



天兆猪业 - IPO 点评

报告摘要

公司概况

- 公司是一个猪只养殖企业，养殖并销售种猪和商品猪，也提供辅助产品及服务，以及生鲜肉业务（2020年4月已停产）。公司拥有47个生猪养殖厂，大部分位于四川和重庆。2020年初公司最大出栏量为30万头，2017-2019、2020前4月出栏量分别为23.8万头、22.5万头、27.7万头和7.4万头，其中种猪出栏量占比分别为30%、12%、20%、17%。
- 2017-2019、2020前4月，公司收入分别为4.7亿、4.5亿、7.8亿、3.5亿人民币，净利润分别为1.56亿、0.40亿、4.86亿、2.34亿，利润的大幅波动主要来自生猪价格变动。

行业状况及前景

- 公司处于猪肉产业链的上游，猪只养殖行业具有很强的周期性，国内的周期大约为四年。自2018年末中国爆发非洲猪瘟疫情，导致大量种猪和商品猪死亡，从而形成较大的种猪和商品猪短缺，猪只价格快速上升。2020年开始种猪和商品猪产能开始逐步修复，缺口缓慢缩小，猪价高峰出现在2020年，此后逐步下跌。养殖企业的利润与猪价呈正向关系。
- 新冠疫情在今年一季度大规模爆发，对养殖业的生产运营造成短时间的影响，但是之后疫情很快得到控制，不会对行业造成长期影响。
- 中国种猪市场极为分散，全国约有7000座种猪厂，部分领先猪企倾向于培育各自的种猪而非向市场采购。在种猪养殖公司中，前五大企业市场份额为1.1%，2019年公司就收益而言排名第一，但其他四家的大部分种猪均用于自身的商品猪繁殖，仅有少量对外销售。
- 中国商品猪市场同样分散，2019年，年出栏量超过1000头的养殖厂超过8万座，按收益计算的前五大企业市占率为7%，公司排名在前五十。由于非瘟提高了养殖厂的防疫成本和防疫难度，导致个体养殖户被市场出清，我们认为未来市场的集中度将会快速提升。

优势与机遇

- 公司通过采购加拿大和法国种猪，引入国外先进的育种技术，具备种猪繁殖能力。同时，作为大型养殖厂，公司拥有更高的防疫能力和管理能力。
- 未来公司计划大力拓展养殖业务，预计从2022年开始提升出栏量约126%，至44.5万头，未来产能提升速度较快。

弱项与风险

- 猪价下行趋势已经形成，未来公司利润将承压。
- 原材料成本上升导致公司盈利能力下降。

投资估值

- 根据招股定价(26-38.8港元)，所得款净额约11.7亿港元，其中73%用于扩充养殖产能，13%偿还贷款，其余用作日常经营。
- 从保荐人的过往业绩来看，首日表现涨跌各半，累计表现跌多过涨。我们测算FY2020净利润约为6.8亿港元，按照招股定价2020预测PE为5.8-8.7x。港股可对标中粮家佳康(1610.HK)，20PE仅为3x，A股养猪企业20PE在5-8x，考虑公司规模与之相比更小，结合港股的流动性，我们认为该估值相对较高。给予IPO专用评级“4”。

IPO 专用评级: 4

-- 评级分为0至10，10为最高

-- 评级基于以下标准:

- | | |
|----------------|---|
| 1. 公司营运 (0-3): | 2 |
| 2. 行业前景 (0-3): | 2 |
| 3. 招股估值 (0-2): | 0 |
| 4. 市场情绪 (0-2): | 0 |

主要发售统计数字

上市日期	11月16日
发行股数(百万股)	38.6 (H股)
— 当中旧股数目及占比	0; 0%
发行后总股本(百万股)-H股	38.6
— 内资股	115.8
— 总计	154.5
发行价范围(港元)	26-38.8
发行后市值(亿港元)-H股	10.0-15.0
备考预测盈利(百万港元)	--
备考预测全市盈率(倍)	--
备考每股净资产(港元)	13.6-16.68
备考市净率(倍)	1.9-2.3

保荐人 富强金融资本

账簿 富强证券、国泰君安、华盛证券、中
管理人 泰国际、光大证券、宝新金融、国信
证券(香港)、浦银国际

会计师 毕马威会计师事务所

资料来源: 公司招股书

曹莹 行业分析师

+86-21-35082533

caoying2@essence.com.cn



图表 1：公司业务构成

	2017 財政年度		2018 財政年度		2019 財政年度		2019 年首四個月		2020 年首四個月	
	分部/ 子分部 收益 ⁽¹⁾	佔分部/ 子分部 收益 百分比								
	(人民幣千元, 百分比除外)									
豬隻銷售										
種豬	198,305	40.6%	76,623	15.1%	224,480	26.5%	25,543	12.2%	90,759	24.4%
商品豬	229,311	47.0%	302,513	59.7%	473,245	55.7%	138,746	66.3%	216,643	58.3%
商品豬(幼豬) ⁽²⁾	22,221	4.6%	9,756	1.9%	27,093	3.2%	4,858	2.3%	31,865	8.6%
輔助產品及服務	38,043	7.8%	65,034	12.8%	70,337	8.3%	21,580	10.3%	23,552	6.3%
鮮肉銷售 ⁽³⁾	-	-	53,282	10.5%	53,205	6.3%	18,431	8.8%	8,757	2.4%
總計	<u>487,880</u>	<u>100%</u>	<u>507,208</u>	<u>100%</u>	<u>848,360</u>	<u>100%</u>	<u>209,158</u>	<u>100%</u>	<u>371,576</u>	<u>100%</u>
分部間銷售對銷	(13,355)		(58,342)		(64,242)		(19,258)		(19,651)	
收益	<u>474,525</u>		<u>448,866</u>		<u>784,118</u>		<u>189,900</u>		<u>351,925</u>	

资料来源：招股说明书

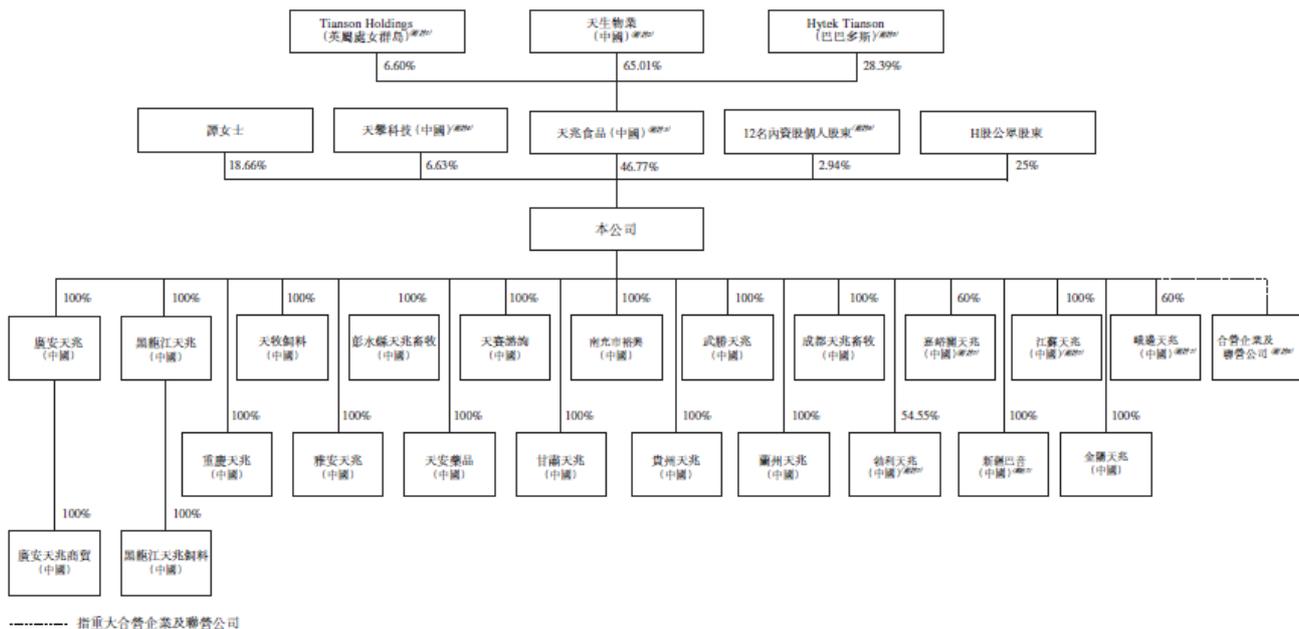
图表 2：公司利润表概要

	2017 財政年度 人民幣千元	2018 財政年度 人民幣千元	2019 財政年度 人民幣千元	2019 年 首四個月 人民幣千元	2020 年 首四個月 人民幣千元
收益	474,525	448,866	784,118	189,900	351,925
毛利	172,884	99,202	379,567	52,176	288,437
生物資產公允價值變動	21,172	5,965	140,568	4,036	27,846
經營溢利	142,026	76,914	437,172	42,202	235,146
除稅前溢利	159,611	44,887	488,561	35,010	240,488
年/期內溢利	158,680	40,082	485,499	34,849	234,055
以下各項應佔：					
本公司權益股東	156,287	40,283	486,143	34,900	234,730
非控股權益	2,393	(201)	(644)	(51)	(675)

资料来源：招股说明书



图表 3：此次公开发行后股权结构



资料来源：招股说明书

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

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安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。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。安信国际，其母公司和/或附属公司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、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司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。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。

安信国际及其高级职员、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。投资银行或资产管理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。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

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到日本、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)，安信国际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。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的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。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际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。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010