



双主业发展的高弹性农牧企业，建议积极关注

傲农转债投资价值分析

相关研究报告：

- 《猪周期转债专题报告》
--2022/01/25
- 《博瑞转债投资价值分析》
--2022/01/13
- 《2022年债券年度策略》
--2021/12/16

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL：zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

傲农转债条款设置中规中矩，债底保护较好

转债项目募集10亿资金拟投资于生猪养殖基地项目及偿还银行贷款，对股份稀释率9.88%。利率条款位于市场平均水平，各项条款设置中规中矩。纯债价值为94.95元，债底保护较好。目前具备较强股性。

双主业发展农牧企业，产能加速释放前景可期

公司是“饲料+养殖”双主业发展农牧企业。饲料行业竞争激烈，集中度不断提升，头部饲料企业有望受益。生猪养殖行业集中度低，政府大力推动规模化养殖，公司养殖板块产能加速释放，高弹性企业前景可期。整体来看，公司业绩受猪价影响较大，重视科研创新，提升竞争优势，持续股权激励，团队稳定性高。

投资建议：正股高弹性，建议积极关注

综合而言，傲农转债发行规模适中，10亿余额提供足够流动性，评级尚可。各项转债附加条款中规中矩，债底保护较好。正股傲农生物是“饲料+养殖”双主业发展农牧企业。目前饲料行业呈规模化集约化发展的态势，公司有望凭借其成熟的生产技术扩大其市场份额。而最大的看点在于生猪养殖业务的潜力，在猪周期拐点即将到来之时，傲农生物具备高弹性，受股债联动影响，转债上涨幅度将会较大，投资性价比较高。

风险提示：

原料价格上涨风险；生猪出栏量扩张不及预期；动物疫情突发。

目录

一、傲农转债条款设置中规中矩，债底保护较好.....	4
二、双主业发展农牧企业，产能加速释放前景可期.....	6
三、投资建议：正股高弹性，建议积极关注.....	12
四、风险提示	13

图表目录

图表 1: 傲农转债募集资金运用情况	4
图表 2: 傲农转债条款	4
图表 3: 傲农转债市场表现（截至 2022 年 2 月 10 日）	5
图表 4: 公司主要产品	6
图表 5: 公司营业收入及同比增长	6
图表 6: 公司业务结构	6
图表 7: 畜牧业产业链	8
图表 8: 饲料加工企业数量	8
图表 9: 我国工业饲料产量	8
图表 10: 2020 年国内企业生猪出栏量占比	9
图表 11: 公司生猪出栏量	10
图表 12: 公司在建工程	10
图表 13: 公司生产性生物资产	10
图表 14: ROE 和 ROA	11
图表 15: 销售毛利率和净利率	11
图表 16: 期间费用率	11
图表 17: 公司股权激励计划	12

一、傲农转债条款设置中规中矩，债底保护较好

募集10亿资金拟投资于生猪养殖基地项目及偿还银行贷款。

傲农生物于2021年3月公开发行A股可转换公司债券，募集资金总额10亿元，扣除发行费用后，将用于以下项目的投资。项目建成后，将扩大公司生猪养殖业务规模，增强公司竞争力并能缓解资金压力，提高抗风险能力。

图表 1：傲农转债募集资金运用情况

序号	项目名称	投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)
1	长春傲新农牧发展有限公司农安一万头母猪场项目	23,500.00	15,000.00
2	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	20,500.00	13,300.00
3	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）	17,600.00	14,200.00
4	广西柯新源原种猪有限责任公司（宁武项目）	12,000.00	8,000.00
5	吉水县傲诚农牧有限公司生猪生态循环养殖小区	16,000.00	12,500.00
6	傲华畜牧 10,000 头商品母猪生态化养殖基地	18,000.00	7,000.00
7	偿还银行贷款	-	30,000.00
-	合计	-	100,000.00

资料来源：募集说明书，太平洋研究院整理

转债的股份稀释率9.88%。

傲农转债初始转股价为14.80元/股，按照初始转股价计算，总共可转换为6,756.76万份傲农生物的A股股票。若转债全部转股，对A股总股本的稀释率为9.88%，转股稀释压力略高。转债转股期自2021年9月16日至2027年3月9日止。截至2021年12月31日，傲农转债剩余未转股金额为99,973.7万元。

利率条款位于市场平均水平。

本期可转债发行期限为6年，票面利率分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，属于近期市场的平均设置。到期赎回价为116元（含最后一期年度利息），略高于市场平均水平。

转债的附加条款设置中规中矩。

傲农转债的各项条款设置均与现存转债基本一致，其中下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30, 130%”或“可转债未转股余额不足3,000万元”，有条件回售条款为“30, 70%”。

图表 2：傲农转债条款

转债名称/代码 傲农转债/113620.SH

发行规模	10亿元
发行方式	原股东优先配售，余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用网上通过上交所交易系统向社会公众投资者发售的方式进行，余额由国泰君安包销。
存续期	自发行之日起6年，即自2021年3月10日至2027年3月9日。
票面利率	第一年0.30%、第二年0.50%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%、第六年2.00%。
到期赎回价格	债券面值的116%（含最后一期利息）
初始转股价格	14.80元/股
转股期	自发行结束之日起(2021年3月16日)起满六个月后的第一个交易日(2021年9月16日)起至可转债到期日(2027年3月9日)止。
信用评级	主体:AA；债项:AA；中证鹏元资信评估股份有限公司
下修条款	15/30,85%
有条件赎回条款	15/30,130%；或未转股余额不足人民币3000万元
有条件回售条款	最后两个计息年度，30,70%

资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

纯债价值为94.95元。

本期可转债债项信用等级为AA（中证鹏元资信评估股份有限公司），发行期限为6年，2月10日6年期AA级中债企业债到期收益率为4.1936%，中证公司债到期收益率为4.2238%，综合取贴现率为4.21%，计算得到纯债价值为94.95元，到期收益率1.2%，债底保护较好。

目前具备较强股性。

截至2022年2月10日，傲农转债的转债价格为167.25，较1月份涨幅明显，转股溢价率为13.8%。转债正股价大于转股价，具备较强股性。结合我们在猪周期专题报告中的分析，随着猪周期拐点将于下半年出现，届时生猪价格会呈现上涨态势，相关生猪养殖企业业绩将会得到明显改善，其股价往往领先于生猪价格上涨而抬升。在股价预计存在上涨空间的情况下，股性标的转债价格可随股价涨幅同步波动。在拐点到来之前傲农转债存在布局机会。

图表3：傲农转债市场表现（截至2022年2月10日）

上市日期	债券代码	债券简称	上市首日涨幅	可转债价格	股性	转股溢价率	纯债溢价率
2021-04-02	113620.SH	傲农转债	4.28%	167.25	47%	13.80%	68.88%

资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

二、双主业发展农牧企业，产能加速释放前景可期

“饲料+养殖”双主业发展农牧企业。

公司成立于2011年4月，以饲料业务起家，主营业务包括饲料的生产和销售、生猪养殖、屠宰及食品、兽药动保及饲料原料贸易等产业。公司主要产品为饲料、生猪、猪肉及肉制品、兽药等，并逐步发展成集饲料、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲料产业链一体化的农牧企业。

公司坚持“以饲料为核心的服务企业，以食品为导向的养猪企业”的品牌定位，饲料和养殖两大主业协同发展。2018-2020年，公司的营业收入由57.62亿元上升至115.17亿元，其中饲养业务营收增长快速。分业务来看，2020年公司饲料业务和饲养业务收入占比为56.81%和27.26%。目前，公司饲料业务覆盖范围广，已经成为国内大型饲料生产商之一；养殖业务搭建了金字塔式繁育体系，养猪板块快速扩张，未来发展趋势良好。随着公司生猪养殖规模的扩大，饲料板块可与生猪养殖板块形成协同效应，具备产业链一体化经营优势。

图表4：公司主要产品



饲料



养猪



食品



原料贸易

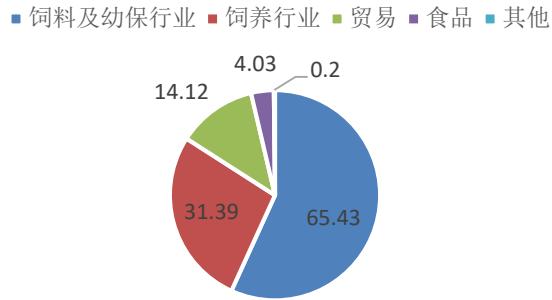
资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

图表5：公司营业收入及同比增长

图表6：公司业务结构



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



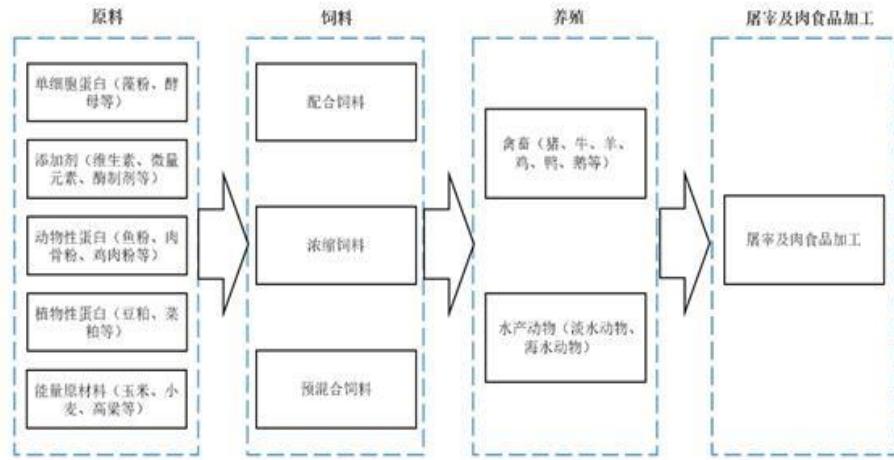
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

饲料行业竞争激烈，集中度不断提升，头部饲料企业有望受益。

我国饲料工业起步于上世纪70年代，经过四十余年的发展，饲料产品齐全，工业体系较为完整。自2011年开始，我国饲料产量稳居全球第一。根据中国饲料工业协会统计数据，截至2020年底，全国年产百万吨以上规模饲料企业集团33家，在全国饲料总产量中的占比为54.6%。饲料行业作为连接种植业和养殖业的中间产业，已经形成完全竞争的格局。

近年来，一系列推动饲料企业规范化发展的政策不断出台。2017年农业部颁发的《饲料生产企业许可条件》等文件对饲料企业的生产工艺、质量等方面提出了更高的要求，大量资质弱的中小企业不断被淘汰。2019年我国饲料加工企业的数量较2013年下降幅度达46.29%，行业集中度不断提升，逐渐向规模化和集约化转变。傲农作为以饲料起家的国内大型饲料生产商，具备成熟的生产技术与稳定的产品质量，在饲料行业集中度提升的趋势下，将更具竞争优势。

图表 7：畜牧业产业链



资料来源：募集说明书，太平洋研究院整理

图表 8：饲料加工企业数量



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：我国工业饲料产量



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

生猪养殖行业集中度低，政府大力推动规模化养殖。

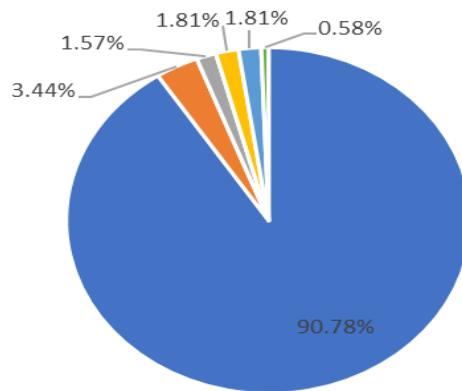
生猪养殖行业集中度低，以散户养殖为主。近年来，由于受环保政策限制、非洲猪瘟等疫情频发等因素的影响，生猪养殖行业散养户退出明显。此外，中共中央、国务院及国家各政府部门相继出台了《中共中央、国务院关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》、《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》等政策法规，提出优化生猪生产结构和区域布局，推进标准化、规模化养殖进程。

2020年A股上市企业生猪出栏量排名靠前的五家企业合计出栏4,859.05万头，占全国生猪总出栏量9.22%。傲农生物由于生猪养殖板块起步较晚，生猪出栏量占比仅为

0.26%，但随着公司响应政府号召，推进生猪养殖产业化项目，未来市场份额有望进一步提高。

图表 10：2020 年国内企业生猪出栏量占比

■ 其他 ■ 牧原股份 ■ 新希望 ■ 正邦科技 ■ 温氏股份 ■ 天邦股份



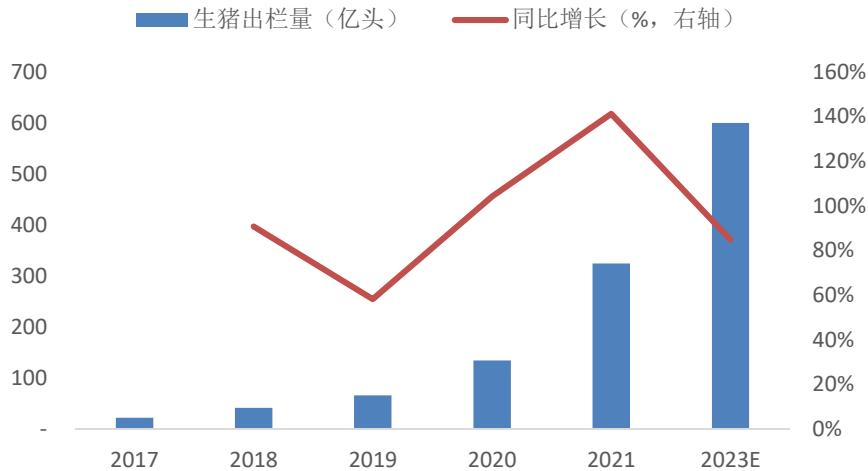
资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

养殖板块产能加速释放，高弹性企业前景可期。

傲农生物2014年开始拓展生猪养殖板块，不断布局养殖基地。公司近年在建工程增长快速，持续扩大生猪养殖规模，构建饲料厂房设备及生猪养殖场及相关设施。公司生产性生物资产2017-2020年复合增长率为85.28%，增速高于同行业上市公司，公司生猪产能加速扩张。

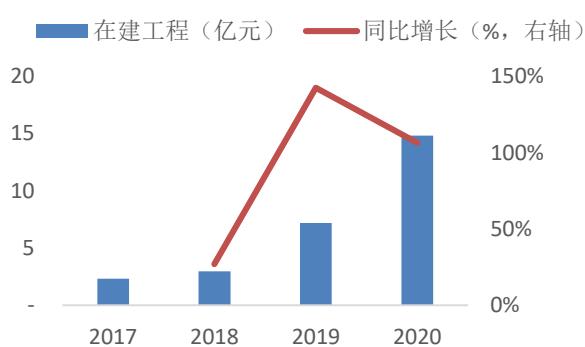
公司养殖场逐步投入使用，生猪出栏量增长快速，产能加速释放带来高弹性。2017-2021年，公司生猪出栏量由21.86亿头增长至324.59亿头，复合增长率96.31%，高于其他同类上市公司。根据公司五年发展计划显示，公司2023年计划实现生猪出栏量600万头。我们在猪周期专题系列一中判断猪价将于今年三季度出现拐点进入上涨阶段，公司产能处于加速释放期，生猪出栏量增长速度快确定性高，叠加今年猪价上涨预期，傲农生物作为生猪养殖板块高弹性企业，未来前景可期。

图表 11：公司生猪出栏量



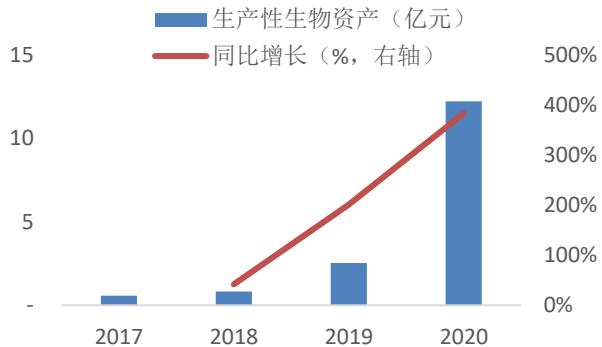
资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 12：公司在建工程



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 13：公司生产性生物资产

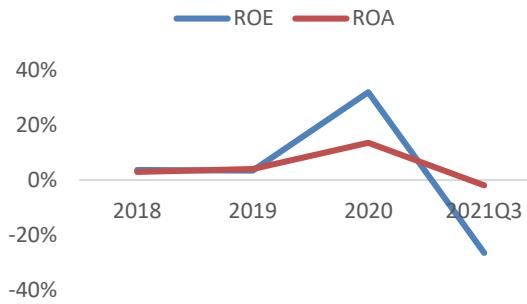


资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

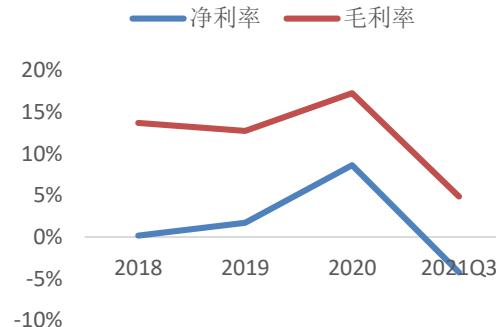
整体来看，公司业绩受猪价影响较大。

公司盈利能力状况受猪周期影响较大，公司近三年来ROE和ROA呈波动态势，公司的销售净利率和销售毛利率同样波动下滑。从产品来看，毛利率的波动主要源于生猪养殖板块，受21年上半年以来生猪价格回落的影响，饲养板块业务毛利率大幅下降。公司近几年期间费用率呈现下降趋势，销售费用率下降明显主要受到非洲猪瘟带来生猪养殖行业规模化提升，销售人员减少的影响，财务费用率增加主要系公司融资规模增加所致。随着猪周期拐点的临近以及公司养殖规模扩张，未来公司的盈利能力有望进一步提高。

图表 14: ROE 和 ROA



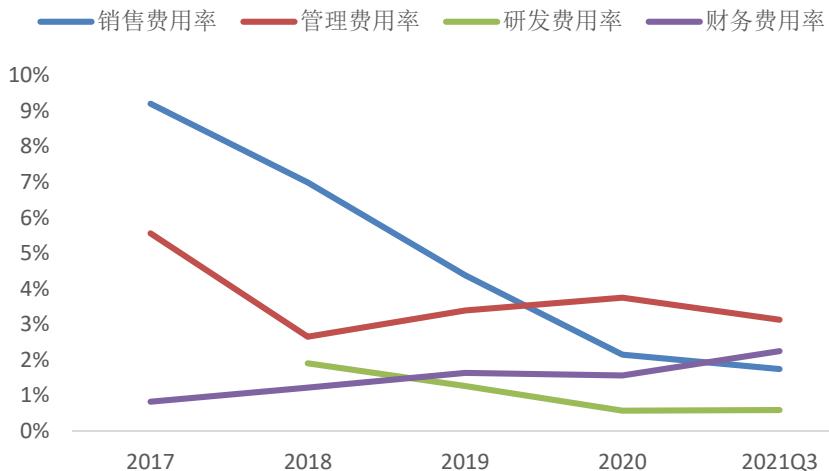
图表 15: 销售毛利率和净利率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 16: 期间费用率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

重视科研创新，提升竞争优势。

公司重视科研创新，研发投入规模较大，2021年上半年研发投入0.52亿元，同比增加77.24%。2019和2020年研发费用降低主要系非洲猪瘟爆发后，生物安全防控要求提升所致。随着我国生猪产业逐步向规模化发展，具备专业种猪繁育生产技术的企业更具备竞争优势。公司自主研发的猪前期营养领域产品（仔猪营养三阶段产品、母猪营养三阶段产品等）在市场上表现良好；同时，公司经过多年发展，在产品配方、检测及加工技术方面具备独特的优势，不断提升自身竞争能力。

持续股权激励，团队稳定性高。

公司成立于2011年，致力于建设有傲农特色的先进企业文化。公司以“德高为尚、能者为师、绩效为要”作为人才理念，打造具有共同价值观和创业目标的“文化化、专业化、年轻化、高效化、创业化”人才队伍。公司上市以来共实施过4次限制性股票激励计划，持续进行股权激励，提高员工积极性和创造性。员工利益与公司利益深度绑定，团队稳定性高，有利于提高公司长期发展竞争力。

图表 17：公司股权激励计划

年份	激励对象
2017 年	授予中层管理人员、核心技术人员、业务骨干（共 239 人）股票数量 609 万股
2018 年	授予 3 名高管 80 万股，334 名中层管理人员、核心技术人员、业务骨干股票数量 925.7 万股
2020 年	授予公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及业务骨干（共 89 人）股票数量 1125 万股
2021 年	授予部分高管、中层管理人员、核心技术人员、业务骨干（共 275 人）股票数量 1300 万股

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

正股估值较低。

我们预计公司未来生猪养殖板块产能加速释放，为公司营收带来一定增量。根据我们预测，未来三年公司归母净利润分别为-5.0亿、-1.6亿和23.5亿元，对应2022年2月9日的收盘价19.40，2023年的PE为5.7倍，相比其余几家生猪养殖企业，估值相对较低。

图表 18：傲农生物盈利预测

盈利预测	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,761.89	5,788.08	11,517.17	18,347.79	25,802.99	34,129.99
增长率(%)	17.53%	0.45%	98.98%	59.31%	40.63%	32.27%
归属母公司股东净利润	30.13	29.16	572.99	-504.14	-160.71	2,345.33
增长率(%)	-72.14%	-3.22%	1865.27%	-187.98%	68.12%	1559.38%
每股收益(EPS)	0.04	0.04	0.84	-0.74	-0.23	3.43
市盈率(P/E)	440.74	455.40	23.17	-	-	5.66

资料来源：太平洋研究院整理，以2月9日收盘价19.40为基准

三、投资建议：正股高弹性，建议密切关注

综合而言，傲农转债发行规模适中，10亿余额提供足够流动性，评级尚可。各项转债附加条款中规中矩，债底保护较好。正股傲农生物是“饲料+养殖”双主业发展农

牧企业。目前饲料行业呈规模化集约化发展的态势，公司有望凭借其成熟的生产技术扩大其市场份额。而最大的看点在于生猪养殖业务的潜力，在猪周期拐点即将到来之时，傲农生物具备高弹性，受股债联动影响，转债上涨幅度将会较大，投资性价比较高。

四、风险提示

原料价格上涨风险；

生猪出栏量扩张不及预期；

动物疫情突发。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 -15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。