

# 傲农转债：业绩高成长的生猪养殖后起之秀

2021 年 03 月 10 日

## 事件

- **傲农转债(113620.SH)于3月10日开始网上申购**：总发行规模为10.00亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于滨州傲农现代农业开发有限公司滨州傲农种猪繁育基地等多个项目。
- **当前债底估值为93.00元，YTM为3.30%**。傲农转债存续期为6年，联合评级为AA/AA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的116%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率4.5764%（3/9）计算，纯债价值为93.00元，纯债对应的YTM为3.30%，债底保护性较强。
- **当前转换平价为90.81元，平价溢价率为10.12%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2021年9月16日至2027年3月9日。初始转股价14.80元/股，正股傲农生物3月9日的收盘价为13.44元，对应的转换平价为90.81元，平价溢价率为10.12%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为9.11%**。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。总股本稀释率为9.11%。按初始转股价14.80元计算，转债发行10.00亿对总股本和流通盘的稀释率分别为9.11%和9.76%，会对股本造成一定的摊薄压力。
- **预计上市价格在94.25~105.69元区间，预计网上中签率为0.0045%**。综合可比标的，考虑到傲农转债的债底保护性较强，但是评级和规模吸引力一般，预计上市首日转股溢价率在10%左右，对应的上市价格在94.25~105.69元区间。预计网上中签率为0.0045%，建议积极申购。

## 观点

- **公司是集饲料、养殖、屠宰及食品、兽药动保、原料贸易等产业链一体化综合发展的农牧企业，产业协同优势显著**。在饲料方面，公司饲料业务品类齐全，包括猪料、禽料、水产料、反刍料等各品种；在养殖方面，公司搭建了以原种猪场为核心、种猪扩繁场为中介、商品猪场为基础的上小下大宝塔式繁育体系。
- **本轮“猪周期”有望延长，公司利润弹性巨大**。2015年以来，受我国环保要求趋严、东部沿海地区猪场拆迁、能繁母猪数量下降等影响，我国猪肉价格不断上升；2016年下半年以来，由于补栏的增加，猪肉价格呈现下降的态势；2018年8月至今，随着非洲猪瘟的爆发，部分养殖户受到疫病防控压力影响，逐渐退出或缩小养殖规模，使得我国能繁母猪及生猪存栏量持续大幅下降，生猪价格出现快速回升，受生猪供应持续紧缺影响，生猪价格持续维持在高位，本轮“猪周期”有望延长，公司利润弹性巨大。
- **产业链纵向整合，业绩增长注入新动力**。2020年6月，公司以2.46亿元收购厦门银祥肉业有限公司70%股权，厦门银祥肉业承诺2020-2022年归属于母公司股东的税后净利润分别不低于2,250、2,650、3,200万元。由此，公司成功进军生猪屠宰加工领域，进一步完善了公司生猪产业链版图，为未来业绩增长注入新动力。
- **风险提示**：生猪价格波动风险、猪瘟疫情风险、生猪出栏量不达预期。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

## 相关研究

- 1、《固收周报 20210306：周观：贷款利率回升，再谈强美元预期（2021年第7期）》2021-03-06
- 2、《固收点评 20210305：美债抬升风格决定大宗商品价格》2021-03-06
- 3、《固收周报 20210305：正股重要，择时也重要》2021-03-05
- 4、《固收点评 20210302：地产高收益美元债的短期背离》2021-03-04
- 5、《固收点评 20210304：“贷款利率回升”还不能明确加息信号》2021-03-04

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	3
2. 投资申购建议 .....	5
3. 正股基本面分析 .....	6
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 我国生猪市场价 (单位: 元/千克) .....	7
图 2: 我国不同规模生猪饲养场/户数占比 (单位: %) .....	7
图 3: 13-20Q1-3 营业总收入及同比增速 (单位: 亿元) .....	8
图 4: 13-20Q1-3 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元) .....	8
图 5: 13-20Q1-3 销售毛利率和净利率水平 .....	9
图 6: 13-20Q1-3 三费率水平 .....	9

表 1: 傲农转债发行认购时间表 .....	3
表 2: 傲农转债基本条款 .....	4
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	4
表 4: 债性和股性指标 .....	5
表 5: 相对价值法预测傲农转债上市价格 (单位: 元) .....	6

## 1. 转债基本信息

表 1: 傲农转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2021 年 3 月 8 日 (周一)	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2021 年 3 月 9 日 (周二)	原股东优先配售股权登记日 网上路演
T	2021 年 3 月 10 日 (周三)	发行首日 刊登《可转债发行提示性公告》 原股东优先配售认购日 (缴付足额资金) 网上申购 (无需缴付申购资金) 确定网上申购中签率
T+1	2021 年 3 月 11 日 (周四)	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 网上申购摇号抽签
T+2	2021 年 3 月 12 日 (周五)	刊登《网上中签结果公告》 网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款 (投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的转债认购资金)
T+3	2021 年 3 月 15 日 (周一)	联席主承销商根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2021 年 3 月 16 日 (周二)	刊登《发行结果公告》

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 2: 傲农转债基本条款

转债名称	傲农转债	正股名称	傲农药业
转债代码	113620.SH	正股代码	603363.SH
发行规模	10.00 亿元	正股行业	农林牧渔—饲料 II
存续期	6 年（2021/3/10-2027/3/9）	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	14.80 元/股	转股期	6 个月（2021/9/16-2027/3/9）
票面利率	0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%		
向下修正条款	存续期，15/30，85%		
赎回条款	（1）到期赎回：到期后五个交易日内，以票面价值的 116%（含最后一期利息）全部赎回 （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%；未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	（1）有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% （2）附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3: 募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
长春傲新农牧发展有限公司 农安一万头母猪场项目	23500.00	15000.00
滨州傲农现代农业开发有限公司 滨州傲农种猪繁育基地项目	20500.00	13300.00
泰和县富民生态养殖科技有限公司 生猪生态循环养殖小区项目（一期）	17600.00	14200.00
广西柯新源原种猪有限责任公司 （宁武项目）	12000.00	8000.00
吉水县傲诚农牧有限公司 生猪生态循环养殖小区	16000.00	12500.00
傲华畜牧 10000 头商品母猪生态化养 殖基地	18000.00	7000.00
偿还银行贷款		30000.00
合计	107600.00	100000.00

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所整理

表 4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	93.00 元	转换平价 (以 3/9 收盘价)	90.81 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	7.53%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	10.12%
纯债到期收益率 YTM	3.30%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 93.00 元, YTM 为 3.30%。傲农转债存续期为 6 年, 联合评级为 AA/AA, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%, 到期赎回价格为票面面值的 116% (含最后一期利息), 以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.5764% (3/9) 计算, 纯债价值为 93.00 元, 纯债对应的 YTM 为 3.30%, 债底保护性较强。

当前转换平价为 90.81 元, 平价溢价率为 10.12%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2021 年 9 月 16 日至 2027 年 3 月 9 日。初始转股价 14.80 元/股, 正股傲农生物 3 月 9 日的收盘价为 13.44 元, 对应的转换平价为 90.81 元, 平价溢价率为 10.12%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30、85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

总股本稀释率为 9.11%。按初始转股价 14.80 元计算, 转债发行 10.00 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 9.11%和 9.76%, 会对股本造成一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

预计傲农转债上市首日价格在 94.25~105.69 元之间。按傲农生物最新收盘价测算, 当前转债平价为 90.81 元。

1) 可参照平价、评级和规模可比标的长集转债、双环转债和太极转债, 当前转股溢价率分别为 17.14%、21.89%和 16.40%;

2) 参照同属农林牧渔板块的雪榕转债、大禹转债和正邦转债, 当前转股溢价率分别为 20.39%、13.08%和 11.92%;

3) 参考近期上市的环旭转债、利民转债和嘉元转债, 上市首日转股溢价率分别为 5.36%、2.82%和-1.58%;

综合可比标的，考虑到傲农转债的债底保护性较强，但是评级和规模吸引力一般，预计上市首日转股溢价率在 10% 左右，对应的上市价格在 94.25~105.69 元区间。

表 5：相对价值法预测傲农转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		5%	7.00%	10.00%	13.00%	15.00%
-5%	12.77	90.58	92.31	94.90	97.49	99.21
-3%	13.04	92.49	94.25	96.90	99.54	101.30
3/9 收盘价	13.44	95.35	97.17	99.89	102.62	104.43
3%	13.84	98.21	100.08	102.89	105.69	107.57
5%	14.11	100.12	102.03	104.89	107.75	109.65

数据来源：Wind，东吴证券研究所

预计原股东优先配售比例为 68.49%。傲农生物的前两大股东为傲农投资、吴有林，最新持股比例分别为 36.29%、13.09%，共合计持股 49.38%，前十大股东合计持股比例为 61.63%，股权结构较分散。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设前十大股东 80% 参与优先配售，其他股东中有 50% 参与优先配售，预计原股东优先配售比例为 68.49%。

预计中签率为 0.0045%。傲农转债发行总额为 10.00 亿元，预计原股东优先配售比例为 68.49%，剩余网上投资者可申购金额为 3.15 亿元。傲农转债仅设置网上发行，近期发行的利民转债（评级 AA，规模 9.80 亿元）网上申购数约 669.46 万户，星源转 2（评级 AA，规模 10.00 亿元）网上申购数约 774.88 万户。预计傲农转债网上有效申购户数为 700 万户，平均单户申购金额 100 万元，预计网上中签率为 0.0045%。

### 3. 正股基本面分析

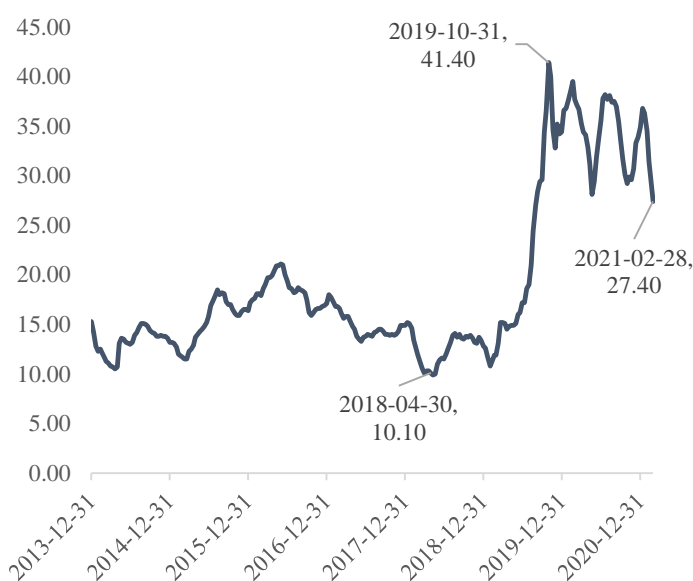
公司是集饲料、养殖、屠宰及食品、兽药动保、原料贸易等产业链一体化综合发展的农牧企业，产业协同优势显著。公司采取“饲料+养殖”双主业模式，2020 年 1-9 月，公司“饲料+养猪”双主业营收占比 88.04%，其中饲料业务占比 61.00%，养殖业务占比 27.04%。在饲料方面，公司饲料业务品类齐全，包括猪料、禽料、水产料、反刍料等各品种；在养殖方面，公司搭建了以原种猪场为核心、种猪扩繁场为中介、商品猪场为基础的上下大宝塔式繁育体系。公司以“专业养猪服务商”为品牌理念，以覆盖全国的饲料营销服务体系及健全完善的生猪繁育体系为依托，配套兽药动保、饲料原料贸易和猪场养殖管理等综合服务，为下游养殖户打造专业养猪服务体系。2020 年，公司通过并购重组方式，快速进入屠宰领域，未来协同兽药动保、原料贸易、猪场信息化管理等业



务，可进一步形成更深入的一体化产业链。

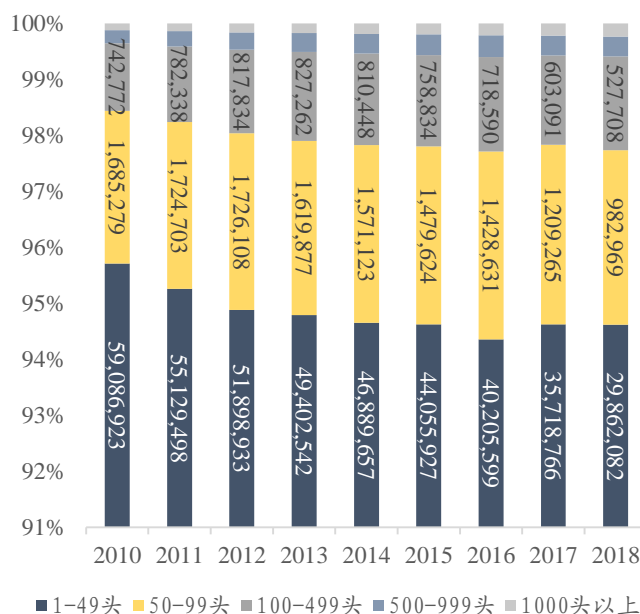
**本轮“猪周期”有望延长，公司利润弹性巨大。**2015年以来，受我国环保要求趋严、东部沿海地区猪场拆迁、能繁母猪数量下降等影响，我国猪肉价格不断上升；2016年下半年以来，由于补栏的增加，猪肉价格呈现下降的态势；2018年8月至今，随着非洲猪瘟的爆发，部分养殖户受到疫病防控压力影响，逐渐退出或缩小养殖规模，使得我国能繁母猪及生猪存栏量持续大幅下降，生猪价格出现快速回升，受生猪供应持续紧缺影响，生猪价格持续维持在高位，本轮“猪周期”有望延长，公司利润弹性巨大。

图 1：我国生猪市场价（单位：元/千克）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：我国不同规模生猪饲养场/户数占比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**公司养猪区域布局合理，具有产业协同优势。**养殖区主要位于南方并贴近主要猪肉消费市场，产能分布受疫情影响较小，同时贴近消费市场的养殖资源价值也相对较高；公司具有生猪自主繁育体系，扩繁群、公猪站根据公司养猪区域合理分布，构建从核心群、扩繁群、商品母猪群的完善种猪繁育体系，可实现公司的母猪体系内供应，从种源上把控生物安全，也有助于养殖效率的持续提升；凭借公司在猪饲料领域的领先地位，公司生猪养殖业务在精准营养、精准饲喂、饲料成本等方面具有比较优势，有利于形成产业协同。

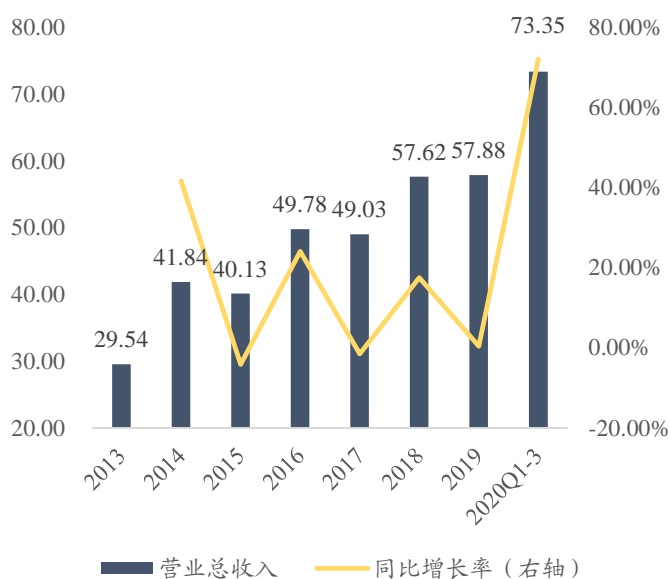
**公司生猪出栏量持续快速增长，股权有效激励业绩成长。**2019年，公司生猪出栏量为65.94万头，2020年1-9月，公司生猪出栏量为76.85万头，环比增长16.13%，同比增长85.00%。目前，傲农生物相较于生猪养殖行业中其他企业，生猪养殖规模较小，但随着公司新建猪场陆续投产，并通过股权合作、租赁、“公司+农户”等方式有效提升产

能，出栏量实现快速增长，预计 2020 年 Q4 有望达到月均出栏 20 万头左右。根据公司股权激励计划，公司 2020-22 业绩考核目标分别为年出栏不低于 150/300/600 万头生猪。

**产业链纵向整合，业绩增长注入新动力。** 2020 年 6 月，公司以 2.46 亿元收购厦门银祥肉业有限公司 70% 股权，厦门银祥肉业承诺 2020-2022 年归属于母公司股东的税后净利润分别不低于 2,250、2,650、3,200 万元。由此，公司成功进军生猪屠宰加工领域，进一步完善了公司生猪产业链版图，为未来业绩增长注入新动力。

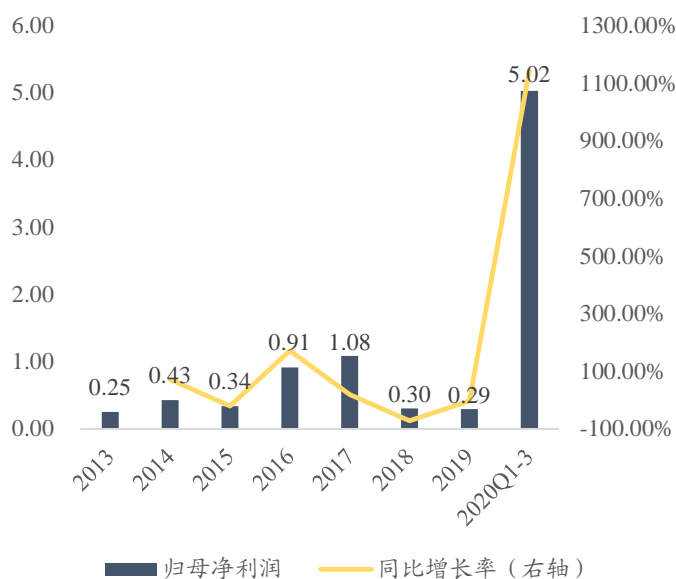
**20 年前三季度业绩高速增长，受猪周期影响归母净利润暴增逾 10 倍。** 20 年前三季度营业总收入为 73.35 亿元，同比增长 72.07%，归母净利润为 5.02 亿元，同比增长 1141.49%。主要系受生猪价格上涨及公司生猪养殖规模增加导致养殖业务利润总额同比大幅上升所致。2018 年归母净利润较 2017 年有所下降主要系受生猪养殖行业行情低迷影响所致，报告期内公司总体盈利随着收入的增长保持稳步增长趋势。

图 3：13-20Q1-3 营业总收入及同比增速（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：13-20Q1-3 归母净利润及同比增速（单位：亿元）



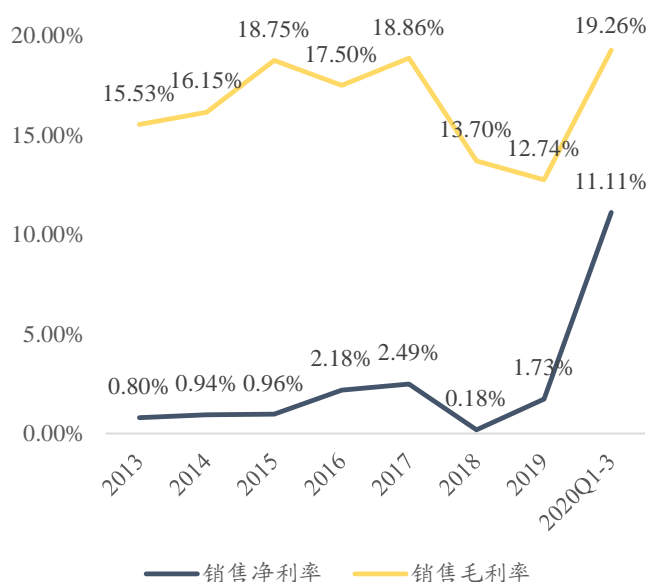
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**受猪周期影响 20 年前三季度毛利率、净利率均快速提高。** 2018 年生猪价格呈现明显的下降，导致 2018 年生猪养殖业务毛利明显下滑至 0.18%；2019 年，随非洲猪瘟疫情在全国爆发，部分中小散养户加速退出，我国生猪市场价格呈现快速回升，另外公司养殖规模持续增长，当期毛利迅速提升。2020 年 Q1-3，随着我国生猪存栏的持续大幅下降，生猪价格持续保持高位，公司近年来抓住机遇，积极响应国家号召，保障生猪供应，积极实施产业链一体化发展战略，推动“饲料+养殖”的双主业协同发展，报告期内养殖规模保持快速增长，毛利率和净利率迅速提升至 11.11% 和 19.26%。



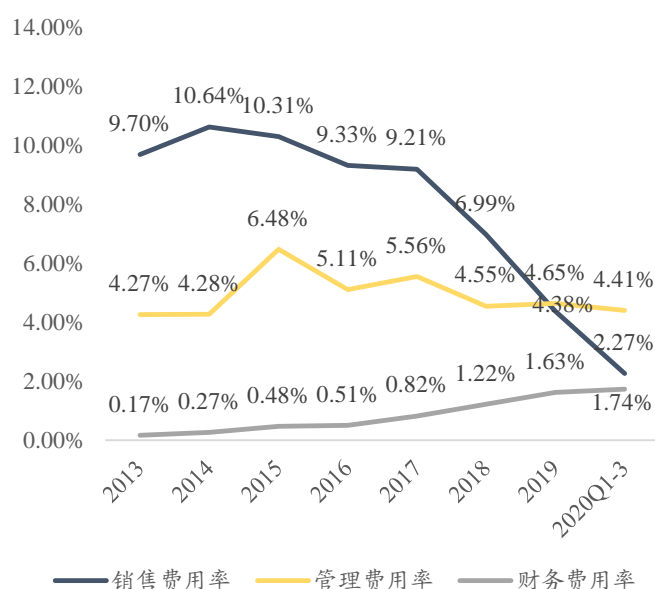
销售费用呈下降趋势，20 年前三季度管理费用增幅较大。公司销售费用率呈下降趋势，主要系报告期内行业格局变化及公司业务结构变化结果所致。（1）报告期内我国生猪养殖行业规模养殖场因非洲猪瘟疫情防控体系更为完善，行业整体规模化猪场占比提高，面对公司饲料业务下游客户结构调整，公司适当优化减少销售人员数量，以提高销售人员人均产出效率；（2）报告期内，公司业务结构中禽料业务及生猪养殖业务占比逐渐大幅提升，但该两类业务销售人员需求较小，特别是生猪养殖业务只需极少量的销售人员，报告期内公司受前述行业及业务变化，公司销售人员整体出现较大幅度减少。2020 年 Q1-3，公司管理费用较上年同期增长 110.53%，主要系公司盈利出现大幅增长，相应绩效奖金增加；公司搭建养猪产业总部、筹建养殖场、扩大养殖规模扩大相应带来职工薪酬支出增长；以及公司股权激励计提股份支付费用增加所致。

图 5：13-20Q1-3 销售毛利率和净利率水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：13-20Q1-3 三费率水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

生猪价格波动风险、猪瘟疫情风险、生猪出栏量不达预期。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

