

固收点评 20210327

2021年03月27日

温氏转债：拓展畜禽养殖一体化项目

事件

- **温氏转债(123107.SZ)于3月29日开始网上申购：**总发行规模为92.97亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于养猪类、养鸡类和水禽类一体化项目及补充流动资金。
- **当前债底估值为90.34元，YTM为2.09%。**温氏转债存续期为6年，联合评级为AAA/AAA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的108%（含最后一期利息），以6年AAA中债企业债到期收益率3.8664%（3/25）计算，纯债价值为90.34元，纯债对应的YTM为2.09%，债底保护性较强。
- **当前转换平价为97.03元，平价溢价率为3.07%。**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10月8日至2027年3月28日。初始转股价17.82元/股，正股温氏股份3月25日的收盘价为17.29元，对应的转换平价为97.03元，平价溢价率为3.07%。
- **转债条款较宽松。**下修条款为“15/30、90%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，下修条款较为宽松，赎回条款中规中矩。总股本稀释率为8.19%。按初始转股价17.82元计算，转债发行92.97亿对总股本和流通盘的稀释率分别为8.19%和10.79%，会对股本造成一定的摊薄压力。
- **预计上市价格在112.94~119.92元区间，预计中签率为0.02%。**综合可比标的，考虑到温氏转债的债底保护性较强，并且评级较高和规模较大，预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在112.94~119.92元区间。预计网上中签率为0.02%，建议积极申购。

观点

- **公司是以畜禽养殖为主业、配套相关业务的现代农牧企业集团，是我国肉猪养殖龙头企业。**公司采取紧密的“公司+农户”产业分工合作模式，主要展开肉猪和肉鸡养殖业务，截止2019年，猪肉类养殖业务收入占比57.16%，肉鸡类养殖业务收入占比36.62%。
- **公司发挥产业合作分工优势，打造全产业链格局。**“公司+家庭农场”模式使公司有效整合资本、土地、劳动力等资源以达到规模扩张。公司以华农温氏1号猪和温氏WS501为主要经营品种，以天露黑猪为特色经营品种，目前在国内养猪业占较大份额。除了养殖业务外，公司实现了“农牧设备制造-生物制药-畜禽养殖-食品加工和销售”的全产业链，参与从农场到餐桌的每一步。
- **掌握关键核心技术，紧跟信息化数字化潮流。**公司目前掌握畜禽育种、饲料营养、疫病防治等方面的关键技术，建有多个国家重点实验室，拥有一支高水平科技研究人才。目前，农户可通过手机APP办理领饲料、订苗、贷款支持等业务，公司也通过养殖大数据掌握集团整体经营状况。
- **风险提示：**重大畜禽疫情风险、进口肉食品替代风险、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、《固收点评 20210324：洋丰转债：产业链优势显著的磷复肥龙头》2021-03-24
- 2、《固收点评 20210321：日丰转债：家电电缆冠军，扩产并购共进》2021-03-22
- 3、《固收周报 20210321：周观：国常会再提杠杆率，YCC不是固定汇率制（2021年第9期）》2021-03-21
- 4、《固收点评 20210321：盛虹转债：差异优势突出，项目成长可期》2021-03-21
- 5、《固收点评 20210318：中钢转债：国内冶金先锋，国际多元发展》2021-03-18

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	10

图表目录

图 1：我国猪肉产量与国内消费量（单位：千吨）	7
图 2：我国 36 个城市平均鸡肉零售价（单位：元/500 克）	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	10
图 6：13-20Q1-3 三费率水平	10

表 1：温氏转债发行认购时间表	3
表 2：温氏转债基本条款	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：相对价值法预测温氏转债上市价格（单位：元）	6

1. 转债基本信息

表1：温氏转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2021年3月25日 (周四)	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》、《募集说明书提示性公告》 原股东优先配售股权登记日 网上路演
T-1	2021年3月26日 (周五)	网下申购日 网下机构投资者在17:00前提交《网下申购表》等相关全套申购文件，并确保在17:00前申购保证金到达指定账户
T	2021年3月29日 (周一)	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） 确定网上申购摇号中签率
T+1	2021年3月30日 (周二)	刊登《网上中签率及网下发行配售结果公告》 网上申购摇号抽签
T+2	2021年3月31日 (周三)	刊登《网上中签号码公告》 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日日终有足额的可转债认购资金） 网下申购投资者根据配售金额缴款（如申购保证金低于配售金额）
T+3	2021年4月1日 (周四)	主承销商根据网上、网下资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2021年4月2日 (周五)	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：温氏转债基本条款

转债名称	温氏转债	正股名称	温氏股份
转债代码	123107.SZ	正股代码	300498.SZ
发行规模	92.97 亿元	正股行业	农林牧渔—畜牧业
存续期	6 年 (2021/3/29-2027/3/29)	主体评级/债项评级	AAA/AAA
转股价	17.82 元/股	转股期	6 个月 (2021/10/8-2027/3/28)
票面利率	0.20%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 90%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 以票面价值的 108% (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) 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 (2) 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%		

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
养猪类项目	585726.00	425200.00
养鸡类项目	153140.74	113600.00
水禽类项目	150933.00	113000.00
补充流动资金	277900.00	277900.00
合计	1167699.74	929700.00

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	90.34 元	转换平价(以 3/25 收盘价)	97.03 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	10.69%	平价溢价率 (以面值 100)	3.07%
纯债到期收益率 YTM	2.09%	计算)	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前债底估值为 90.34 元，YTM 为 2.09%。温氏转债存续期为 6 年，联合评级为 AAA/AAA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的 108%（含最后一期利息），以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.8664%（3/25）计算，纯债价值为 90.34 元，纯债对应的 YTM 为 2.09%，债底保护性较强。

当前转换平价为 97.03 元，平价溢价率为 3.07%。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 10 月 8 日至 2027 年 3 月 28 日。初始转股价 17.82 元/股，正股温氏股份 3 月 25 日的收盘价为 17.29 元，对应的转换平价为 97.03 元，平价溢价率为 3.07%。

转债条款较宽松。下修条款为“15/30、90%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，下修条款较为宽松，赎回条款中规中矩。

总股本稀释率为 8.19%。按初始转股价 17.82 元计算，转债发行 92.97 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 8.19% 和 10.79%，会对股本造成一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

预计温氏转债上市首日价格在 112.94~119.92 元之间。按温氏股份最新收盘价（3/25）测算，当前转债平价为 97.03 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的国投转债、核能转债和国君转债，当前转股溢价率分别为 28.50%、14.60% 和 29.86%；

2) 参照同属农林牧渔板块的希望转债、正邦转债和金农转债，当前转股溢价率分别为 12.97%、11.07% 和 23.46%；

3) 参考近期上市的利民转债、嘉元转债和朗科转债，上市首日转股溢价率分别为 12.24%、22.81% 和 9.31%；

综合可比标的，考虑到温氏转债的债底保护性较强，并且评级较高和规模较大，预计上市首日转股溢价率在 20% 左右，对应的上市价格在 112.94~119.92 元区间。

表 5：相对价值法预测温氏转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价	10%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%
-5%	16.43	101.39	106.00	110.61	115.22
-3%	16.77	103.53	108.23	112.94	117.64
3/25 收盘价	17.29	106.73	111.58	116.43	121.28
3%	17.81	109.93	114.93	119.92	124.92
5%	18.15	112.06	117.16	122.25	127.35

数据来源：Wind，东吴证券研究所

预计原股东优先配售比例为 **33.05%**。温氏股份的前两大股东为温鹏程、严居然，最新持股比例分别为 4.08%、2.80%，共合计持股 6.88%，前十大股东合计持股比例为 25.72%，股权结构较为分散。截至目前，公司控股股东、实际控制人温氏家族承诺参与此次优先配售，温氏家族目前持股比例为 16.31%。假设除温氏家族外其他股东中有 20% 参与优先配售，预计原股东优先配售比例为 33.05%。

预计中签率为 **0.02%**。温氏转债发行总额为 92.97 亿元，预计原股东优先配售比例为 33.05%，剩余网上投资者可申购金额为 62.24 亿元。温氏转债设置网上和网下两种发行，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，上银转债（评级 AAA，规模 200.00 亿元）网上申购数约 688.99 万户，网下申购数为 487.85。预计温氏转债网上有效申购户数为 700 万户，平均单户申购金额上限 100 万元，网下申购户数为 7000 户，平均单户申购上限 30 亿，预计网上中签率为 0.02%。

3. 正股基本面分析

公司是以畜禽养殖为主业、配套相关业务的现代农牧企业集团，是我国肉猪养殖龙头企业。公司采取紧密的“公司+农户”产业分工合作模式，主要展开肉猪和肉鸡养殖

业务, 截止 2019 年, 猪肉类养殖业务收入占比 57.16%, 肉鸡类养殖业务收入占比 36.62%。在产业分工合作模式中, 公司负责苗生产、饲料生产、疫病防治和技术服务等环节, 农户负责肉鸡和肉猪的饲养环节, 双方以委托养殖合同方式合作。公司多年来以“精诚合作, 齐创美满生活”为经营理念, 积极探索养殖企业新模式, 不断更新现代化信息管理技术。公司自上世纪 90 年代便开创畜牧业用计算机进行信息化管理先河, 2019 年正式将“互联网+”打造成为新的核心竞争优势。

生猪价格处于高位, 肉鸡价格有望保持上升。猪肉价格自 2019 年受非洲猪瘟和 2020 年新冠疫情影响一直居高不下, 供需差异明显。虽然年初以来猪肉价格持续下跌, 但近日非洲猪瘟蔓延多地, 猪肉产量再遇压力, 同时随着新冠疫情缓解学校开学, 猪肉需求端消费增加, 因此生猪价格有望止跌回升。2021 年政府工作报告强调稳定生猪生产, 加强动植物疾病防控, 行业龙头可凭借安全防控和种源优势控制成本和保持产量以持续盈利。我国 2015-2019 年鸡肉总消费量逐步上升, 预计未来消费量将保持稳步增长。随着疫情逐渐好转, 鸡肉价格自去年 7 月开始呈上升趋势, 未来价格有望保持增长。公司主要养殖的黄羽肉鸡是我国家禽养殖中的特色品类, 近年来成为畜牧业发展中增长最快的产业之一。公司肉鸡年出栏数 8.2 亿只, 占广东省总出栏数 55.4%。鉴于祖代鸡企业技术和资金壁垒较高, 未来行业集中度有望继续提升。

图 1: 我国猪肉产量与国内消费量 (单位: 千吨)

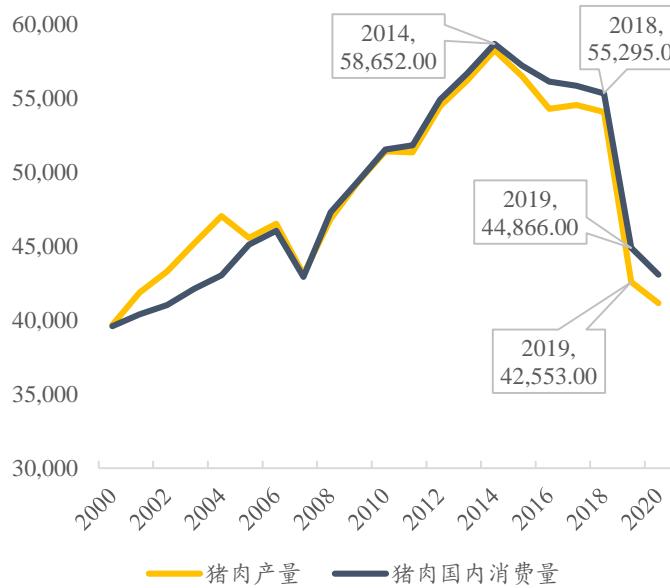
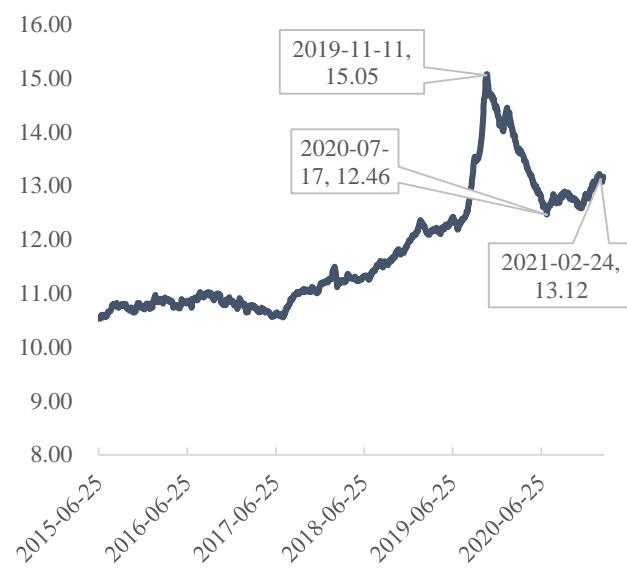


图 2: 我国 36 个城市平均鸡肉零售价 (单位: 元/500 克)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司发挥产业合作分工优势，打造全产业链格局。“公司+家庭农场”模式使公司有效整合资本、土地、劳动力等资源以达到规模扩张。公司以华农温氏 1 号猪和温氏 WS501 为主要经营品种，以天露黑猪为特色经营品种，目前在国内养猪业占较大份额。除了养殖业务外，公司实现了“农牧设备制造-生物制药-畜禽养殖-食品加工和销售”的全产业链，参与从农场到餐桌的每一步。公司除畜禽养殖主业外，近年来积极拓展其他业务，例如原奶及乳制品 2019 年收入 7.28 亿元，保持 5 年快速增长。公司借助电商、冷链物流的快速发展趋势，研发黄羽鸡冻鸡产品，预计未来该类产品占比会逐步提升。

掌握关键核心技术，紧跟信息化数字化潮流。公司目前掌握畜禽育种、饲料营养、疫病防治等方面的关键技术，建有多个国家重点实验室，拥有一支高水平科技研究人才。公司自创立之初便将互联网技术运用到业务中，2005 年开始建设温氏现代化数据中心，2010 年开始探索物联网相关技术，2019 年将“互联网+”纳入核心竞争优势。目前，农户可通过手机 APP 办理领饲料、订苗、贷款支持等业务，公司也通过养殖大数据掌握集团整体经营状况。

抵御猪瘟逆势增长，稳度疫情保持增速。2018 年开始猪瘟蔓延全国，生猪产量持续下降。但公司凭借肉鸡业务和其他业务成功对冲猪肉风险，甚至在 2019 年实现 731.44 亿元营业收入，同比增加 27.78%。2020 年前三季度营业收入稳步增加，从一季度 174.49 亿元增加至三季度 554.56 亿元，其原因在于三季度猪价保持高位震荡，且公司逐步恢复产能增加出栏量，从而帮助企业释放业绩。预计 2020 年营业收入将达 749.35 亿元，与前一年大致相同，同比增速约 2.45%。公司 2020 年前三季度归母净利润 82.41 亿元，同比增长 35.44%，受公司肉禽价格下降影响，2020 年公司净利润不及预期，同时受疫情影响，将会比 2019 年大幅下降。

图 3：13-20Q1-3 营业总收入及同比增速（单位：亿元）



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

数据来源：Wind，东吴证券研究所

20 年前三季度毛利率、净利率均大幅下降。2018 年猪瘟疫情蔓延至我国，使得行业生猪存栏量下降产能出清，供给端压力较大，猪肉价格保持较高水平，从而提高毛利率和净利率。2020 年受新冠疫情影响，企业成本上升，随着疫情过后猪价回稳，毛利率和净利率将呈下降趋势，回落至之前平均水平。2020 年前三季度商品肉鸡产能利用率 94.26%，与 2019 年 96.31% 水平相当，但猪类产品产能利用率仅 29.02%，相较 2019 年的 58.12% 大幅下降。此外，2020 年前三季度肉鸡价格为 11.41 元/公斤，同比下降 22.30%，肉猪价格为 34.67 元/公斤，同比增加 125.05%。尽管猪肉价格增幅巨大，但肉鸡价格下降同样明显，拉低公司整体利润。

销售费用和财务费用保持平稳，管理费用逐年增幅明显。公司管理费用保持高位增加，主要是由于职工薪酬、折旧等费用增加。报告期内公司作为生猪养殖龙头企业，公司规模不断扩大，人员薪酬和折旧相应不算增加。同行业的后起之秀傲农药业管理费用在 4.5% 左右，因此可推断温氏的管理费用高于 5% 属于合理范围。

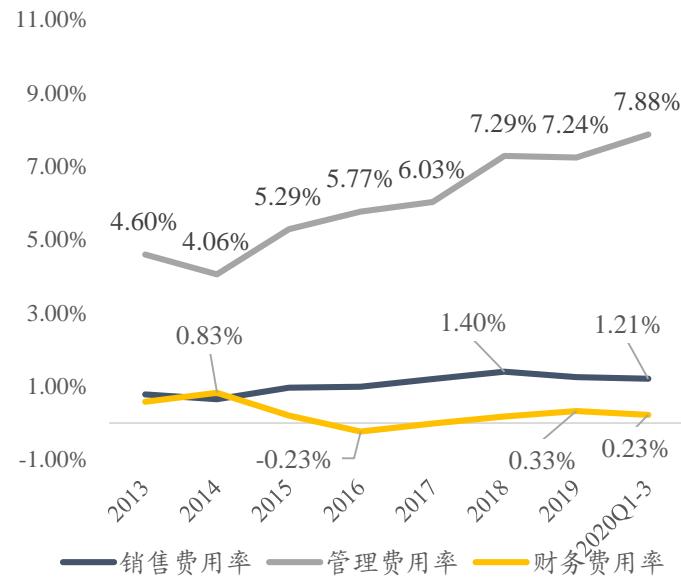
募集资金主要用于一体化项目建设。此次转债共募集资金 92.97 亿元，其中约 33.93 亿元用于一体化生猪养殖项目，约 7.34 亿元用于养鸡类一体化项目，约 11.3 亿元用于肉鸭一体化养殖。一体化项目即公司自建自养模式，具有管理方便、成本低的特点。公司选择拓展一体化项目的原因可能是：①公司自建项目便于融资。此前的“公司+农户”模式虽是公司的核心运营模式，但农户个体融资能力有限，公司扩张需要大额融资支持；②规模化管理节约人力成本。一体化项目集中养殖畜禽，可细化养殖过程中的各环节分工，同时减少同一环节重复用工，减少员工薪酬来控制管理费用，增加利润空间。③提高技术效率，接轨国际市场。农户养殖更类似于小农经济，但农户家庭缺乏数据统计和分析能力。在公司提出“互联网+”竞争核心后，集中管理养殖有利于养殖数据标准化，便于统一管理和分析，掌握更多的信息后可增强与国外市场的互动。

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

重大畜禽疫情风险、进口肉食品替代风险、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提供。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，并注明出自为东吴证券研究所，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>