

2024年11月21日

期待子公司 Smithfield 分拆美股上市带来的估值潜力

民银证券研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

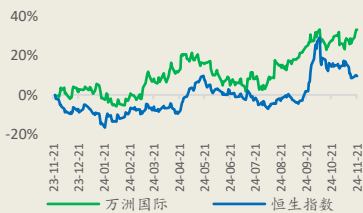
Email：liminhe@cmbcint.com

### 万洲国际 (0288.HK)

目前股价 (港元)	6.43
52 周内股价区间 (港元)	6.50/4.41
总市值 (亿港元)	825.0
近 3 月日均成交额 (百万港元)	172.6

注：截至 2024 年 11 月 21 日收盘价

### 股价表现



资料来源：iFind、民银证券

### 万洲国际公告，拟分拆美国肉制品子公司 Smithfield 美股独立上市：

万洲国际公告称，拟分拆史密斯菲尔德食品有限公司（以下简称 Smithfield），赴美国交易所独立上市。史密斯菲尔德曾于 1999 年至 2013 年间在纽约证券交易所上市，2013 年被万洲国际以 49 亿美元代价收购，从纽交所私有化并成为万洲国际全资子公司。而此次重回美股，公告表明 Smithfield 及集团将加强地区营运的灵活性。

**Smithfield 美股上市方案：**据公告，Smithfield 发售预计最多 20% 的股份。发行后，万洲国际于 Smithfield 的股权预期将最多减少至约 80%。因此，Smithfield 在美股上市后将仍然为万洲国际的附属公司，Smithfield 亦将继续全面并表于万洲国际公司。最终发行价尚未厘定，估值目前预期将不少于 9 月 30 日财报资产净值（即 53.8 亿美元）。

**股东配额：**据公告，万洲国际股东将有权获派 Smithfield 的实物股息，相当于 Smithfield 经发售扩大的已发行股本总额约 0.35% 至 0.45%。万洲国际将按股东的持股比例分派，方式为实物分派或现金替代。

### 期待子公司 Smithfield 分拆美股上市带来的估值潜力：

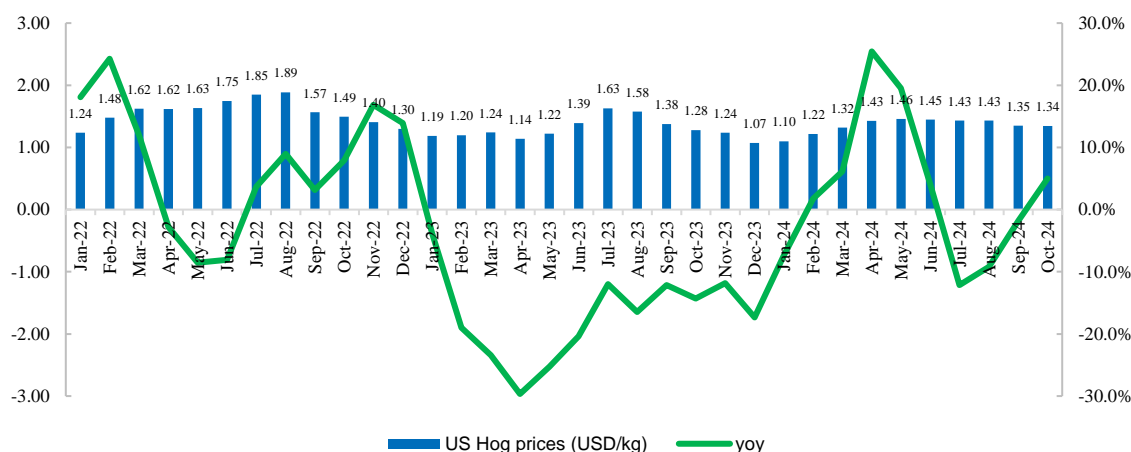
Smithfield 集团在 2022/2023 收入分别为 162/ 146 亿美元，2022/2023 税后净利润分别为 7.24/ -0.7 亿美元。今年以来集团扭亏为盈，其中肉制品业务稳定，美国生猪价格回升、生猪养殖成本下滑带来盈利弹性。因此 2024 年前 9 个月 Smithfield 集团的收入/利润分别为 101.9/ 6.1 亿美元，同期除税后亏损 0.1 亿美元。可比公司 Tyson 和 Hormel 的动态市盈率约 14 倍，而 Smithfield 的最低估值（53.8 亿美元）对应市盈率约 8 倍。目前万洲国际持有双汇发展 70.3% 股权，Smithfield 上市后万洲国际对其持股占比不低于 80%，Smithfield 的美股独立上市，万洲国际的整体估值有望受益。

表 1：主要财务指标

百万美元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
营业收入	25,589	27,293	28,136	26,236	12,293
收入同比 (%)	6.2%	6.7%	3.1%	-6.8%	-6.3%
股东应占净利润	828	1,068	1,370	629	784
归母净利润同比 (%)	-43.5%	29.0%	28.3%	-54.1%	86.7%
归母净利润率	3.2%	3.9%	4.9%	2.4%	6.4%
PE	13	10	8	17	8

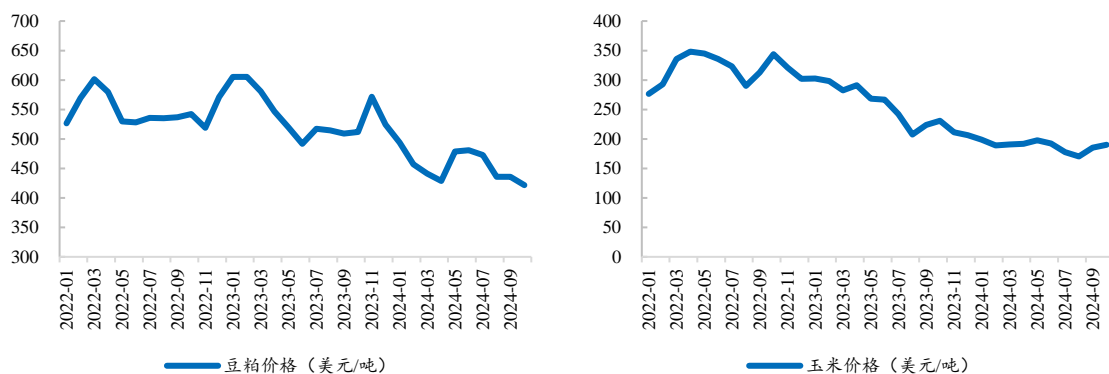
资料来源：公司公告、iFind、民银证券

图 1: 2024 年美国生猪价格 (美元/kg) 同比显著回升



资料来源: USDA, 民银证券整理

图 2: 2024 前 10 个月豆粕月均价同比-28% 图 3: 2024 前 10 个月豆粕月均价同比-16%



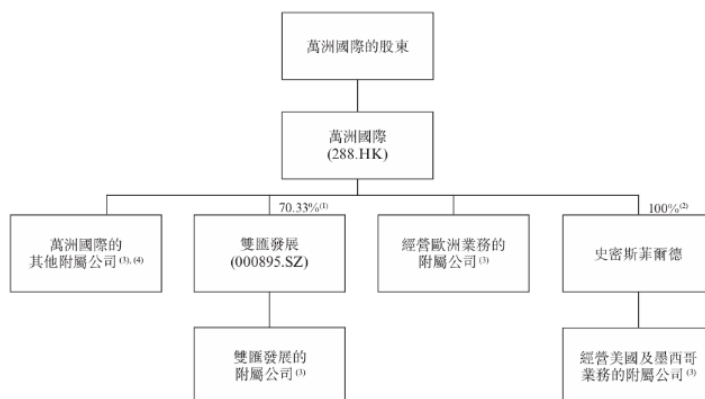
资料来源: iFind、世界银行, 民银证券整理

表 1: 2024 年美国生猪价格 (美元/kg) 同比显著回升

日期	2024/11/21	当地货币	收入 (亿)	收入yoy	归母净利润 (亿)	归母净利润yoy	PE									
公司代码	公司简称	收盘价	市值 (亿)	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
0288.HK	万洲国际	6.43	825.0	262	257	261	-2%	2%	6.3	14.2	16.3	126%	14%	17	7	7
000895.SZ	双汇发展	24.96	864.8	599	589	627	-2%	6%	51	51	54.8	1%	7%	16	15	14
TSN US	Tyson Foods	63.25	225.1	533	536	545	0%	2%	8.0	12.2	15.1	53%	24%	28	18	15
HRL US	HRL US	30.22	165.7	119	122	125	3%	2%	8.3	9.3	10.2	11%	10%	20	18	16
平均														20	15	13

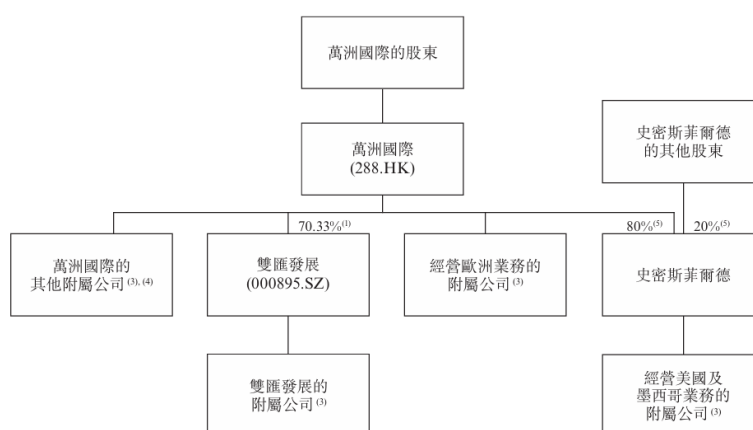
资料来源: Bloomberg、iFind, 民银证券整理

图 4: Smithfield 分拆前, 万洲国际股权结构



资料来源: iFind、世界银行, 民银证券整理

图 5: Smithfield 分拆后, 万洲国际股权结构



资料来源: iFind、世界银行, 民银证券整理

## 风险提示:

美国猪肉价格大幅波动;

肉制品终端动销疲弱;

饲料价格大幅上涨;

食品安全风险。

**行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）**

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

**公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）**

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

**分析师声明**

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**民银证券有限公司**

CIBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933

年美国证券法 S 规则的解释)，民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

### 规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。