万洲国际赴港发股还债 中国业务仍为重点

证券时报记者 余胜良

万洲国际（00288.HK）昨日披露招股说明书，在香港首次公开发股(IPO)，募资 292 亿~411 亿港元，募集资金净额主要用于还债。公司在招股书中强调“全球视野”，并详细阐释了各业务融合带来的机会，但是根据各子公司以往表现以及市场机会看，中国业务仍是未来重中之重。

定价不高

此次，万洲国际 IPO 拟发售 36.55 亿股股份，发售价每股 8 港元~11.25 港元。公司估计，若按照中间价 9.63 港元计算，发售所得款项净额约达 35.53 亿美元。募资将主要被用于偿还银团定期贷款。

去年万洲国际以 71 亿美元收购了美国最大的猪肉生产商史密斯菲尔德，收购史密斯菲尔德资金大多为借款，其中银团定期贷款本金为 40 亿美元，Merger Sub 发行优先无抵押票据融资 9 亿美元。此外，万洲国际手头现金为 3.19 亿美元，还有根据史密斯菲尔德融资协议提取的 1.6 亿美元。

就在收购之时，就有传言万洲国际将通过上市募资还债，今年 1 月 21 日，双汇国际更名为万洲国际有限公司，也被业内认为是为赴港上市铺路。

万洲国际 IPO 国际发售部分 34.72 亿股，香港公开发售部分为 18.275 亿股，拟将发售所得款项净额总数不超过约 40 亿美元，用于偿还分别于 2016 年 8 月 30 日及 2018 年 8 月 30 日到期的三年期及五年期银团定期贷款，余下用作营运资金及其他一般公司用途。

有分析师认为，万洲国际 IPO 时机并不好，目前海外股市环境有些变化，“从万洲国际定价上看，为中等偏下”。

万洲国际目前的询价区间为 15 到 18 倍的市盈率。按 15 到 18 倍的市盈率区间计算，万洲国际的估值在 153 亿~212 亿美元。目前，万洲国际子公司双汇发展（000895）市盈率为 22.8 倍。

按照计划，万洲国际的公开发售昨天上午 9 时开始，至 4 月 22 日中午 12 时结束。预期发售价将于 4 月 22 日决定，配售结果预期将于 4 月 29 日公布。4 月 30 日，万洲国际将正式登陆香港联交所。这将是食品及饮料行业第二大的 IPO，仅次于 2001 年卡夫食品的 87 亿美元（折合为 674.42 亿港元）。

过去几年，万洲国际营业额由 2011 年 54.6 亿美元增至 2013 年 112.5 亿美元，复合年增长率达 43.6%。

国际化

万洲国际主席兼行政总裁万隆表示：“万洲国际在香港联交所上市符合我们作为全球最大猪肉食品企业并向全球不断扩张之身份。有助提升公司形象，提高透明度，推动未来增长。”

据万洲国际公关部门负责人称，新公司名称中的“万”和“洲”分别取其“永恒”和“大洲”的含意，而新公司标志上四条河流和五个板块的设计也象征着世界四大洋和五大洲。

万洲国际在招股说明书中，也反复强调其“全球视野”。

美国是世界上最大的生猪出口国，史密斯菲尔德则是美国最大的猪肉食品企业，由于饲料价格优势，2011 年~2012 年美国平均生猪价格比中国低 40%。万洲国际表示，考虑到美国庞大的养殖规模和中国消费者对优质猪肉需求，可以显著增加从美国猪肉进口量，斯密斯菲尔德占美国猪肉出口总量的 36.7%。

万洲国际一直希望加大在养殖环节的实力，但在中国建有的 7 个规模化养殖场，在 2011 年~2013 年间，分别出栏 30.3 万头、30.6 万头和 31.77 万头，基本上全部用于内部消化。而史密斯菲尔德 2011 年~2013 年出栏量分别达到 1640 万头、1580 万头、1600 万头。

此外，万洲国际还拥有 Campofrio37%股权，Campofrio 在西班牙马德里及巴塞罗那上市，该部分股权通过史密斯菲尔德间接控制。Campofrio 是西班牙一家以生产肉制品特别是猪肉制品为主的跨国食品企业，成立于 1952 年，是第一个在欧洲市场上从事肉类产品生产贸易的公司。目前为欧洲最大的肉制品企业（以销售额计），产品销往 80 多个国家和地区，2013 年销售额超 19 亿欧元，净利润为 1200 万欧元。

史密斯菲尔德有权向 Campofrio 董事会委任 7 名中的 2 名。目前万洲国际与 Sigma Alimentos S.A. de C.V（一家墨西哥公司）正在联合要约收购 Campofrio 的全部余下股份，并在 Campofrio 退市 3 年之后，两者中任一方可向对方收购所拥有 Campofrio 全部股权。

整合

万洲国际整合了从生猪养殖、猪肉加工到生鲜猪肉和肉制品销售的各个环节。万洲国际认为，全产业链，全球布局，可以发挥很多优势。比如，将史密斯菲尔德生产出来的猪肉卖到中国。史密斯菲尔德长于养殖，而双汇发展擅长加工和销售。

万洲国际已经从今年 1 月份开始首次从美国进口生猪，并通过在中国的分销网络进行销售。万洲国际计划将斯密斯菲尔德出栏量在 3.6 万头/日（不含莱克多巴胺）的基础上，提升 55.6%。万洲国际不仅想通过扩大美国业务出口来实现收入增长，还希望稳定美国生猪价格，降低养殖业周期波动的波幅。

万洲国际表示，美国消费者不大喜欢的猪副产品，可以运到中国销售。此外，万洲国际还希望利用美国的原材料和生物技术，在中国推出优质肉制品，抓住高端肉制品行业增长的契机，加强业务和财务经验上和技术上的交流。

与单一经营生鲜猪或肉制品公司相比，利用市场供需变化，可以在生鲜猪肉和肉制品部门之间配置资源，同时，生猪养殖体系可以从源头上保证食品质量，还可根据消费者偏好和监管要求生产。例如生产不含莱克多巴胺（一种新型瘦肉精）的猪肉。全产业链还保证在任何周期内，原材料和生猪之间维持稳定供应。

对于万洲国际的如意算盘，申银万国分析师赵金厚担忧食品进出口会有一定管制。资料显示，最近有美国农业部及畜牧业官员称，中国政府已对美国生猪进口实施了更加严格的限制性措施。不过从去年 9 月开始，中国对猪肉进口已取消进口许可管理，这对万洲国际进口猪肉有利。

此外，Campofrio 在伊比利亚火腿、塞拉诺火腿、帕尔玛火腿等享誉世界的发酵火腿上具有很强的技术优势，在欧洲是发酵肉制品行业的领导企业，且西式发酵肉制品相比中式发酵肉制品含盐量较低，更适合于家庭日常消费食用。

中国业务

万洲国际特别提到在中国的营销网络：肉制品拥有 5000 个经销商、63.8 万个终端网点，生鲜猪肉拥有 2.43 万个终端网点。

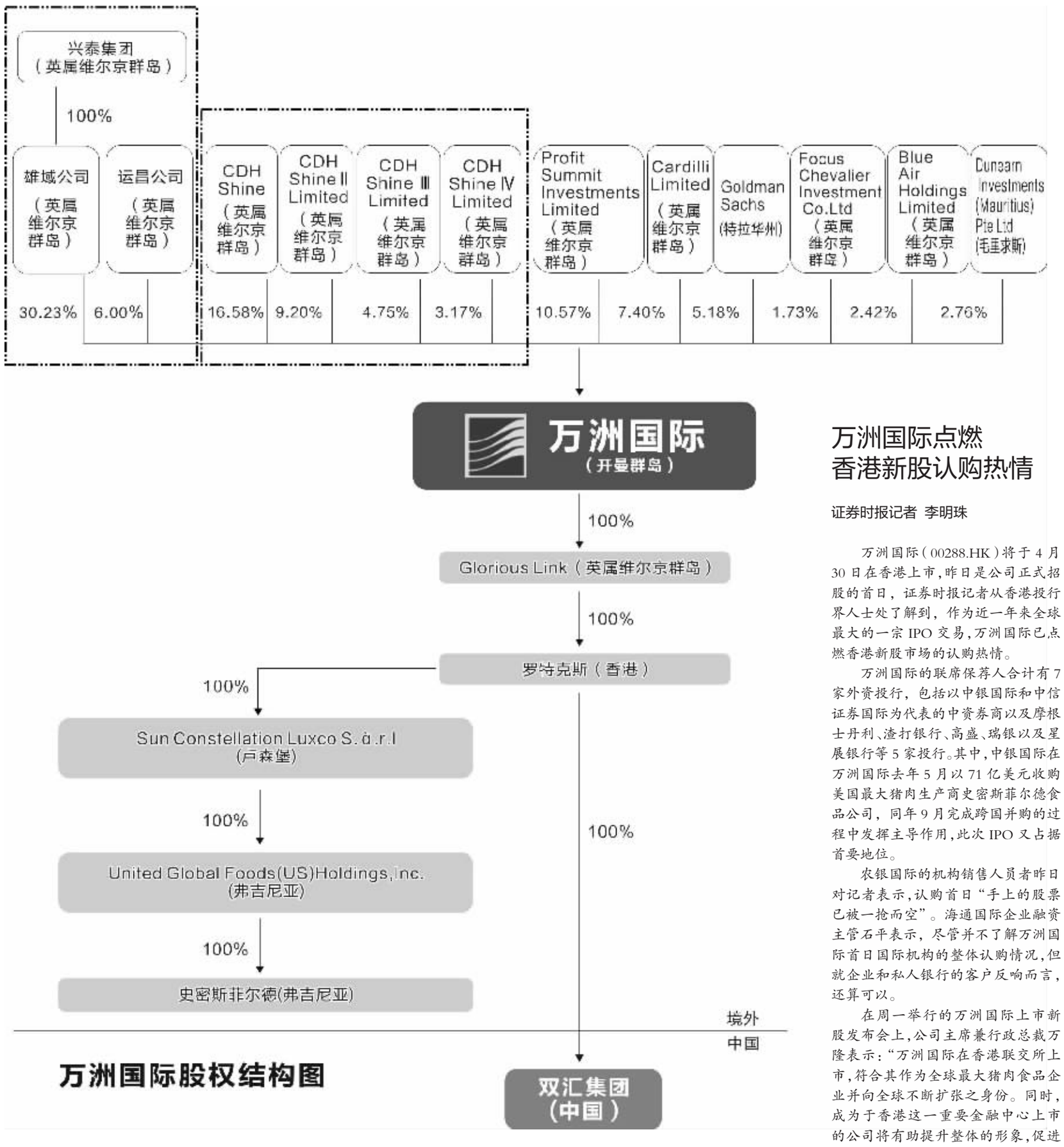
中投证券分析师蒋鑫认为，万洲国际上市后，双汇发展将成为全球业务的中国销售平台，成为参与全球肉类整合后的销售平台。2014 年双汇发展计划从史密斯菲尔德采购不超过 33 亿元的猪肉。

齐鲁证券分析师胡彦超认为，从盈利能力和成长性角度比较看，国内的双汇发展要远好于史密斯菲尔德和 Campofrio，双汇发展的估值水平也应高于万洲国际香港上市的整体估值水平。

胡彦超认为，史密斯菲尔德盈利能力差的原因在于低利润率的生猪养殖业务占比大、波动剧烈，Campofrio 盈利能力差的原因是西班牙乃至整个欧洲地区糟糕的宏观环境和严重的通货膨胀。去年，史密斯菲尔德收入增速在 5%，Campofrio 则几乎没增长。所以他认为，万洲国际的主要看点还是双汇发展。中国业务，具体也就是双汇发展。从万洲国际的招股说明书可以看出，万洲国际希望全球化和行业整合，但是基本上是将其他国家的先进部分拿到中国市场，除了中国猪肉市场庞大，还因为欧美猪肉市场已增长乏力。

关于发展空间，万洲国际认为，中国行业集中是个机会。

万洲国际认为中国猪肉行业将加快整合步伐，地方保护的影响将逐步减弱。截至 2013 年 9 月，中国前五大肉制品企业和生鲜猪肉企业的市场份额为 27.3%和 8.2%，但美国市场上述指标的比例为 38.7%和 68.7%。万洲国际希望成为市场整合者，抓住国内小规模猪肉加工企业退出带来的市场空间，扩充产能。



万洲国际股权结构图

万洲国际业务分布图

刘骏/整理 彭春霞/制图

万洲国际点燃香港新股认购热情

证券时报记者 李明珠

万洲国际（00288.HK）将于 4 月 30 日在香港上市，昨日是公司正式招股的首日，证券时报记者从香港投行界人士处了解到，作为近一年来全球最大的一宗 IPO 交易，万洲国际已点燃香港新股市场的认购热情。

万洲国际的联席保荐人合计有 7 家外资投行，包括以中银国际和中信证券国际为代表的中资券商以及摩根士丹利、渣打银行、高盛、瑞银以及星展银行等 5 家投行。其中，中银国际在万洲国际去年 5 月以 71 亿美元收购美国最大猪肉生产商史密斯菲尔德食品公司，同年 9 月完成跨国并购的过程中发挥主导作用，此次 IPO 又占据首要地位。

农银国际的机构销售人员者昨日对记者表示，认购首日“手上的股票已被一抢而空”。海通国际企业融资主管石平表示，尽管并不了解万洲国际首日国际机构的整体认购情况，但就企业和私人银行的客户反响而言，还算可以。

在周一举行的万洲国际上市新股发布会上，公司主席兼行政总裁万隆表示：“万洲国际在香港联交所上市，符合其作为全球最大猪肉食品企业并向全球不断扩张之身份。同时，成为于香港这一重要金融中心上市的公司将有助提升整体的形象，促进问责性，提高透明度，推动公司的未来增长。”

公开资料显示，万洲国际将是食品及饮料行业第二大宗 IPO，仅次于 2001 年卡夫食品 87 亿美元（折合为 674.42 亿港元）；同时也是继 2010 年友邦保险上市集资 205 亿美元（折合为 1589.15 亿港元)后亚太区的最大一宗 IPO。

万洲国际股票公开发售于昨日上午 9 时开始，至 4 月 22 日中午 12 时结束。预期发售价将于 4 月 22 日确定，配售结果预期将于 4 月 29 日公布。股份预期于 4 月 30 日(星期三)于港交所开始买卖。

万洲国际半年前重奖两高管8.19亿股

按8港元/股的发行底价计算，价值65.52亿港元

证券时报记者 仁际宇

双汇发展（000895）控股方万洲国际（00288.HK）即将登陆港交所，而半年前，万洲国际的两位高管刚获得了约 8.19 亿股万洲国际的股票奖励。如果万洲国际顺利上市，按照 8 港元/股的发行底价计算，这部分股权至少价值 65.52 亿港元（约合 52.57 亿元人民币）。但也有专家认为，此种激励方式未必能达到预期效果。

根据万洲国际的招股书，为了表彰及奖励公司执行董事、主席兼行政总裁万隆和执行董事兼副总裁杨挚君为 2013 年收购美国最大猪肉生产商史密斯菲尔德所做的贡献，决定于 2013 年 10 月分别向两人控制的离岸公司配发及发行约 5.73 亿股和 2.46 亿股股票。万洲国际招股书显示，这部分股票当时的公允价值约为 5.97 亿美元。为了授予这些股票，万洲国际也付出了 2013年度亏损的代价。

资料显示，万洲国际 2013 年的年内利润亏损约 6700 万美元，而此前的 2011 年和 2012 年，公司的年内利润分别约为 1.88 亿美元和 4.68 亿美元。万洲国际在招股书中表示，公司 2013 年的年内利润为负数的主要原因是收购史密斯菲尔德以股份支付的开支和专业费用等。另外，当初万洲国际收购史密斯菲尔德全部股权的交易价格约为 47.2 亿美元现金，并承担史密斯菲尔德的 24 亿美元债务。因此 5.97 亿美元的奖励金额，大约是收购史密斯菲尔德交易总价款 71.2 亿美元的 8.4%。

价值 5.97 亿美元的激励本身已十分诱人，而随着万洲国际即将上市，这部分股权还将大幅增值。按照 5.97 亿美元持有约 8.19 亿股计算，每股价格大约是 0.73 美元，折合港币大约是 5.66 港元/股。而根据万洲国际的招股书，公司的招股价格介于 8 港元/股到 11.25 港元/股之间。相比于上市前的公允价值，短短半年，分别增值 41.3%和 98.8%。而且，以最低价格计算，上述股权的总市值约为 65.52 亿港元，最高价计算则为 92.14 亿港元。

面对如此巨大的上市大礼，有分析认为其激励作用未必会令人满意。北京师范大学经济与工商管理学院副院长、北京师范大学公司治理与企业发展研究中心主任高明华在接受证券时报记者采访时表示：“就单个事件进行股权奖励的激励作用是十分有限的，而且具有短期性。一般情况下还是选择股票期权的模式，可以使激励效果比较有持续性。”

另外，这种奖励是否符合公司治理规范也值得研究。高明华表示：“股权激励如果涉及新发股份，应该由股东大会决定，不应该由董事会代为决定，因为这摊薄了股东收益。而且国内上市公司普遍由内部人控制，比较容易损害其他投资者的利益。同时国内董事会中外部董事的数量也比较少，缺乏制衡机制，而欧美发达国家外部董事的数量可能占多数，治理结构更合理。”

万洲国际招股书显示，公司现有董事会成员 9 人，其中独立董事 3 人。招股书中并未明确披露万洲国际向万隆和杨挚君授予股权所履行的具体程序，不过，该公司过往给予公司高管的股权奖励主要是通过全体董事及全体股东的书面决议形式进行。