

## 衍生品研究

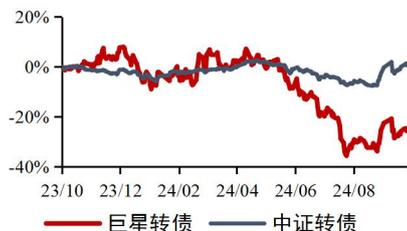
## 巨星转债投资价值分析

高成长高弹性，生猪养殖盈利或持续

2024年10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

长款带式输送机龙头，乘上“一带一路”

东风-运机转债投资价值分析

2024.10.22

深耕江苏，转债仍具向上空间-苏行转债

投资价值分析 2024.10.21

双低品种，新能源车业务快速增长-豪能

转债投资价值分析 2024.10.21

## 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：

## 巨星转债（113648.SH）：

AA-，债券余额 9.00 亿元，占发行总额 89.97%，剩余期限 3.50 年。10 月 24 日收盘价 104.91 元，转股溢价率 38.4%，纯债溢价率 3.12%，YTM 2.65%。

## 正股：巨星农牧（603477.SH）：

注册地四川乐山，总市值约 100 亿元。H124 生猪、饲料、皮革产品收入占比 85.71%、11.32%、2.12%，归母净利润同比+87.13%。最新 2024E PE 15.4x、PB LF 3.59x。

## 巨星转债主要看点：

- **生猪养殖板块进入业绩兑现期：**据 WIND 数据，Q3 平均猪肉价格 26.11 元/公斤，较 Q2 环比+19.58%；自繁自养利润 500.36 元/头，环比再度改善。行业龙头——牧原、温氏 Q3 业绩均超市场预期。考虑高企的资产负债率及同业暴雷案例，我们认为产业对能繁母猪补栏能力和意愿已大幅减弱。同时猪价维持高位、饲料成本降低有望推动生猪养殖行业高盈利持续。
- **巨星成本控制能力强，成长性更好：**2020 年上市以来，养殖规模持续提升，逐步晋身行业第一梯队；养殖成本持续优化，行业领先。公司采用两种生产模式，“公司+农户”合作模式养殖规模占比约 80%，一体化自主养殖——德昌项目今年底将满产。规模持续扩张+产能利用率提升+先进生猪养殖体系，有望打开公司成本下降空间，进一步实现增产增效。
- **巨星永磁对上市公司偿债能力不构成风险：**巨星永磁 2022 年 7 月由巨星新材料（集团持股 45.85%）、盛和资源绵阳科发集团共同成立，巨星新材料持股 51%，即巨星集团间接持股 23.38%。目前一期、二期建设已完成，2025 年产能计划 2.5 万吨/年毛坯，单体工厂规模行业第一，并实现盈亏平衡。
- **错杀品种，弹性高于行业。**受市场低迷和过度担忧集团风险影响，巨星转债及正股 2024 年 5 月以来大幅下跌，目前尚未回归合理价位。巨星转债目前双低，估值具有吸引力。

## 转债合理估值推导

基于山证可转债估值模型，假设正股股价不变，不考虑下修和强赎，我们认为巨星转债合理估值在 121-129 元。

**风险提示：畜禽疫情、自然灾害、原料涨价、运输不畅等风险**



### 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，本报告的任何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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

