

## 衍生品研究

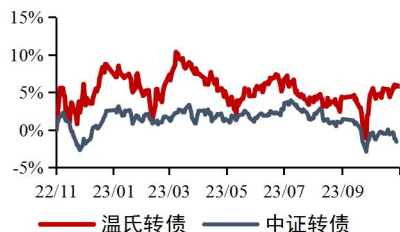
## 温氏转债投资价值分析

周期不灭，转债低估

2023 年 11 月 28 日

衍生品研究/转债分析报告

个券近一年走势



资料来源：晨闻

## 相关报告

特气业务占比提升，基本面优秀的平衡型转债-金宏转债投资价值分析  
2023.11.27信用风险小，业务拐点显现-首华转债投资价值分析  
2023.11.22低价+低溢价率的偏债型转债-利群转债投资价值分析  
2023.11.22

## 山证衍生品团队

## 分析师：

崔晓雁

执业登记编码：S0760522070001

邮箱：cuixiaoyan@sxzq.com

## 投资要点：

## 温氏转债（123107.SZ）概况：

➢ AAA 级，债券余额 77.39 亿元，占发行总额 83.24%，剩余期限 3.34 年。最新收盘价 126.14 元，转股溢价率 11.21%，YTM -3.48%。

## 正股：温氏股份（300498.SZ）概况：

➢ 生猪养殖业龙头，总市值 1285 亿元，实控人温氏家族，性质个人，合计持股 15.78%，最近一期归母净利润增速-760.77%，WIND 一致预期 2023E EPS 增速-134.82%。当前股价对应 PB（MRQ）3.75x，处最近 5 年 57 分位。

## 主要看点：

- 1) 猪周期不会消失：本轮猪周期磨底时间之长超出过往，山证农业预计 2024 年或出现本轮周期第 4 个“亏损底”。但我们认为无论产业规模化程度高低，国内外猪价均呈周期波动特征，猪周期不会消失。
- 2) 拐点未明，转债进可攻退可守：目前市场普遍认可猪周期已处周期尾部，但拐点何在争议较大。我们认为考虑磨底时长、亏损幅度、系统性风险等不确定因素，目前情景配置相关转债或为更优选。配置转债向下风险可控，又不致错失板块性上涨收益；也可少量配置作观察仓，重点关注，待拐点确立再增配股票。
- 3) 行业龙头，配置优选：温氏是养殖业龙头，已打通“原料-养殖-屠宰-加工-销售”全产业链，养殖规模全国领先，2022 年生猪出栏量同业第二、市占 2.56%；黄羽肉鸡行业首位、市占 28.98%。同时，公司资产负债率相对较低，能繁母猪存栏量高，同级别企业中成长性更优。
- 4) 温氏转债评级高、规模大，市场主流品种；同时，双低具吸引力，隐含波动率低于最近 120 天历史波动率，期权价值或低估。

## 转债合理估值推导

➢ 目前时点，我们建议通过配置温氏转债布局猪周期。基于山证可转债估值模型，假设正股股价不变，综合 BSM、二叉树和 MC 模拟，我们认为温氏转债合理估值在 127-138 元。

**风险提示：**转债强赎风险；养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险等。



单击或点击此处输入文字。

表 1：温氏转债基本信息

项目	内容
转债代码	123107.SZ
转债名称	温氏转债
正股名称（代码）	温氏股份（300498.SZ）
债券评级	AAA
余券规模/发行规模（亿元）	77.39 / 92.97
剩余期限/总期限（年）	3.34 / 6.00
票面利率	0.20%,0.50%,1.00%,1.50%,1.80%,2.00%
转股价格/正股收盘价	17.05 元/ 19.34 元
转股期	2021-10-08 至 2027-03-28
下修条款	存续期间，15/30，90%
赎回条款	到期赎回：108 元
	提前赎回：公告不强赎，但已过期
条件回售条款	最后两年，连续 30 个交易日，70%

资料来源：WIND，山西证券研究所

表 2：温氏转债基本信息

最新收盘价	126.14		
底价（纯债价值）	102.21	平价（转股价值）	113.43
纯债溢价率	23.42%	转股溢价率	11.21%
纯债 YTM	-3.48%	到期赎回价	108.00
平价底价溢价率	9.90%	转债类型	平衡型

资料来源：WIND，山西证券研究所

表 3：温氏股份基本信息

项目	内容
证券代码	300498.SZ
证券名称	温氏股份
所属 WIND 行业	日常消费--食品、饮料与烟草--食品--食品加工与肉类
办公地址	广东省云浮市新兴县新城镇东堤北路 9 号
实际控制人_属性_持股比例	温氏家族成员_个人_15.78%
最新年报总营收与扣非净利润（亿元）	837.25 、 49.66
自由流通市值/总市值（亿元）	1007.38 / 1285.3
PE（TTM 扣非）及历史分位	-291.61 (100%)
PB（MRQ）及历史分位	3.75 (56.69%)
PS（TTM）及历史分位	1.39 (21.58%)
最新一期归母净利润增速	-760.77%
WIND 一致预期 2023E EPS 增速	-134.82%

资料来源：WIND，山西证券研究所

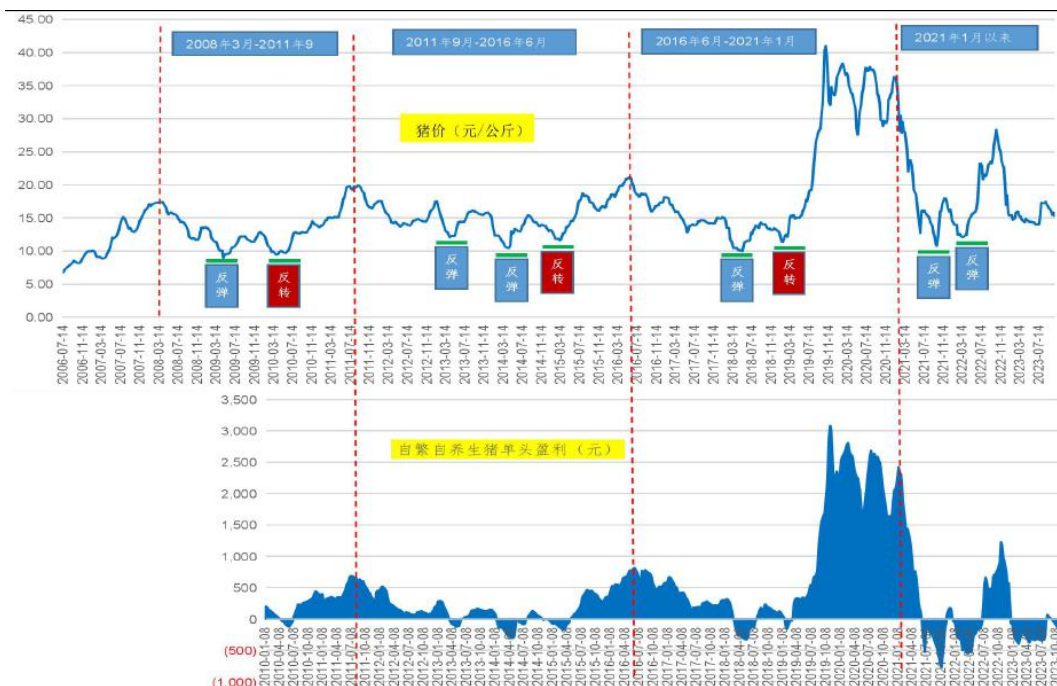


图 1：2006 年以来我国各轮猪周期概况



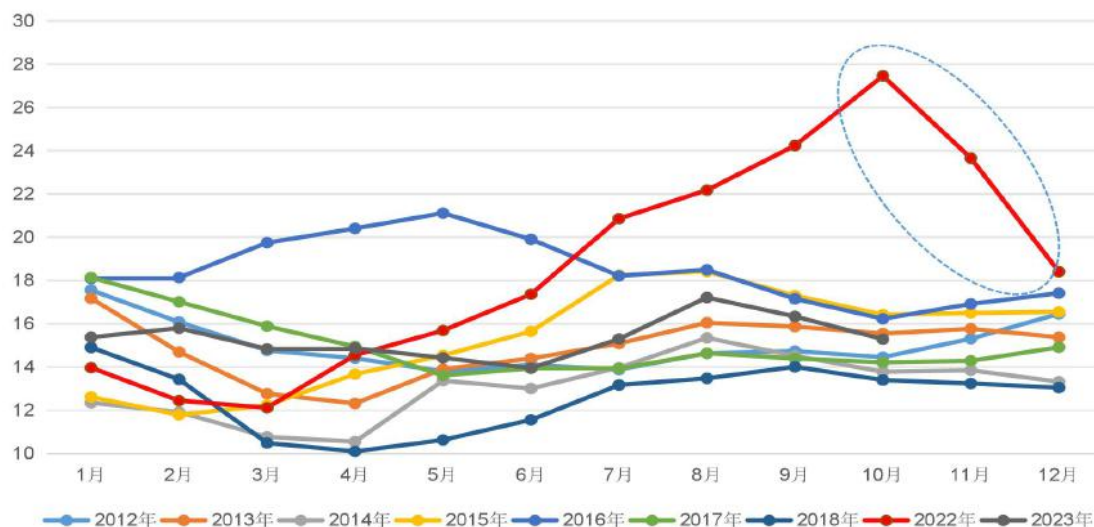
资料来源：WIND，农业农村部，山西证券研究所，《山证农业：行业深度报告--猪周期、养殖股历史复盘，和当前投资策略》

图 2：2008 年以来各轮猪周期的反弹和反转



资料来源：WIND，山西证券研究所，《山证农业：行业深度报告--猪周期、养殖股历史复盘，和当前投资策略》

图 3：我国月度生猪价格（元/公斤）



资料来源：WIND，山西证券研究所，《山证农业：行业深度报告--猪周期、养殖股历史复盘，和当前投资策略》

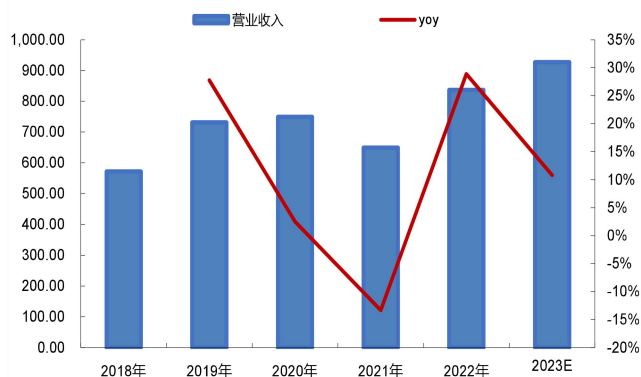
图 4：当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系



资料来源：WIND，山西证券研究所，《山证农业：行业深度报告--猪周期、养殖股历史复盘，和当前投资策略》

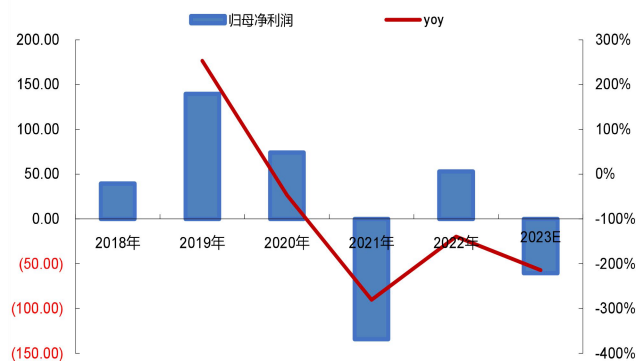


图 5：温氏最近 5 年营业收入趋势（亿元）



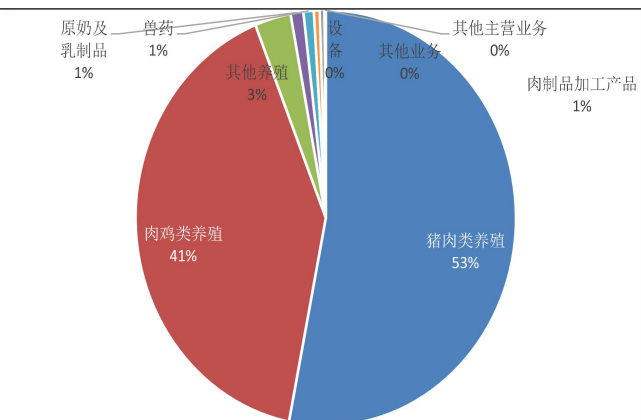
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 6：温氏最近 5 年归母净利润趋势（亿元）



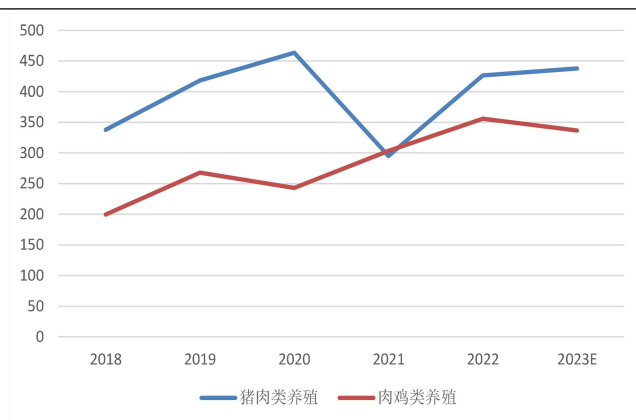
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 7：温氏业务条线营收构成（H123）



资料来源：WIND，山西证券研究所

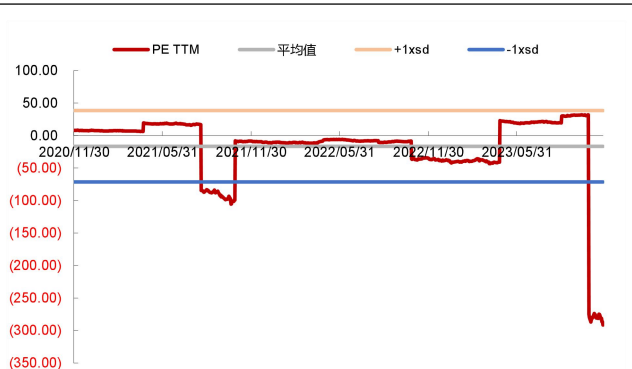
图 8：温氏养猪、肉鸡营收趋势（亿元）



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 9：最近 3 年正股 PE TTM

图 10：最近 3 年正股 PB MRQ



资料来源：WIND，山西证券研究所



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 11：转债上市以来转股溢价率



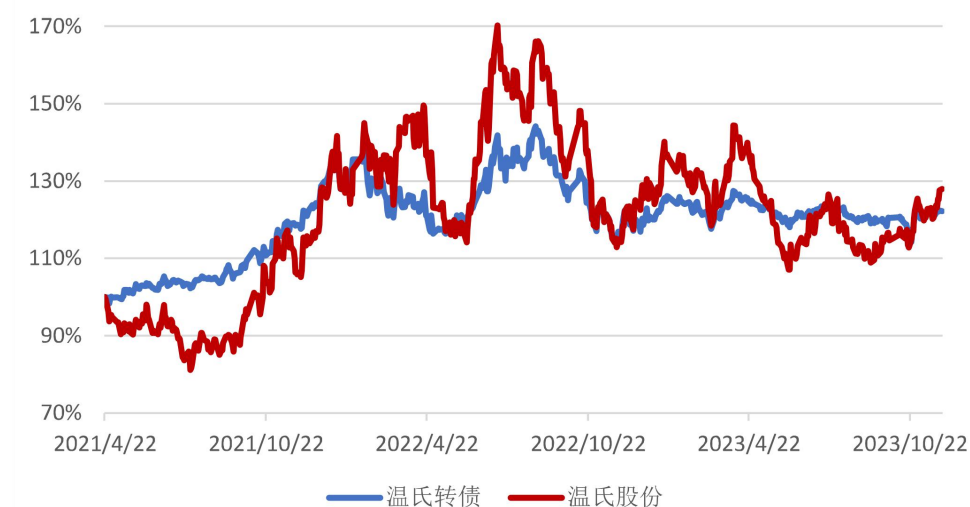
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 12：转债上市以来纯债溢价率



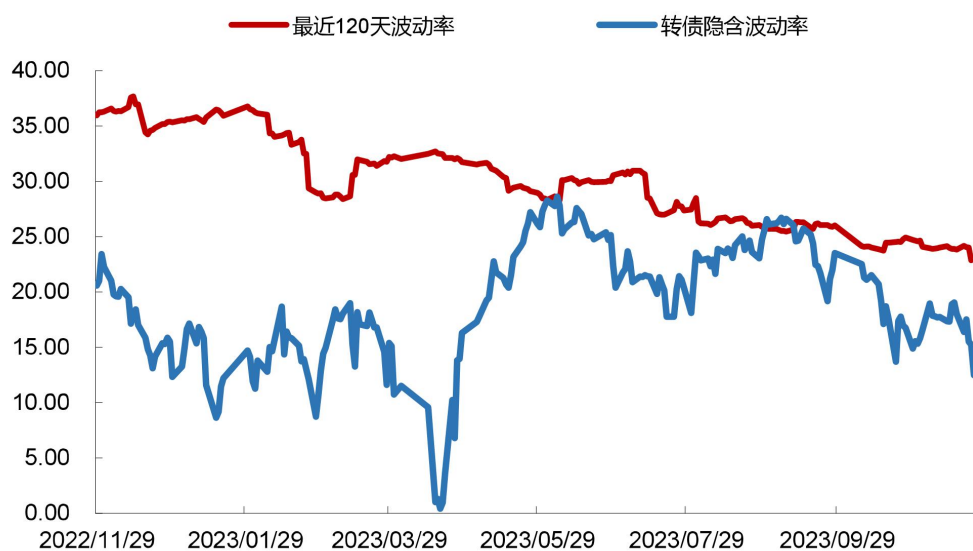
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 13：温氏转债与温氏股份价格比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 14：温氏转债隐含波动率低于正股最近 120 天波动率



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 15：中国生猪养殖企业排名及其市场份额

规模 排名	2022年			2021年			2020年			2019年		
	公司	生猪出栏量 (万头)	市场 份额	公司	生猪出栏量 (万头)	市场 份额	公司	生猪出栏量 (万头)	市场 份额	公司	生猪出栏量 (万头)	市场 份额
1	牧原	6120	8.74%	牧原	4026	6.00%	牧原	1812	3.44%	温氏	1852	3.40%
2	温氏	1791	2.56%	正邦	1493	2.22%	正邦	956	1.81%	牧原	1025	1.88%
3	新希望	1461	2.09%	温氏	1322	1.97%	温氏	955	1.81%	正邦	578	1.06%
4	正大	1100	1.57%	双胞胎	1165	1.74%	新希望	829	1.57%	新希望	355	0.65%
5	双胞胎	933	1.33%	新希望	998	1.49%	双胞胎	520	0.99%	正大	350	0.64%
6	正邦	845	1.21%	正大	800	1.19%	正大	450	0.85%	天邦	244	0.45%
7	傲农	519	0.74%	德康	560	0.83%	天邦	308	0.58%	双胞胎	200	0.37%
8	德康	500	0.71%	大北农	431	0.64%	扬翔	220	0.42%	中粮	199	0.37%
9	扬翔	480	0.69%	天邦	428	0.64%	中粮	210	0.40%	大北农	163	0.30%
10	大北农	443	0.63%	扬翔	400	0.60%	德康	200	0.38%	扬翔	150	0.28%
11	天邦	442	0.63%	傲农	325	0.48%	大北农	185	0.35%	德康	150	0.28%
12	中粮	410	0.59%	中粮	313	0.47%	佳和	135	0.26%	佳和	120	0.22%
13	海大	320	0.46%	大象	263	0.39%	傲农	135	0.26%	光明	116	0.21%
14	桂垦牧业	304	0.43%	海大	197	0.29%	天康	135	0.26%	大象	108	0.20%
15	大象	266	0.38%	佳和	178	0.27%	大象	116	0.22%	天康	84	0.15%
16	唐人神	216	0.31%	天康	160	0.24%	光明	110	0.21%	唐人神	84	0.15%
17	天康	203	0.29%	唐人神	154	0.23%	唐人神	102	0.19%	安佑	76	0.14%
18	新五丰	183	0.26%	广西力源	152	0.23%	广西农垦	99	0.19%	铁骑力士	75	0.14%
19	广西力源	195	0.28%	桂垦牧业	140	0.21%	海大	98	0.19%	海大	74	0.14%
20	佳和	170	0.24%	辽宁禾丰	130	0.19%	铁骑力士	82	0.16%	金锣	70	0.13%
	前20强合计	16901	24.15%	前20强合计	13635	20.31%	前20强合计	7657	14.53%	前20强合计	6073	11.16%
	行业总量	69995		行业总量	67128		行业总量	52704		行业总量	54419	

资料来源：猪业高层交流论坛，WIND，山西证券研究所，《山证农业：行业深度报告--猪周期、养殖股历史复盘，和当前投资策略》



**分析师承诺：**

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：****上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

**北京**

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

