分将转换成交易完成后 8 年到期的定期贷款，并可在满足一定条件下进一步转换为优先级票据（夹层融资）

5 美国外国投资委员会的审查

根据惯例，双汇国际对 SFD 的收购案也受到了美国外国投资委员会（Committee on Foreign Investment in the United States “CFIUS”）的国家安全审查，因为这是当时中国公司收购美国公司交易中最大的一笔。

在 2013 年 6 月递交给美国财政部长 Jack Lew 一封信中，一个由两党参议员组成的团体要求基于食品安全理由对这笔交易进行严格审查。不难看出，中国公司收购美国公司交易往往存在很高的政治敏感性。7 月，美国参议院农业委员会就这笔交易召开听证会。

在美国，对外国投资进行安全审查主要集中在四种类型的公司——制造、金融和信息服务、采矿和建筑以及交通运输。而 SFD 的产品是猪肉，从过往历史看，农产品并不是委员会审查的重点。对双汇国际的收购案的审查很可能包括三项：第一，SFD 是否有任何供应猪肉给军队或其他安全机构的合同；第二，检查 SFD 是否有任何特殊技术可能转移到中国；最后一点可能也是最重要的，那就是双汇是否将有机会中断美国猪肉供应，或者影响到美国猪肉的质量。许多专家认为食品供应保护问题或将引起外国投资委员会的关注。

为了使这笔交易顺利达成，双汇国际通过宣布交易完成后，SFD 将作为双汇国际的全资子公司，在现有管理层管理下在美国的运营，并继续运营现有品牌，这样就不存在供应链风险问题。而其他两类风险在本收购案中，其实并不重要。

当地时间 2013 年 9 月 6 日，双汇国际和 SFD 两家公司发布联合声明称，这宗并购交易已经获得由美国财政部牵头的外国投资委员会的批准。

在分析人士看来，美国政府批准双汇国际收购案的主要原因包括：首先，美国需要外国投资促进美国经济增长和就业。其次，农业并非敏感领域，如果连这笔交易也不批准，将大大削弱外国投资者对美国市场的兴趣。最后，双汇国际承诺保留 SFD 管理层和员工，获得了劳工组织和地方政府支持。

6 万洲国际上市

6.1 更名万洲国际

收购完成后，双汇国际成为全球最大的猪肉食品企业，在中国、美国市场均名列首位。2014 年 12 月 23 日，双汇国际又收购了 Campofrio Food Group, S. A. 的 37% 股权，Campofrio Food Group 是泛欧最大的肉制品公司以及全球加工肉制品行业的最大企业之一。整合后，公司在中国、美国及欧洲肉类市场份额均为第一。公司目前通过三个主要分部经营业务，即肉制品分部、生鲜猪肉分部及生猪养殖分部。此外，公司亦从事与主要业务分部配套的其他业务。在中国，该等业务主要包括制造和销售包装材料、提供物流服务、经营零售连锁店、生产调味料及天然肠衣、以及生物制药等。

2014 年 1 月 21 日，双汇国际宣布将公司名称改为万洲国际有限公司（英文名称由 Shuanghui international 改为 WH Group）。双汇的含义是：“万”和“洲”分别代表“永恒”和“大洲”，而新公司标志上 4 条河流和 5 个版块的设计也象征着世界四大洋和五大洲。

万洲国际董事长及首席执行官万隆表示：“我们将企业品牌更名为万洲国际，反映了本公司不断国际化的业务布局，结合中美两国最大的猪肉食品生产企业，以满足全球消费者的需求。本次更名也代表了矢志成为全球领先的企业，在产品质量、营养价值和安全水平均做到享誉国际的决心。”

对于更名原因，万洲国际称一方面显示“其在全球猪肉行业领先地位的决心”，另一

方面则可以更好地将企业品牌与旗下众多产品品牌进行区分。

2013年9月，万洲国际完成收购SFD，该交易是目前中国企业在美最大规模的收购项目。万洲国际表示，双汇发展及SFD将继续以其现有品牌经营业务，旗下消费品品牌也将维持不变。万洲国际表示，已制定未来业务增长战略，包括增加从美国到亚洲的猪肉出口，建立新的全球贸易运营平台，以及探索与SFD共同在中国市场开发高端产品的合作机会。

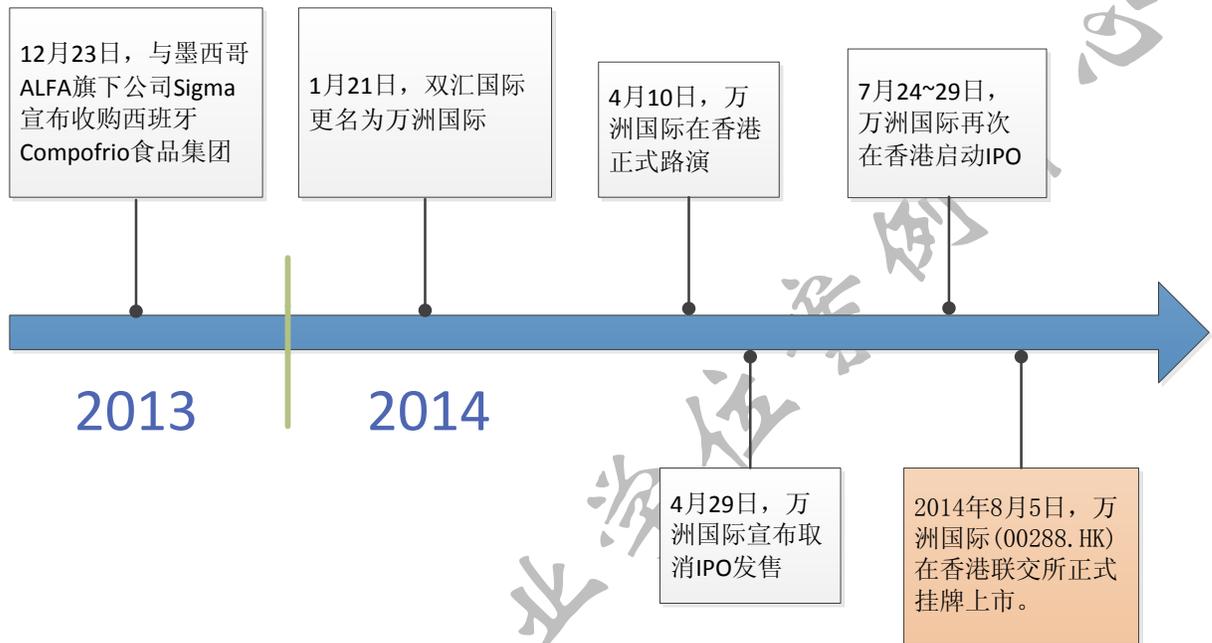


图 18 万洲国际并购后续发展

6.2 万洲国际曲折上市

万洲国际更名后，紧锣密鼓地开始了在香港 IPO 筹资上市计划，其上市共进行了两次才最终成功。

第一次上市是 2014 年 4 月，万洲国际拟在港发行股份 36.55 亿股，招股价 8~11.25 元港元（相当于 2014 年预测市盈率约 13.9 倍），集资规模约 292 亿至 411 亿港元。如果成行，此举将成为自 2010 年以来香港规模最大的首次公开发行，甚至还有希望创香港 IPO 之冠。

但是，2014 年 4 月 23 日，万洲国际调整 IPO 发行策略，将全球发售股份数目大幅削减 64% 至 13 亿新股，同时取消出售旧股的安排；集资规模也大幅缩减至 101.4~148.2 亿元；在港交所主板挂牌的日期，也由原来的 4 月 30 日推迟至 5 月 8 日。

4 月 29 日晚间万洲国际发出公告，表示鉴于市况转差且近期市况大幅波动，公司在咨

询联席保荐人后，决定现时不进行全球发售。

下调发售数量和最终取消发售的原因在于公司股票配售及公开发售认购反应并不理想。更具体地分析，可能是以下几点：

第一，万洲国际的招股书显示，公司计划将集资所得的净额约 312 亿元，用于偿还收购 SFD 时所借的 3 年期和 5 年期贷款。根据万洲国际的招股书，2012 年底，公司的贷款为 1.94 亿美元，2013 年就已经大幅上升至约 74 亿美元，负债权益比率也高达 236.8%。贷款大幅上升，最主要就是因收购而产生的 40 亿美元银团贷款，9 亿美元债券和承接 SFD 的债务所致。

第二，存量股发行。万洲国际发售的股份中，80% 为新股，其余 20% 为目前股东所持有的旧股。其中，鼎晖将出售的股份超过 4.5 亿股，高盛出售的股份约为 4920.80 万股，新天域将出售的股份数约为 3048 万股。以招股价中间价 9.63 港元计算，这些套现将达到约 51 亿港元。

第三，过高的股权激励，且无锁定期。招股书披露，自收购完成后，2013 年的 10 月 23 日，董事长兼行政总裁万隆获得了 5.73 亿普通股奖励，约占当时已发行股本的 4.9%。而公司执行董事兼副总裁杨挚君获得了 2.46 亿股，当时约占 2.1%。二人获得的总计 8.19 亿股股票，占全球发售完成后已发行股本约 5.6%，当时该批股份估值约 46.57 亿港元，若以最初招股价的中间价 9.63 港元计，则高达 78.87 亿港元，且没有锁定期。

第四，万洲国际上市之际面临诸多不利因素，包括中国国内猪肉价格低迷，美国又出现“猪瘟”问题，而且公司新收购的 SFD 的业务表现也并不亮丽，未能吸引投资者入股；

2014 年 7 月，经过 3 个月的暂停后，万洲国际卷土重来，启动第二次 IPO。这一次万洲国际将集资规模缩小至 160 亿港元左右，与之前相比，缩水 60%。与此同时，万洲国际的新股发行价格确定为每股 6.20 港元，发行市盈率只有 11.5 倍，这也较原计划最高 11.25 港元/股大幅下降了 44.89%。同时，在第二次发行中，万洲国际不仅取消了存量发行，并且鼎晖等基金股东还与公司管理层签订了禁售协议，大股东鼎晖承诺在上市后一年内不减持手中约 38% 的持股，管理层表示 3 年不减持，其他 IPO 前的财务投资者的禁售期则为 6 个月。

在万洲国际和 PE 均做出让步的情况下，在 7 月 24 日至 7 月 29 日的公开发售中，万洲国际获得约 54 倍超额认购，冻结资金 443 亿港元，每股定价约 6.2 港元，集资额 159.18

亿港元，为香港市场 2014 年第二大融资额。所筹资金的用途不变，根据万洲国际的表述，募集资金将帮助公司偿还部分债务，股份发行交易后，其债务与股东权益比例将从 3 月底的 243% 降至 107%。根据 2014 年万洲国际的年报，本次全球发售共筹集到 2,284 百万美元的净额，并动用全部首次公开发行所得款项净额偿还债务。

2014 年 8 月 5 日，万洲国际 (00288.HK) 在香港联交所正式挂牌上市。上市首日收盘价报收 6.66 港元，涨幅达 7.42%。

7 案例的后续发展

2015 年 3 月 25 日，万洲国际公布了 2014 年全年的业绩公告，同时，SFD 亦公布了 2014 年的 10-K 报告。根据这些报告，我们了解到以下信息。

表 6 2014 年万洲国际的主要营运数据和财务数据

	2014		2013	
主要营运数据				
生猪出栏量（千头）	17,685		5,460	
加工生猪（千头）	47,170		22,772	
肉制品销售量（千公吨）	3,227		2,169	
	2014		2013	
	未计生物公 允价值调整 的业绩	进行生物公 允 价值调整后 的业绩	未计生物公 允价值调整 的业绩	进行生物公 允价值调整 后的业绩
	百万美元（经审核）		百万美元（经审核）	
主要财务数据				
营业额	22,243	22,243	11,253	11,253
EBITDA	2,113	2,158	420	461
经营利润	1,614	不适用	886	不适用
本公司拥有人应占利润（亏损）	737	766	-289	-263

2014 年，中国生猪总产量上升了 3.2%，但是由于宏观消费低迷，价格由上年的 2.2 美

元/千克下跌了 0.2 美元/千克，整个猪肉加工行业显现疲软态势。而美国则由于猪瘟疫病使得供应减少而猪价飙升，在年内创下历史最高价格，为生猪养殖业带来了丰厚的利润。

2014 年，万洲国际实现营业收入 22,242 百万美元，较去年增长 97.7%，经营利润为 1614 百万美元，较上年增长 82.2%，年度利润为 972 百万美元，而 2013 年是亏损 6700 万美元。公司年报将增长的原因归之于“史密斯菲尔德全年贡献的影响及持续扩充的中国业务”。

2014 年，万洲国际的中国销量仅增长 0.6%，增长步伐放缓。

而作为万洲国际的子公司，SFD2014 年表现优异。2014 年，SFD 共出售 17.8 百万吨生猪，同比减少 8%，屠宰生猪 32.1 百万头，同比减少 2%，肉制品较 2013 年增加 2% 至 1.5 百万公吨。销售额同比增长 8.2 至 15,031.1 百万美元，净收入较 2013 年同期增加 360.7% 至 556.1 百万美元。以下是 SFD 报告的损益表数据。

表 7 SFD2014 年损益表的主要数据

	截至以下日期止十二個月	
	二零一四年 十二月 二十八日 (經審核)	二零一三年 十二月 二十九日 (未經審核)
銷售	\$15,031.3	\$13,896.1
銷售成本	13,255.7	12,691.1
毛利	1,775.6	1,205.0
銷售、一般及行政開支	902.2	830.1
併購相關成本	-	41.9
來自權益法投資的(收入)虧損	(58.2)	(5.5)
經營利潤	931.6	338.5
利息開支	159.4	180.5
非經營(收益)虧損	(0.9)	1.7
除所得稅前收入	773.1	156.3
所得稅開支	217.0	35.6
淨收入	\$556.1	\$120.7

关于收购 SFD 时发生的融资，2014 年上市后，万洲国际偿还了 25 亿美元的银团贷款，

余下的 15 亿美元银团贷款通过新的银团定期贷款进行再融资。截止 2014 年底集团的债务表 12 所示。部分银团债务偿还后，集团杠杆比率由 2013 年底的 236.8% 减少到 2014 年底的 77.2%，净负债对 EBITDA 的比率亦改善至 1.7 倍。

表 8 截止 2014 年底，万洲国际的债务状况

	二零一四年 (百萬美元)	二零一三年 (百萬美元)
貸款的組成成份		
優先無抵押票據	2,418	2,441
銀行貸款	2,227	4,912
來自第三方貸款	5	3
合計	<u>4,650</u>	<u>7,356</u>
銀行透支	<u>20</u>	<u>76</u>
貸款(銀行透支除外)到期日		
一年內	699	684
一年至兩年	230	306
兩年至五年	2,310	4,950
五年後	1,411	1,416
	<u>4,650</u>	<u>7,356</u>

(案例正文字数: 9,581)

中国金融

Case Study: Shuanghui International's Acquisition of Smithfield Foods

Abstract:

Shuanghui International's acquisition of Smithfield Foods was the largest Chinese acquisition of US enterprise. After this acquisition, Shuanghui International became the largest meat food company in the world. This case study describes the acquisition and analyses the following four issues. The first issue is the motivation of the acquisition which bases on both relative theories and corresponding backgrounds. This case study analyses the strategic layout, business integration and synergistic effect of this acquisition. The second issue is the capital operation analysis and financial analysis which cover the aspects of non-typical LBO characteristics, valuation, payment choice and financing scheme. The third issue is focus on some key points in cross-border acquisitions based on the analysis of this successful acquisition. The last issue is the interest analysis of the main parties in this acquisition case. Based on the analysis of these four issues, this study finally reaches a comprehensive estimation appraisal of this acquisition and sums up some useful factors for other enterprises to learn from in future M&A practices.

Key Words: acquisition; horizontal acquisition; cross-border acquisition; leveraged buyout.