

# 国泰基金：双汇价值被我们发掘

说到国泰基金公司最为精典的投资案例，当属双汇发展莫属。从2002年旗下基金金鑫介入该股开始，国泰基金对双汇发展的认识经历了一个从内部有分歧到旗下基金陆续介入，再到目前坚定看好的过程。不过，这一过程并不容易，用公司投资总监陈旌的话说：“投资理念的坚持是要付出成本和代价的，也是一个心灵历练的过程”。

可以说，公司一直贯彻的“价格终将反映价值”的投资哲学在双汇发展身上得到了最好的体现。资料显示，截至2007年底，国泰基金旗下金鑫、金泰、金鼎、金盛、金马、金鹰、金龙、金象8只基金合计持有双汇发展流通股数达到3156.26万股，占公司可流通股比例达到15.64%，不包括股改含权因素，双汇发展在这些年为公司带来的回报也已经接近两倍。

◇本报记者 贾宝丽

## 做一个开拓者

早在2002年的时候，国泰基金就开始关注双汇发展了，尽管当时市场并不景气，整个市场的热点也不在食品消费行业领域。不过，这与当时响当当的“春都火腿”同在河南的小上市公司还是引起了当时基金金鑫的基金经理何江旭的注意，在何江旭的力推之下，整个公司开始对双汇发展进行深入的跟踪研究。

国泰金龙行业精选基金经理黄炎对记者介绍说，由于介入的较早，所以基金这边与公司经营层的沟通一直非常多。当时那个行业还不像现在这样是它一家垄断，当时双汇和春都还处于一个竞争的态势当中，春都那个时候还没有完全垮，不过当时双汇在肉制品加工这一块实际上已经是逐步的超过春都。

通过增发、和管理层不断地沟通，双汇发展的管理层，特别是以万隆为代表的一批团队的一个长期经营思路获得了国泰基金的认同。在这样一个基础上，国泰就重点地去投了这个公司。

“基金经理在投资一个公司时，有很多时候也是凭经验和感觉。万隆这个人很务实的，他是一个乡土气息非常浓的人，但是说起经营和业务方面的事情，他却非常坚定。”黄炎对记者介绍。万隆经常挂在嘴边的一句话就是：“其他方面我可能不太懂，杀猪卖肉这块我是行家里手，知道怎么控制成本，知道怎么把整个成本做到标准化、集约化”。

从这一点来说，万隆对于资本市场并不是十分了解，但对于业务的深入了解使其在生产成本控制上有着独到的优势，这也是双汇发展后来能够从

激烈的竞争中胜出的重要原因之一。

自2002年增发之后，双汇发展就再没有通过资本市场融过资。而这几年公司每年平均至少都有一个30%的增长，可以说主要都是靠自身的力量来应对。对于肉制品加工行业这样一个充分竞争的行业，能从当时这样一个竞争比较激烈的态势当中走到今天一个行业领导者的位置，管理层在这个公司发展的过程中起到的作用是显而易见的。

黄炎对记者说：“一般来说，在市场比较冷的时候，你去关注一个公司，往往会获得超额收益。不过，作为一个开拓者，进入的较早的话，承担的风险也是比较大的。但是如果等到大家都去关注的时候，它的很多价值其实已经被挖掘的差不多了。”

## 认识公司需要一个过程

“我们刚开始买的不多，大概是8到10块左右，金鑫买的比较多，当时大约是1500万股吧，由于基金受投资比例的限制，所以金鑫持有双汇的股份这几年一直增增减减的，变化不大，后来公司旗下的基金陆续就都买了，且在基金资产中占的比例也都比较大。”黄炎说。

“其实我们在投的过程中，中间也有反复，应该是我们经历了这么几次，最开始，我们公司内部都不统一，并不是每个人都认为双汇会是这么好的一个公司，能够长期维持这么一个高速增长的增长，对于这些当时也是有过的

动摇的；然后市场上慢慢有人开始关注，当时的分歧也比较大。不过由于我们一直与公司沟通的比较畅通，对公司进行研究和跟踪，所以从这块来说呢，在它的趋势没有发生什么变化的情况下，我们对公司还是一直看好的。这个过程应该说是长期研究和跟踪的这么一个过程。到了大概是2005年吧，这个股票在基金行业开始慢慢的得到了比较广泛的认同。当然，这与双汇发展整个的一个发展过程也有关，这几年双汇也一直在发展壮大，不断地壮大。公司从刚开始单纯生产高温肉制品，再到低温肉制

品，目前开始向冷鲜肉发展，已经进入消费升级，做冷鲜肉，那么所有人都是它的消费者了。所以说认识一个公司也是需要有一个过程的。”黄炎对记者说。

随着双汇发展逐渐进入正常的轨道，国泰基金对于公司的发展也是更有信心了，到现在几乎就不再有什么犹豫。黄炎说：“公司每年的增长不仅能够达到你的预期，而且还能超出你的预期，最重要的一点是它的业务领域不断拓展，使得它的市场发展空间越来越大了，像这样的企业你肯定没有理由去卖他了，实际上是越到后来就越容易了。”



张大伟制图

## 在偏见中痛苦坚持

这坚持的过程中也有过一些插曲。黄炎说：“有一段时间一些券商研究员对双汇发展，特别是对原来说的集团上市，公司治理结构等这些方面也都有过疑问，包括有的时候在报告里都对整个公司的治理结构提出过质疑。事实上，当时也主要是由于一些传言，当时市场传言高盛双汇在海外上市，使得大家对股份公司这块的治理结构产生了怀疑，担心管理层会把股份公司的利润留到集团公司去海外上市，使得股份公司边缘化，但这个里面主要也是一些猜测。这个就还是涉及到哪一些是主要矛盾，哪些是次要矛盾的问题，

他的基本的业务，框架都在股份公司里，你臆想他会慢慢的把股份公司掏空。这也是不太现实的，而且现在的市场与过去有着根本性的区别，那么多人看着，那么多双眼睛在盯着，从这个意义上说，我觉得基金的存在是做很大的贡献，因此管理层特别明显的做一些有损上市公司利益的事情就不太可能了。”

黄炎认为，企业最关键的还是它的业务的经营，还有管理层尽心尽责的程度。尤其是通过股改引进新的战略投资人后，原来大家认为的这么一个治理结构的问题其实现在基本上得到了解决。

黄炎认为，能长期坚持下来，最主要还是两条，一个是管理层，一个是产业长远发展前景。可以说，这个公司在这一点上一直都没有任何问题。他说：“其实任何一个事情都是这样，任何一个股票你拿出来都有优势和劣势。一般来说，人们都有一个习惯，就是市场好的时候，人们会更多地关注那些优点，市场不好的时候，则会更多地关注缺点，那么一个企业优势和劣势同时存在的时候，你应该看最主要的因素，我觉得这个是非常重要的，这也是我们在投资里面一直坚持的一个理念”。

## 可能会成长为真正的龙头

这个公司面临的发展空间是所有食品饮料行业当中最大的，即时从目前的这个时点来看，双汇发展也是这个行业当中最具发展潜力的一个公司。这是国泰基金目前对于双汇发展的一致看法。

国泰基金认为，双汇发展目前的状况和基金刚开始投入的时候已经发生了很大的变化。黄炎对记者介绍，从国泰一开始投到现在，双汇发展基本经历了三个过程，刚开始公司主要以高温肉制品加工为主。包括像火腿肠这类的食品，相对简单；第二阶段，慢慢开始进入所谓的低温肉制品加工，也就是现在超市里经常看见的一些玉米肠啊之类的肉制品；而目前，双汇发展面临的一个新的市场就是冷鲜肉市场。

国泰基金认为，从目前的状况来看，这个市场还是处于比较割裂的一

个状况，市场集中度非常低。从海外的经验来看，包括从这个行业未来发展的趋势来看，冷鲜肉市场将来都会是一个品牌引导着整个产业集中度的提高，这是公司的一个发展的方向。

黄炎说：“目前来看，在这个行业里面，双汇应该说是毫无争议的一个龙头。从业务层面来看，双汇发展处于一个发展空间最大、潜力最大的一个行业，因此公司未来的发展空间还非常非常大；从公司经营层面和公司治理结构来看，以前大家有过很多的担心，包括股份公司和集团公司的利益是不是一致，流通股股东的利益和其他的大股东或者管理层的利益是不是一致，我觉得经过这次股改以后，包括引入高盛作为他的大股东，这个过程当中我觉得这些疑虑都消除了很多，因为海外的战略投资人对一个公

司的介入其实他一方面是从产业角度考虑”。

高盛向来都是一个善于进行资本运作的一个公司，而非进行产业投资的这么一个公司。基于这一点，黄炎认为，在这个过程中，高盛对公司的经营可能不会过多的介入，但是对整个公司的经营是否会伤害到股东的利益一定会比较关心。从这个层面上来说，虽然高盛是大股东，基金是小股东，但是股改以后都没有区别了，大家都是流通股股东。应相信公司管理层跟股东之间的利益会协调的比较好。

黄炎对记者说：“我觉得这个企业最终会成为食品饮料行业真正的龙头，不仅是肉制品加工行业的龙头，还会成为食品饮料行业的龙头，甚至是A股市场的龙头之一。到目前为止，我们还是非常看好它的”。