

## 固收点评 20220418

# 湘佳转债：华中地区黄羽鸡养殖龙头企业

2022年04月18日

### 事件

- **湘佳转债（113646.SH）于2022年4月19日开始网上申购：**总发行规模为6.40亿元，2.99亿元用于1,350万羽优质鸡标准化养殖基地项目、1.92亿元用于1万头种猪养殖基地项目，1.49亿元用于补充流动资金。
- **当前债底估值为68.87元，YTM为2.27%。**湘佳转债存续期为6年，联合资信评级为A+/A+，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%、1.60%、2.00%，由于公司到期具体赎回价格暂未确定，假定到期赎回价格为票面面值的100%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.9330%（2022/4/15）计算，纯债价值为68.87元，纯债对应的YTM为2.27%，债底保护一般。
- **当前转换平价为96.31元，平价溢价率为3.83%。**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6月（2022年10月25日至2028年04月18日）。初始转股价42.56元/股，正股湘佳股份4月15日的收盘价为40.99元，对应的转换平价为96.31元，平价溢价率为3.83%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为12.86%。**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。按初始转股价42.56元计算，转债发行6.40亿对总股本的稀释率为12.86%，对流通盘的稀释率为24.17%，对股本造成的摊薄压力较小。
- **我们预计湘佳转债上市首日价格在109.3~122.02元之间，我们预计中签率为0.0016%。**综合可比标的和实证结果，考虑到湘佳转债的债底保护性尚可，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在109.3~122.02元区间。我们预计网上中签率为0.0016%，建议积极申购。

### 观点

- **湘佳股份拥有10余年黄羽肉鸡养殖经验，为国家级农业产业化龙头企业，华中地区最大的优质家禽养殖、屠宰、销售全产业链供应商之一。**公司已发展成为饲料生产及销售、种禽繁育、商品代家禽饲养及销售、禽类屠宰加工及销售、生物肥生产及销售的全产业链企业。公司从2007年开始探索冰鲜禽肉营销模式，形成了一套成熟的冰鲜禽肉商超系统营销模式，积累了屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营、电商直营等多个环节丰富的运营经验。
- **2020年以来公司营收不断增加，2016-2020年复合增速为18.87%。**公司2021年实现营业收入30.06亿元，同比增加37.26%，实现归母净利润0.26亿元，同比减少85.28%。自2016年以来，公司营业收入总体呈现上涨态势，同比增长率持续波动，2016-2020年复合增速为18.87%。与此同时，归母净利润也随之浮动，2016-2020年复合增速为35.21%。
- **公司营业收入构成较为稳定，冰鲜产品为主要收入来源。**自2018年至2021年，冰鲜产品收入占营业收入的比重均在63%以上，是公司营业收入的主要来源，营业收入构成较为稳定。
- **公司销售净利率和毛利率先升后降，三费率水平略有下降。**2019-2021年，公司销售净利率分别为12.22%、7.77%和0.95%，销售毛利率分别为38.03%、27.82%和17.56%。三费费用率略有下降，其中销售费用率占比最大。
- **风险提示：项目进展不及预期风险、违约风险。**

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016  
chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《周观：降准和存款利率调整，“组合拳”助力融资成本下降（2022年第15期）》

2022-04-17

《针对降准的“三问三答”》

2022-04-15

《艾迪转债：国产液压制造的高新技术企业》

2022-04-14

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	6
3. 正股基本面分析 .....	7
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 2016-2021 营业收入及同比增速 (亿元) .....	7
图 2: 2016-2021 归母净利润及同比增速 (亿元) .....	7
图 3: 2018-2021 营业收入构成 .....	8
表 1: 湘佳转债发行认购时间表 .....	4
表 2: 湘佳转债基本条款 .....	4
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	5
表 4: 债性和股性指标 .....	5
表 5: 相对价值法预测湘佳转债上市价格 (单位: 元) .....	6

## 1. 转债基本信息

表 1: 湘佳转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-04-15	1、刊登募集说明书及其摘要、发行公告、网上路演公告
T-1	2022-04-18	1、网上路演；2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-04-19	1、刊登发行提示性公告； 2、原股东优先配售日； 3、网上申购日
T+1	2022-04-20	1、网上中签率及优先配售结果公告； 2、网上申购的摇号抽签
T+2	2022-04-21	1、刊登网上中签结果公告； 2、网上中签缴款日
T+3	2022-04-22	1、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	2022-04-25	1、刊登发行结果公告； 2、募集资金划至发行人账户

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 2: 湘佳转债基本条款

转债名称	湘佳转债	正股名称	湘佳股份
转债代码	127060.SZ	正股代码	002982.SZ
发行规模	6.40 亿元	正股行业	农林牧渔-养殖业-肉鸡养殖
存续期	6 年（2022 年 04 月 19 日至 2028 年 04 月 19 日）	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	42.56 元/股	转股期	6 月（2022 年 10 月 25 日至 2028 年 04 月 18 日）
票面利率	0.20%、0.40%、0.80%、1.20%、1.60%、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，公司将以面值的 110.00%（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
<b>一、1,350 万羽优质鸡标准化养殖基地项目</b>		
新铺镇千斤塔畜禽标准化养殖基地二分场	10,792.00	10,600.00
石门县夹山镇汉丰村占家湾鸡场	7,500.00	7,400.00
夹山镇栗山村张家山鸡场	6,000.00	5950
夹山镇浮坪村鸡场	6,000.00	5,950.00
小计	30,292.00	29,900.00
<b>二、1 万头种猪养殖基地项目</b>		
太平镇滚子坪畜禽种苗基地	10,000.00	9,700.00
太平镇天心园畜禽种苗基地	10,000.00	9,500.00
小计	20,000.00	19,200.00
<b>三、补充流动资金</b>	14,900.00	14,900.00
合计	65,192.00	64,000.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

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	68.87 元	转换平价 (以 2022/4/12 收盘价)	96.31 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	45.21%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	3.83%
纯债到期收益率 YTM	2.27%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 68.87 元, YTM 为 2.27%。湘佳转债存续期为 6 年, 联合资信评级为 A+/A+, 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%、1.60%、2.00%, 由于公司到期具体赎回价格暂未确定, 假定到期赎回价格为票面面值的 100% (含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.9330% (2022/4/15) 计算, 纯债价值为 68.87 元, 纯债对应的 YTM 为 2.27%, 债底保护一般。

当前转换平价为 96.31 元, 平价溢价率为 3.83%。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 6 月 (2022 年 10 月 25 日至 2028 年 04 月 18 日)。初始转股价 42.56 元/股, 正股湘佳股份 4 月 15 日的收盘价为 40.99 元, 对应的转换平价为 96.31 元, 平价溢价率为 3.83%。

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 12.86%。按初始转股价 42.56 元计算，转债发行 6.40 亿对总股本的稀释率为 12.86%，对流通盘的稀释率为 24.17%，对股本造成的摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

我们预计湘佳转债上市首日价格在 109.3~122.02 元之间。按湘佳股份 2022 年 4 月 15 日收盘价测算，当前转换平价为 96.31 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的奥飞转债（当前转换平价 85.88 元，评级 A+，发行规模 6.35 亿元）、北陆转债（当前转换平价 96.25 元，评级 A+，发行规模 5.00 亿元）和金博转债（当前转换平价 79.10 元，评级 A+，发行规模 5.99 亿元）4 月 15 日转股溢价率分别为 44.73%、21.24%和 49.45%。

2) 参考近期上市的中特转债（上市日转换平价 78.88 元）、重银转债（上市日转换平价 78.10 元）和阿拉转债（上市日转换平价 82.58 元），上市当日转股溢价率分别为 42.49%、34.32%和 42.90%。

3) 基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，按照  $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$  这一回归结果对可转债上市首日的转股溢价率（y）进行解释。其中，农林牧渔行业的转股溢价率（ $x_1$ ）为 18.55%，2022 年 4 月 15 日 6 年 A+中债企业债到期收益（ $x_2$ ）为 8.93%，2021 年年报显示湘佳股份前十大股东持股比例（ $x_3$ ）为 65.41%，2022 年 4 月 15 日中证转债成交额为 79,049,204,827 元，取对数（ $x_4$ ）得 25.09。因此，可以计算出湘佳转债上市首日转股溢价率（y）为 20.49%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到湘佳转债的债底保护性尚可，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 20%左右，对应的上市价格在 109.3~122.02 元区间。

表 5: 相对价值法预测湘佳转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		15%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	38.94	105.22	107.05	109.79	112.54	114.37
-3%	39.76	107.44	109.30	112.11	114.91	116.78
2022/4/15 收盘价	40.99	110.76	112.68	115.57	118.46	120.39
3%	42.22	114.08	116.06	119.04	122.02	124.00
5%	43.04	116.30	118.32	121.35	124.39	126.41

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 **69.62%**。湘佳股份的前十大股东合计持股比例为 65.41%，股权结构较集中。截至 2022 年 4 月 15 日，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，我们预计原股东优先配售比例为 69.62%。

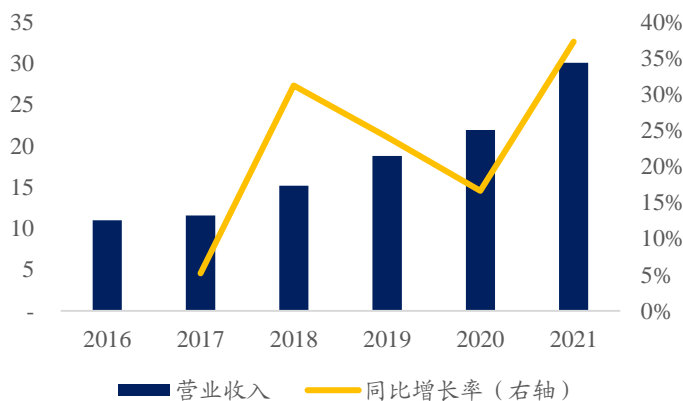
我们预计中签率为 **0.0016%**。湘佳转债发行总额为 6.40 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 69.62%，剩余网上投资者可申购金额为 1.94 亿元。湘佳转债仅设置网上发行，近期发行的友发转债（评级 AA，规模 20.00 亿元）网上申购数约 1,211.96 万户，明新转债（评级 AA-，规模 6.73 亿元）网上申购数约 1,216.42 万户，风语转债（评级 AA-，规模 6.00 亿元）网上申购数约 1,167.97 万户。我们预计湘佳转债网上有效申购户数为 1,198.78 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0016%。

### 3. 正股基本面分析

湘佳股份拥有 **10 余年黄羽肉鸡养殖经验**，为国家级农业产业化龙头企业，华中地区最大的优质家禽养殖、屠宰、销售全产业链供应商之一。公司已发展成为饲料生产及销售、种禽繁育、商品代家禽饲养及销售、禽类屠宰加工及销售、生物肥生产及销售的全产业链企业。公司从 2007 年开始探索冰鲜禽肉营销模式，形成了一套成熟的冰鲜禽肉商超系统营销模式，积累了屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营、电商直营等多环节丰富的运营经验。本次募投项目投产后，公司将进入生猪养殖行业，全面开展种猪繁育业务，未来还将进一步拓展商品猪养殖业务。

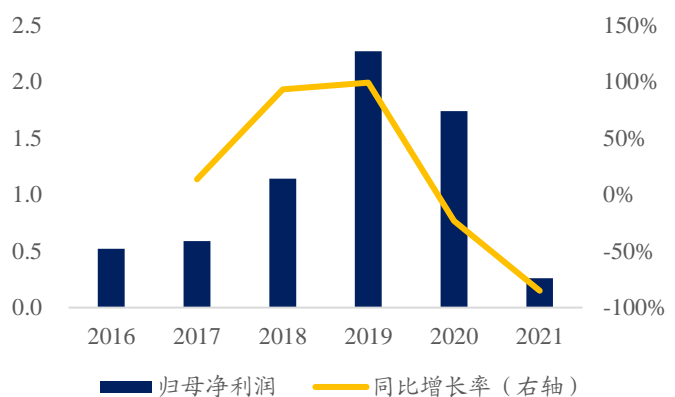
**2020 年以来公司营收不断增加，2016-2020 年复合增速为 18.87%**。公司 2021 年实现营业收入 30.06 亿元，同比增加 37.26%，实现归母净利润 0.26 亿元，同比减少 85.28%。自 2016 年以来，公司营业收入总体呈现上涨态势，同比增长率持续波动，2016-2020 年复合增速为 18.87%。与此同时，归母净利润也随之浮动，2016-2020 年复合增速为 35.21%。

图 1：2016-2021 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

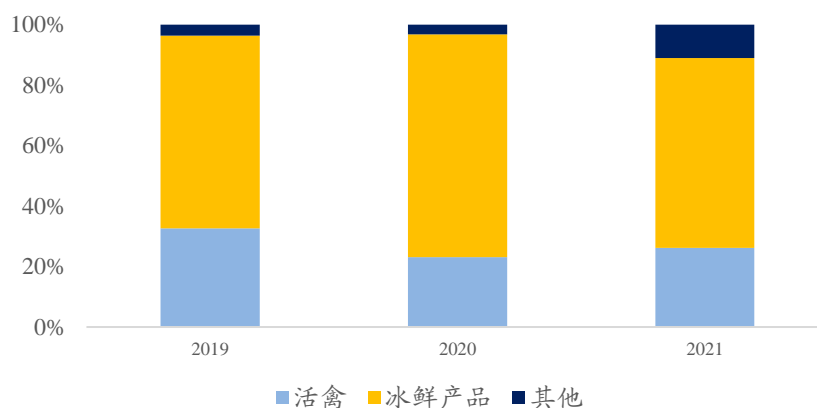
图 2：2016-2021 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司营业收入构成较为稳定，冰鲜产品为主要收入来源。自 2018 年至 2021 年，冰鲜产品收入占营业收入的比重均在 63%以上，是公司营业收入的主要来源，营业收入构成较为稳定。

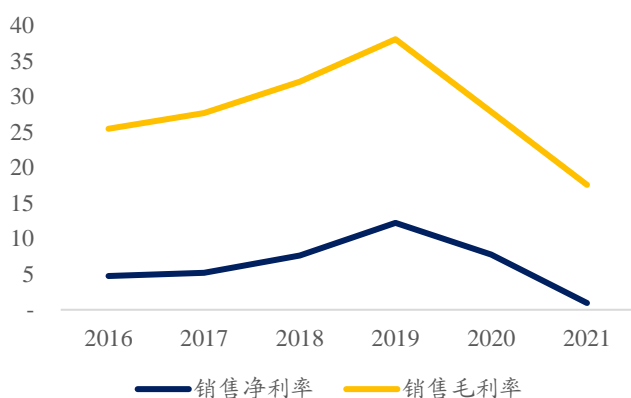
图 3: 2018-2021 营业收入构成



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

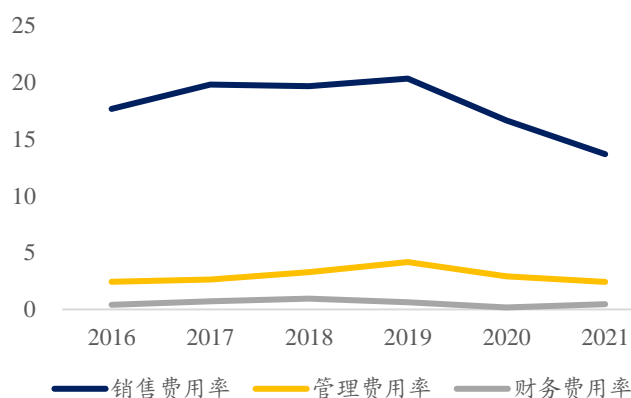
公司销售净利率和毛利率先升后降，三费率水平略有下降。2019-2021，公司销售净利率分别为 12.22%、7.77%和 0.95%，销售毛利率分别为 38.03%、27.82%和 17.56%。三费费用率略有下降，其中销售费用率占比最大。

图 4: 2016-2021 销售毛利率和净利率水平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 2016-2021 三费率水平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

项目进展不及预期风险、违约风险

## 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>

<sup>1</sup> 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归，解释变量为：行业转股溢价率 ( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日到期收益率 ( $x_2$ )、前十大股东持股比例 ( $x_3$ ) 和上市前一日中证转债成交额取对数 ( $x_4$ )，被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为： $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。