

固收点评 20210815

2021年08月15日

牧原转债：成本优势突出的生猪养殖龙头

事件

- 牧原转债(127045.SZ)于8月16日开始网上申购：总发行规模为95.5亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于生猪养殖项目、生猪屠宰项目以及补充流动资金。
- 当前债底估值为89.56元，YTM为1.79%。牧原转债存续期为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：0.20%、0.40%、0.80%、1.20%、1.50%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的107%（含最后一期利息），以6年AA+中债企业债到期收益率3.7106%（8/13）计算，纯债价值为89.56元，纯债对应的YTM为1.79%，债底保护性较好。
- 当前转换平价为97.79元，平价溢价率为2.26%。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2022年2月21日至2027年8月15日。初始转股价47.91元/股，正股牧原股份8月13日的收盘价为46.85元，对应的转换平价为97.79元，平价溢价率为2.26%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为5.89%。下修条款为“15/30、80%”，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5.89%。按初始转股价47.91元计算，转债发行95.5亿对总股本和流通盘的稀释率分别为5.89%和8.49%，会对股本造成一定的摊薄压力。
- 我们预计上市价格在108.90~124.07元区间，网上中签率为0.0292%。综合可比标的，考虑到牧原转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较强，预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在108.90~124.07元区间。预计网上中签率为0.0292%，建议积极申购。

观点

- 牧原股份是我国生猪养殖行业的龙头，主营产品为商品猪、仔猪和种猪，生猪养殖贡献几乎全部业绩。2020年内，公司销售生猪1,811.5万头，其中商品猪1,152.4万头（其中向全资子公司牧原肉食品有限公司销售23.9万头），仔猪594.8万头，种猪64.3万头。截止2020年末，公司投产屠宰产能200万头/年，2020年共计屠宰生猪23.9万头。
- 我国是全球猪肉生产大国，牧原集团位于全球猪肉生产商第二。根据美国农业部发布的数据，2015-2020年，我国猪肉产量全球的比例平均为46.58%。2020年中国为最大猪肉生产国，猪肉产量41130千吨，其次是欧盟27国猪肉产量为24000千吨，再次是美国猪肉产量为12778千吨。2020年全球猪肉优质生产商中，位居前三位的是温氏集团、牧原集团、史密斯菲尔德食品公司，母猪存栏量分别为130万头、128.32万头、124.1万头。整体行业虽受猪瘟打击严重，但牧原股份仍然是行业的佼佼者，未来发展前途清晰且有望进一步扩张。
- 公司具有领先的成本控制优势，增强了抵抗市场风险的能力。商品猪市场价格的周期性波动导致生猪养殖行业的毛利率呈现周期性波动，公司的毛利率也呈现与行业基本一致的波动趋势。2021年较2020年猪肉价格有明显下降，但公司经过三十年的发展，现已形成集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰肉食等环节于一体的生猪产业链。这种一体化产业链的经营模式使公司不仅有能力控制生产的安全性与环保性，还可以减少中间缓解交易成本，增强公司抵抗市场风险的能力。
- 风险提示：产品需求不及预期风险、项目进展不及预期风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收点评 20210812：8月非农或维持强劲》2021-08-13
- 2、《固收点评 20210810：如何看待地方债发行节奏？》2021-08-10
- 3、《固收点评 20210810：2021年2季度货币政策执行报告点评：利率下行降低银行负债成本，通胀上行制约货币政策放松》2021-08-10
- 4、《固收点评 20210809：2021年7月物价数据点评：PPI超预期回升预示着什么？》2021-08-09
- 5、《固收周报 20210808：周观：债市开启“鱼尾”行情（2021年第28期）》2021-08-08

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: 2015-2020 年中国猪肉产量全球占比	7
图 2: 2020-2021 年生猪价格对比图 (单位: 元/千克)	7
图 3: 2015-2021Q1 营业总收入及同比增速 (单位: 亿元)	8
图 4: 2015-2021Q1 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)	8
图 5: 2015-2021Q1 销售毛利率和净利率水平	9
图 6: 2015-2021Q1 三费率水平	9

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

1. 转债基本信息

表 1: 牧原转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2021 年 8 月 12 日 (周四)	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 8 月 13 日 (周五)	原股东优先配售股权登记日 网上路演
T	2021 年 8 月 16 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) 确定网上申购中签率
T+1	2021 年 8 月 17 日 (周二)	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 8 月 18 日 (周三)	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 8 月 19 日 (周四)	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 8 月 20 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: 牧原转债基本条款

转债名称	牧原转债	正股名称	牧原股份
转债代码	127045.SZ	正股代码	002714.SZ
发行规模	95.50 亿元	正股行业	农林牧渔-畜牧业
存续期	6 年 (2021/8/16-2027/8/15)	主体评级/债项评级	AA+/AA+
转股价	47.91 元/股	转股期	6 个月 (2022/2/21-2027/8/15)
票面利率	0.20%、0.40%、0.80%、1.20%、1.50%、2.00%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 80%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 以票面价值的 107% (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
生猪养殖项目	886,955.80	510,000.00
生猪屠宰项目	228,746.17	190,000.00
偿还银行贷款及补充流动资金	255,000.00	255,000.00
合计	1,370,701.97	955,000.00

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	89.56 元	转换平价 (以 6/8 收盘价)	97.79 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	11.66%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	2.26%
纯债到期收益率 YTM	1.79%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 89.56 元，YTM 为 1.79%。牧原转债存续期为 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：0.20%、0.40%、0.80%、1.20%、1.50%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的 107%（含最后一期利息），以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 3.7106%（8/13）计算，纯债价值为 89.56 元，纯债对应的 YTM 为 1.79%，债底保护性较好。

当前转换平价为 97.79 元，平价溢价率为 2.26%。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 2 月 21 日至 2027 年 8 月 15 日。初始转股价 47.91 元/股，正股牧原股份 8 月 13 日的收盘价为 46.85 元，对应的转换平价为 97.79 元，平价溢价率为 2.26%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30、80%”，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 5.89%。按初始转股价 47.91 元计算，转债发行 95.5 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 5.89% 和 8.49%，会对股本造成一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计牧原转债上市首日价格在 108.90~124.07 元之间。按牧原股份最新收盘价测算，当前转债平价为 97.79 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的本钢转债、现代转债和靖远转债，当前转股溢价率分别为 12.76%、17.36% 和 14.83%；

2) 参照同属农林牧渔的温氏转债、宏辉转债和众兴转债，当前转股溢价率分别为 41.63%、20.51% 和 19.77%；

3) 参考近期上市的国泰转债、伯特转债和北港转债，上市首日转股溢价率分别为 7.08%、28.33% 和 14.09%；

综合可比标的，考虑到牧原转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较强，预计上市首日转股溢价率在 20% 左右，对应的上市价格在 108.90~124.07 元区间。

表 5: 相对价值法预测牧原转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		13%	16.00%	19.00%	22.00%	25.00%
-7%	43.57	102.76	105.49	108.22	110.95	113.68
-4%	44.98	106.08	108.90	111.71	114.53	117.35
8/13 收盘价	46.85	110.50	113.43	116.37	119.30	122.23
4%	48.72	114.92	117.97	121.02	124.07	127.12
7%	50.13	118.23	121.37	124.51	127.65	130.79

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **69.43%**。牧原股份的前两大股东为秦英林、牧原实业集团有限公司, 最新持股比例分别为 39.64%、13.01%, 共合计持股 52.65%, 前十大股东合计持股比例为 64.77%, 股权结构较集中。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 69.43%。

我们预计中签率为 **0.0292%**。牧原转债发行总额为 95.5 亿元, 预计原股东优先配售比例为 69.43%, 剩余网上投资者可申购金额为 29.19 亿元。牧原转债仅设置网上发行, 近期发行的江丰转债 (评级 A+, 规模 5.16 亿元) 网上申购数约 1011.37 万户, 川恒转债 (评级 AA-, 规模 11.60 亿元) 网上申购数约 1010.63 万户。我们预计牧原转债网上有效申购户数为 1000 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 预计网上中签率为 0.0292%。

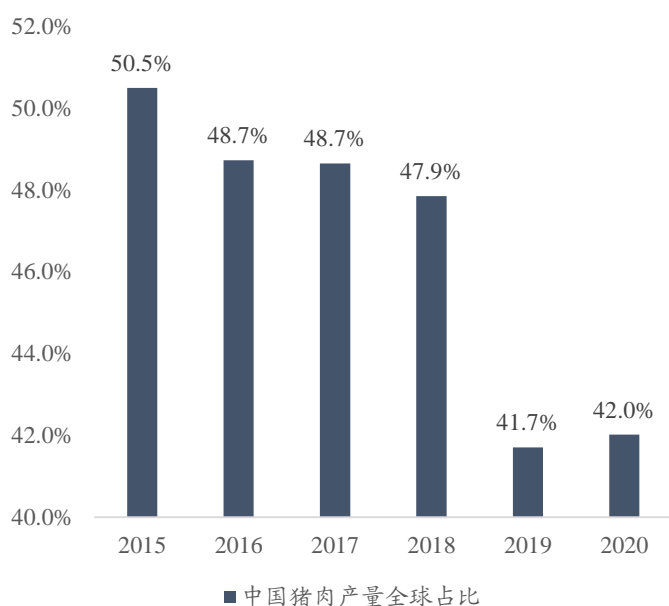
3. 正股基本面分析

牧原股份是我国生猪养殖行业的龙头, 主营产品为商品猪、仔猪和种猪, 生猪养殖贡献几乎全部业绩。行业端, 猪肉消费整体稳定, 具有一定季节性, 供给为最重要影响因素, 2020 年, 多数养殖企业生猪出栏量均有明显提升。2020 年内, 公司销售生猪 1,811.5 万头, 其中商品猪 1,152.4 万头 (其中向全资子公司牧原肉食品有限公司销售 23.9 万头), 仔猪 594.8 万头, 种猪 64.3 万头。截止 2020 年末, 公司投产屠宰产能 200 万头/年, 2020 年共计屠宰生猪 23.9 万头。

我国是全球猪肉生产大国, 牧原集团位于全球猪肉生产商第二。根据美国农业部发布的数据, 2015-2020 年, 我国猪肉产量全球的比例平均为 46.58%。2018 年开始的非洲猪瘟对国内产量产生了较大的影响, 2019 年我国猪肉产量占全球下降到 41.71%。2020 年, 我国生猪出栏量 52,704 万头, 较上年降低 3.20%。截止 2020 年末, 全国能繁母猪

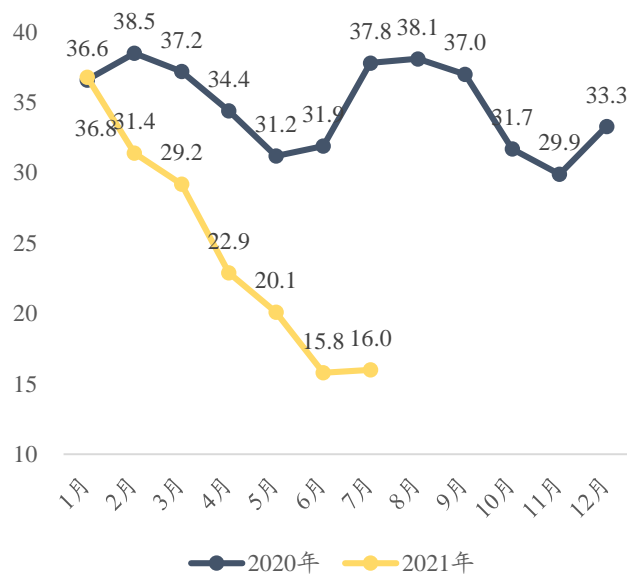
存栏量 4,161 万头,较上年增长 35.10%;生猪存栏量 40,650 万头,较上年增长 30.96%,全国生猪产能逐步恢复。全球猪肉生产比较集中,2020 年中国为最大猪肉生产国,猪肉产量 41130 千吨,其次是欧盟 27 国猪肉产量为 24000 千吨,再次是美国猪肉产量为 12778 千吨。2020 年全球猪肉优质生产商中,位居前三位的是温氏集团、牧原集团、史密斯菲尔德食品公司,母猪存栏量分别为 130 万头、128.32 万头、124.1 万头。整体行业虽受猪瘟打击严重,但牧原股份仍然是行业的佼佼者,未来发展前途清晰且有望进一步扩张。

图 1: 2015-2020 年中国猪肉产量全球占比



数据来源: 美国农业部, 东吴证券研究所

图 2: 2020-2021 年生猪价格对比图 (单位: 元/千克)



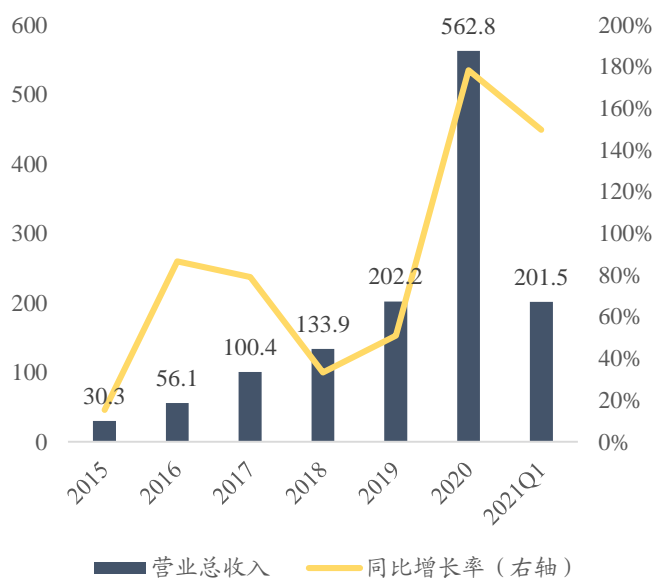
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司具有领先的成本控制优势,增强了抵抗市场风险的能力。商品猪市场价格的周期性波动导致生猪养殖行业的毛利率呈现周期性波动,公司的毛利率也呈现与行业基本一致的波动趋势。2021 年较 2020 年猪肉价格有明显下降,但公司经过三十年的发展,现已形成集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰肉食等环节于一体的生猪产业链。这种一体化产业链的经营模式使公司不仅有能力控制生产的安全性与环保性,还可以减少中间缓解交易成本,增强公司抵抗市场风险的能力。猪瘟和养殖成本提升下,牧原股份成本优势显著,其余企业成本均明显提升;同时,牧原股份 2020 年养殖成本 14.1 元/千克,成本控制能力显著高于行业内其余企业。

截至目前,公司在行业受冲击巨大的情况下仍然保持行业领先。2021 上半年,公司商品猪完全成本有 1 元/公斤左右的降幅。并且,出栏量大幅增长,一定程度对冲猪价下跌影响,2021 年上半年盈利 110-115 亿元,归母净利润 94-102 亿元,同比下降 12.83% -5.42%,明显好于同业水平,背后是出栏的高增、以及成本的下降。21 年一季

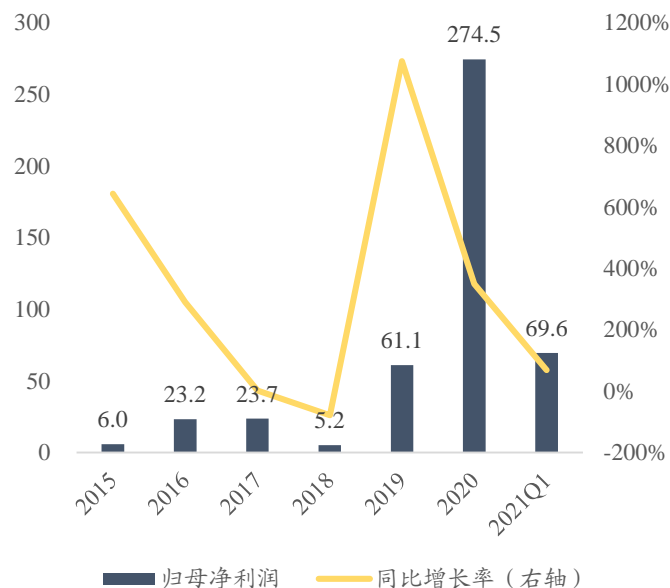
度营业总收入为 201.52 亿元，同比增长 149.72%，归母净利润为 69.63 亿元，同比增长 68.54%。主要系本期销售量同比增加所致。2021 年 1-3 月，公司共销售生猪 772.0 万头，其中商品猪 611.8 万头，仔猪 148.1 万头，种猪 12.0 万头。往后来看，虽然市场猪肉产能在逐步恢复，但猪价依然可能依然将长期磨底，牧原未来一段成长驱动力依然需要看成本下降、及产能释放。

图 3: 2015-2021Q1 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

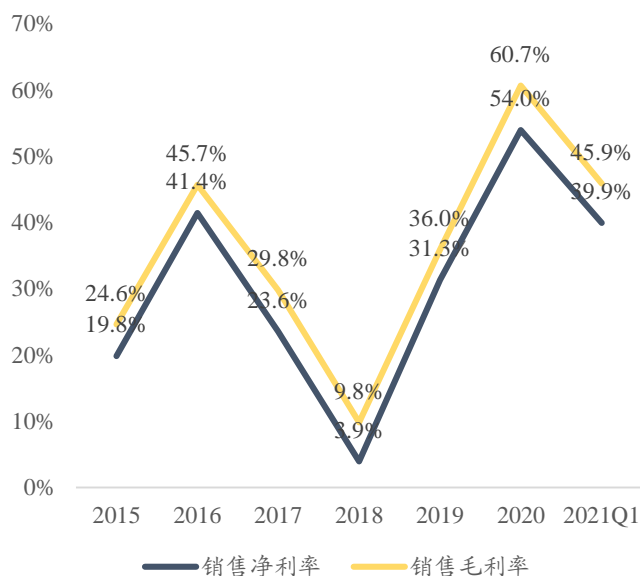
图 4: 2015-2021Q1 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

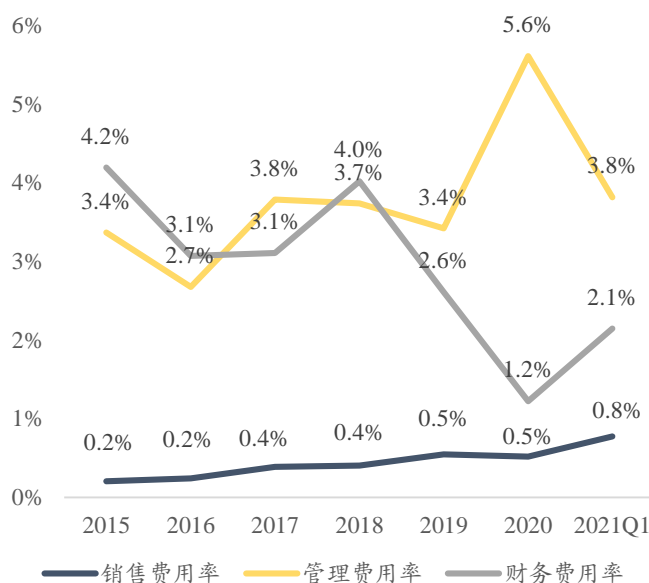
毛利率、净利率均随市场出现周期性波动，但 2020 年仍保持较高水平。2020 年，公司销售毛利率为 60.68%，比去年增长了 24.73 pct，销售净利率为 53.97%，比去年增长了 22.63 pct。2020 年销售费用率为 0.52%，比去年下降了 0.02 pct；销售费用率为 5.61%，比去年增长了 2.19 pct。管理费用率的增加主要系人工费用增加所致。销售费用率随着近五年来公司总收入的飞速成长也对应地在缓慢增加，但占比仍然微小。

图 5: 2015-2021Q1 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: 2015-2021Q1 三费率水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021 年中央一号文件指出，农业现代化，种子是基础。要加强农业种质资源保护开发利用，实施新一轮畜禽遗传改良计划和现代种业提升工程。支持种业龙头企业建立健全商业化育种体系，加强制种基地和良种繁育体系建设，促进育繁推一体化发展。种猪资源是生猪养殖行业的“芯片”，公司通过科学化的育种技术，提高种猪的遗传性能，改善猪肉的品质和口感，降低饲养成本，提升养殖效率。公司通过进一步扩大核心种猪群规模，保持了在国内生猪育种领域的领先地位，为公司不断扩大商品猪的饲养规模奠定基础。截止 2020 年末，公司已出资设立 8 家种猪公司开展种猪育种及销售业务，向社会提供优质种猪的同时，有助于提升公司育种水平。育种技术提升方面，公司采用开放式核心群选育方法，持续优化种猪的遗传性能。公司持续增加良种研发资金投入，以提升种猪品质为重点，建设核心育种场、种公猪站等基础设施，不断增强生猪育种自主创新能力。智能化设备升级方面，公司探索和建设数字化养殖场，积极研发和应用养殖环境智能监控和精准饲喂装备。未来公司还将加强生猪养殖环节硬件设备的互联互通，通过数字化、物联网的方式最终实现无人值守。智能化技术装备的应用，不仅可提高生产效率，且可减少人畜接触，极大提高猪群健康管理水平，为大众提供更高品质猪肉产品。

4. 风险提示

产品需求不及预期风险、项目进展不及预期风险。

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>

