

衍生品研究

三条主线挖掘结构性投资机会

2023 年中期策略

2023 年 7 月 13 日

衍生品研究/策略报告

中证转债指数



资料来源：最闻

相关报告

风险收益比良好的大类资产配置利器
-REITs 专题报告 2023.4.25

山证转债分类评价体系升级-可转债指
数化投资的探讨 2023.2.12

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：

转债市场概况及目前估值

➢ 转债市场持续扩容中，期末存续个券 510 只、总市值 1.03 万亿元。上半年中证转债+3.37%，其中 1 月强劲反弹，2-6 月震荡；4 月受搜特转债退市影响快速下行，但随后又快速企稳。

➢ 转债市场目前估值处过去一年合理区间中位，交易活跃度多次触及合理区间下限，6 月下旬以来重回中位水平。目前转股溢价率中位数 37%，偏高。但考虑到固收+类资金规模已重回提升趋势，我们认为估值将维持目前水平。

H223 投资建议：基于三条主线寻找投资机会

➢ 转债估值合理 + 正股小而美：

利德转债：AA+，7 月 13 日收盘价 128.66 元，正股利亚德为 LED 显示龙头，技术业内领先，主打产品成本显著下降，应用场景更加广泛，WIND 一致预期 2023 年净利润同比+200%，2024、25 年增速均超 25%。

海顺转债：AA-，7 月 13 日收盘价 125.50 元，正股海顺新材为药品包装业龙头，伴生于医药行业稳健增长，新能源新消费等第二增长曲线可期。WIND 一致预期 2023-25 年净利润复合增速 25%左右。

瑞科转债：A+，7 月 13 日收盘价 118.91 元，正股瑞华泰专注高性能 PI 膜研发，掌握核心技术，受益于国产替代大趋势。转债项目下半年投产，产能释放增厚业绩。WIND 一致预期 2023-25 年净利润 CAGR 50%以上。

➢ 转债估值合理 + 风口/概念：

长久转债：AA，7 月 13 日收盘价 125.61 元。临期债，剩余期限 1.36 年。正股长久物流是汽车运输业龙头，受益于汽车出口和国内运输业恢复，新能源车回收再利用业务进入回报期，增量业绩有望超预期。

松霖转债：AA，7 月 13 日收盘价 119.97 元，正股松霖科技近 70%收入源自厨卫产品出口，有望受益于美国地产市场持续修复。转债项目美容健康产品营收增速快。正股估值处最近三年合理区间下限。

➢ 被错杀的低评级类个券：

广汇转债：YY 评级 8+，7 月 13 日收盘价 91.40 元，纯债溢价率-12.40%、YTM 7.54%。我们从公司自身、大股东、恒大汽车、外部评级等多方面分析认为公司暴露信用风险的可能性不大。

风险提示：正股基本面不及预期、市场整体风格转变、债券市场整体下移等。





目录

一、 转债市场概况.....	3
1. 2023 年上半年，转债市场整体处于震荡行情.....	3
2. 转债市场新发节奏放缓，但扩容持续中.....	4
3. 转债正股整体质量优于 A 股市场.....	5
二、 转债市场估值探讨.....	7
1. 转股溢价率：市场中位数处合理区间.....	7
2. 纯债到期收益率（YTM）：处合理区间中位.....	7
3. 可转债市价中位数，也处于合理区间中位.....	8
4. 可转债换手率中位数，也处于合理区间.....	9
5. 拉长时间窗口，看三年.....	9
三、 下半年投资建议.....	12
1. 转债估值合理 + 正股小而美.....	12
1.1. 利德转债：LED 显示龙头.....	12
1.2. 海顺转债：药包行业龙头，稳健增长可期.....	14
1.3. 瑞科转债：PI 膜国产替代，释放增长潜力.....	16
2. 转债估值合理 + 风口/概念.....	19
3.1. 临期债：长久转债.....	19
3.2. 受益于美国房地产持续回暖：松霖转债.....	21
3. 被错杀的低评级类个券：广汇转债.....	24
风险提示.....	28

一、转债市场概况

1. 2023 年上半年，转债市场整体处于震荡行情

在经历了 2022 年持续低迷之后，转债市场在 2023 年上半年迎来修复行情，中证转债半年上涨 3.37%，万得等权上涨 5.49%，其中 1 月反弹相对强劲，2-6 月趋于震荡。2023 年 4 月，*ST 搜特触发交易类强制退市，搜特转债暴露退市风险，市场快速下跌，但随后又快速企稳，继续保持震荡态势。

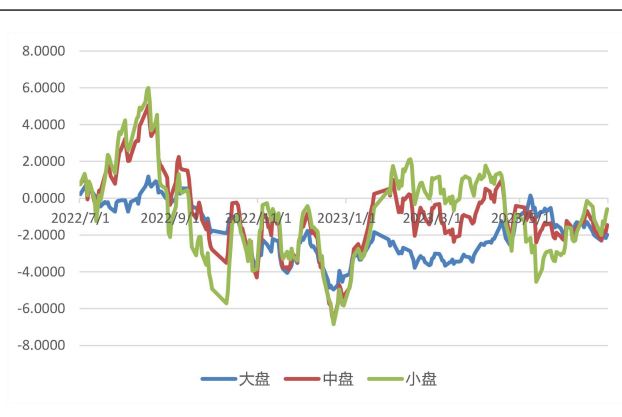
图 1：2022 年中期以来中证转债、万得等权转债指数走势



资料来源：WIND，山西证券研究所

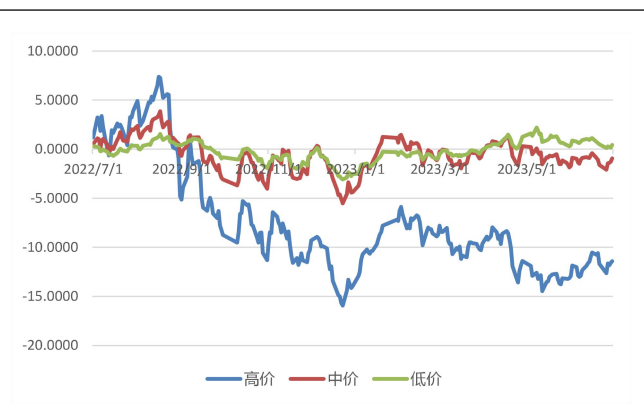
分类来看，中价（市价居中的 1/3）在目前这种震荡市中表现较好；中小盘转债弹性更强，整体表现与大盘债大致相当。受搜特转债退市风险影响，低等级债表现不佳。

图 2：2022 年中期以来万得大中小盘转债指数



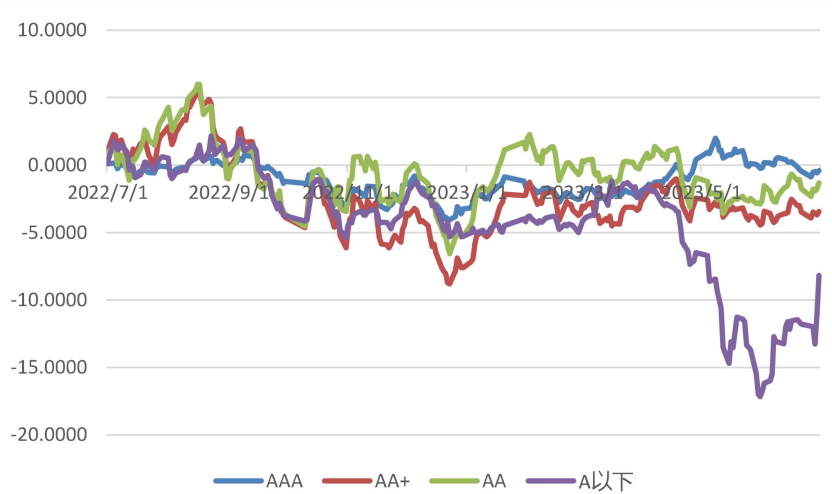
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 3：2022 年中期以来万得高中低价转债指数



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 4：2022 年中期以来不同信用评级的转债走势

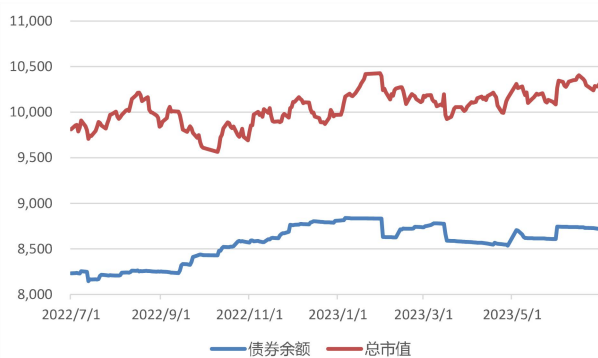


资料来源：WIND，山西证券研究所

2. 转债市场新发节奏放缓，但扩容持续中

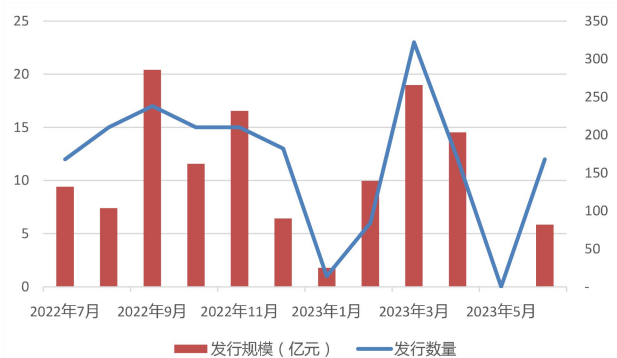
截至 2023 年中期末，市面上存续可交易的可转债共 510 只，债券余额 8722 亿元，总市值 1.03 万亿元。受益于新发债券不断补充，市场持续扩容中，总市值同比增长 5.07%，较期初增长 3.40%。

图 5：2022 年中期以来可转债债券余额和总市值



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 6：2022 年中期以来可转债发行数量与规模



资料来源：WIND，山西证券研究所

从发行节奏来看，2023 年以来转债新发确有放缓，上半年共新发公募转债 54 只，募集资金 715.19 亿元。无论发行数量，还是募资金额同比、环比均有较大幅度减少，H123 可转债发行募资金额同比减少 36%、环比减少 29%。总结原因，我们认为一方面由于股票市场，尤其中小市值个股持续低迷，股票的低估值拖累了上市公司发行可转债的热情；另一方面，则是上市公司 2022 年业绩普遍不佳，难以满足可转债发行的

一些财务指标。

根据 2023 年 2 月最新一版《上市公司证券发行注册管理办法》规定，发行可转债需满足：

- 1、最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；
- 2、主板上市公司应当最近三个会计年度盈利，且最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；
- 3、除金融类企业外，最近一期末不存在金额较大的财务性投资。

根据 WIND 资讯统计，最近一年已公告预案，拟发行可转债且尚未发行的上市公司共 220 家，其中不乏民生银行、紫金矿业、亿纬锂能等大盘蓝筹，也不乏卡倍亿、一品红、精达股份等已发行过可转债的公司。我们关注到，在拟发行可转债的 220 家上市公司中，39 家已取得证监会核准，其中 27 家于 6 月、7 月上旬取得，我们认为这些公司都有望在 3、4 季度发行。根据 WIND 数据显示，基于 2022 年报，符合可转债发行条件的上市公司超过 1400 家。我们认为，可转债发行速度快于定向增发、转股价格高于定向增发，且具有优先配售老股东、限售时间短、T+0 交易等制度红利。整体而言，我们认为可转债能够很好的满足上市公司融资需求，坚定看好转债市场不断扩容的趋势。

退市券方面，2023 年上半年共 25 只转债退市，退市数量远少于上市数量。25 只退市券中，3 只（光大转债、永东转债、模塑转债）为到期兑付，其他均为提前结束。进入 7 月份，蓝盾转债进入退市整理期，退市整理期首日暴跌 74%。我们认为蓝盾转债将成为我国证券史上，首只正式退市的可转债，具有标杆意义。可转债的潜在信用风险成为投资者不得不面对的重要问题。对于退市债，我们梳理取得，除退市整理期在二级市场卖出外，还有以下几种退出路径：

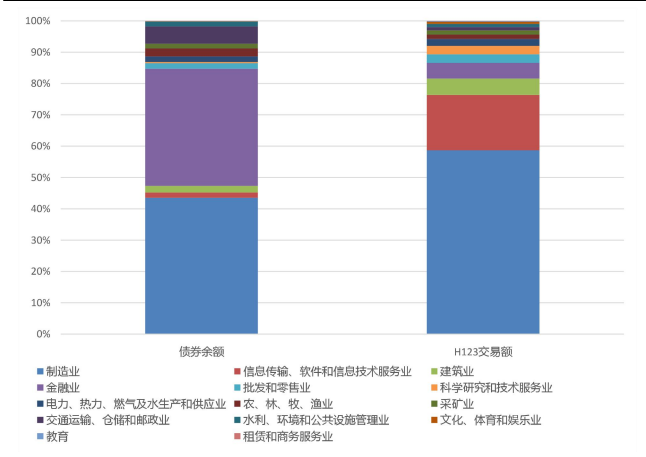
- 1、转入新三板市场交易卖出；
- 2、根据回购条款，在回购期内起诉公司回购；
- 3、转股等待再次上市；
- 4、进入破产清算流程，可转债的清算顺序在普通债权之后，普通股权之前。

3. 转债正股整体质量优于 A 股市场

从行业分布来看，2023 年上半年转债市场个券共涉及 14 个证监会行业门类，较 A 股市场缺少住宿餐饮、居民服务等 5 个行业。转债市场毕竟只有 500 多个券，标的丰富程度远低于 A 股市场；金融业债券余

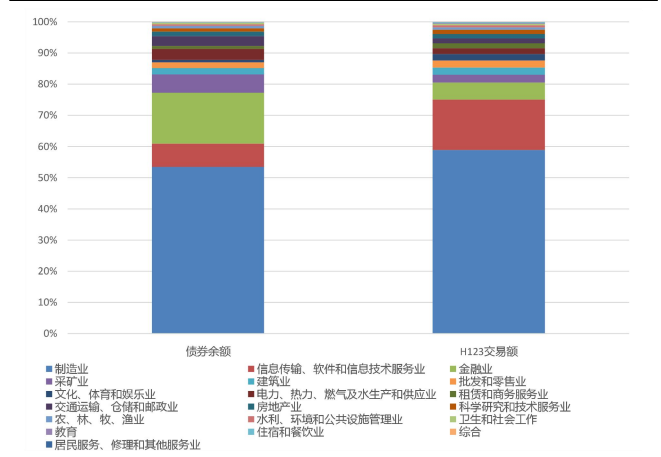
额占比 37.36%，也显著高于 A 股市场的 16.31%。除此外，TMT、文娱、教育交易最为活跃，转债市场与 A 股市场相同，展示了两个市场的联动性。

图 7：H123 可转债市场市值与交易额行业分布



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 8：H123 A 股市场市值与交易额行业分布



资料来源：WIND，山西证券研究所

蓝盾转债、搜特转债退市，引发投资者对转债市场潜在信用风险的担忧。然而，经过梳理，我们发现转债市场，无论已提示退市风险的*ST 公司，抑或扣非净利润亏损等财务指标、股价极低等交易类指标，转债个券及对应正股质量整体高于 A 股市场。

我们认为可转债发行，需满足刚性财务指标，经过监管层审核、批复，发行可转债的上市公司本身已是上市公司中相对优秀者。本次市场激烈反应，主要由于打破了可转债的刚兑信仰，具有标杆意义；同时，固定收益投资人是转债市场的重要参与力量，这部分投资者本身风险偏好较低。

表 1：面临潜在风险的公司数量及占比

市场	项目	*ST	归母扣非净利润亏损		股价低于 2 元	备注
			2022 年	Q123		
转债市场	公司数量	4	84	118	3	包括搜特、蓝盾
	占比	0.75%	16%	22%	0.56%	
A 股市场	公司数量	62	1,243	1,389	70	
	占比	1.19%	24%	27%	1.34%	

资料来源：WIND，山西证券研究所

二、转债市场估值探讨

我们认为转股溢价率、纯债到期收益率（YTM）、转债市价、市场换手率是可转债研究中四个至关重要的指标，可以形象反映转债市场的热度及估值水平。

1. 转股溢价率：市场中位数处合理区间

转股溢价率是可转债股性估值最重要的指标。2023年中期末，转债市场个券转股溢价率中位数达37.32%，略高于35.87%的过去一年平均值，但未超出平均值+1xsd的合理区间上限。

图9：可转债市场转股溢价率中位数



资料来源：WIND，山西证券研究所

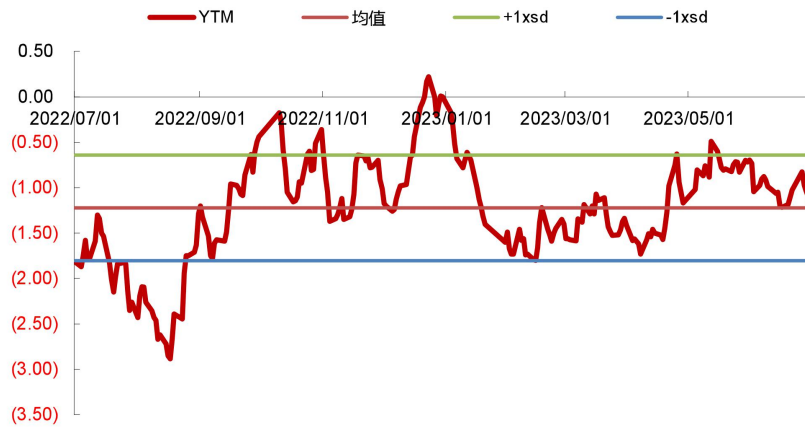
2. 纯债到期收益率（YTM）：处合理区间中位

与转股溢价率相对应，纯债溢价率¹体现转债债性估值。然而，由于纯债溢价率计算时受债券评级、利率环境等因素影响，可能存在一定偏差，因此通常采用纯债到期收益率（YTM）来作为债性估值的指标。YTM指按转债现有市价和票息，计算出的到期收益率，可比较直观衡量转债的债性强弱。YTM越高，说明债性越强，正股价格对转债价格影响较弱。反之，YTM越低，说明债性越弱，债底保护效应较低，正股价格对转债价格影响较强。

2023年中期末，转债市场个券纯债到期收益率中位数为-1.14%，与过去一年平均值相当，处于合理区间中位。

¹转债溢价率=（转债价格-纯债价值）/纯债价值

图 10：可转债市场 YTM 中位数



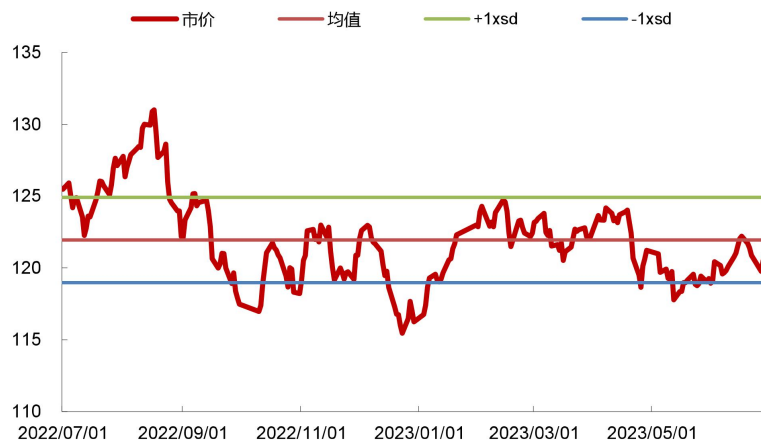
资料来源：WIND，山西证券研究所

3. 可转债市价中位数，也处于合理区间中位

可转债与其他债券一样，面值 100 元，上市后二级市场价格围绕纯债价值或转股价值波动。此外，由于绝大多数可转债附强制赎回条款，转股价值升至 130 元左右即需面临强赎压力。因此转债价格往往在 100-130 区间内波动。

2023 年中期末，转债市场个券成交价格中位数 121.75 元，同样与过去一年平均值相当，处于合理区间中位。

图 11：可转债市场市价中位数

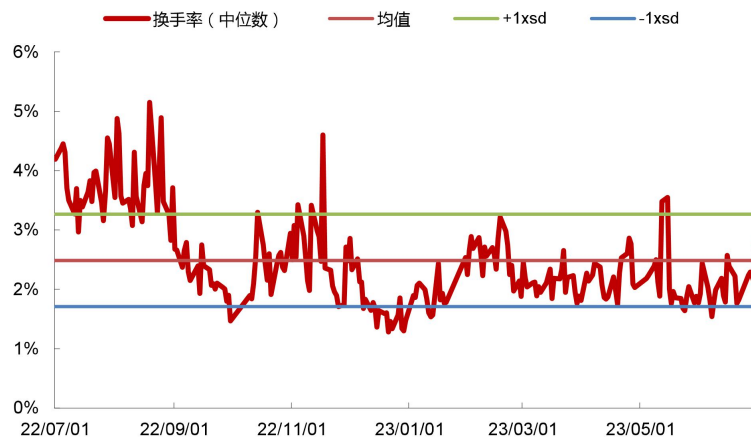


资料来源：WIND，山西证券研究所

4. 可转债换手率中位数，也处于合理区间

可转债与股票一样在二级市场交易，换手率是衡量交易活跃度的重要指标。2023 年中期末，转债市场个券换手率中位数 2.77%，略高于 2.49% 的过去一年平均值，但仍处于合理区间。

图 12：可转债市场换手率中位数



资料来源：WIND，山西证券研究所

5. 拉长时间窗口，看三年

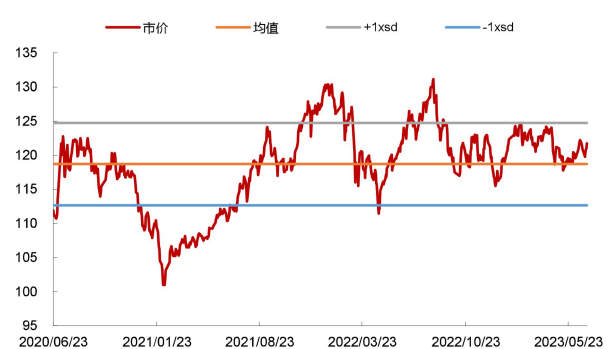
从过去三年，转股溢价率、YTM、市价中位数、换手率指标来看，YTM、市价中位数、换手率均处于合理区间之内，转股溢价率确实已偏高。对此，我们认为应从股债两市场联动和固收+资金持续流入转债市场两个角度来看。

图 13：可转债市场转股溢价率中位数 (%)



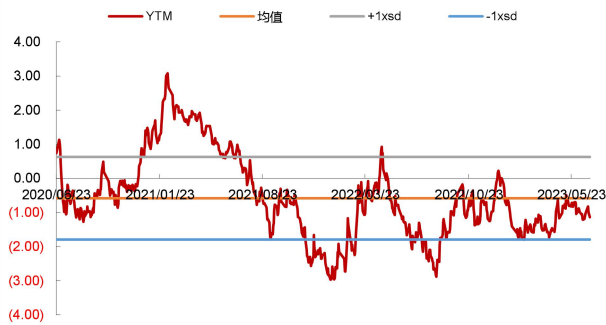
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 14：可转债市场收盘价中位数 (元)



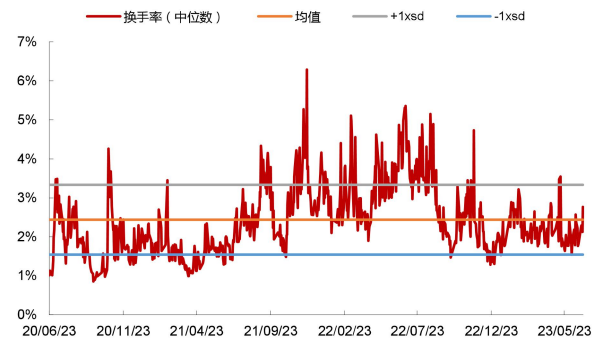
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 15: 可转债市场纯债 YTM 中位数 (%)



资料来源: WIND, 山西证券研究所

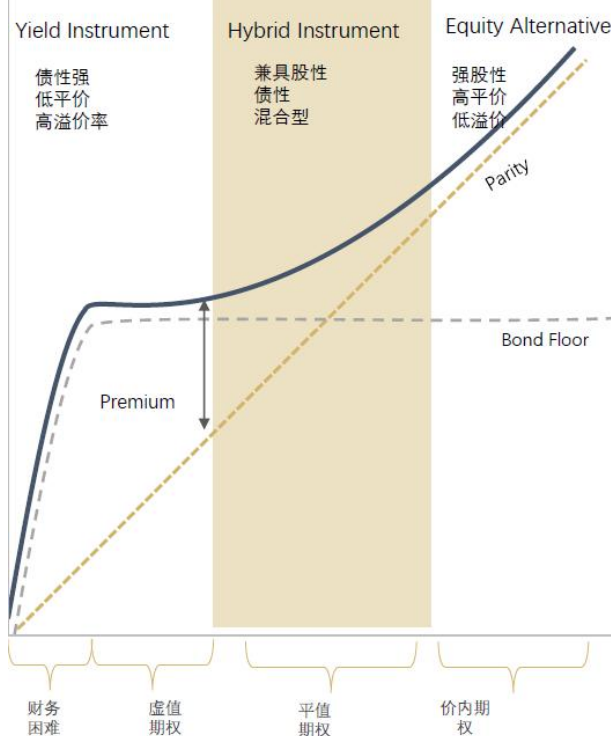
图 16: 可转债市场换手率中位数 (%)



资料来源: WIND, 山西证券研究所

可转债由债券叠加一份看涨期权组合而成, 其估值基于债券、期权可分为财务困难、虚值期权、平值期权和价内期权四种情景。当处于财务困难、虚值期权状态, 转债价值主要由债券价值支撑; 当处于平值期权和价内期权状态, 转债价值主要由转股价值支撑。

图 17: 可转债估值支撑理论



资料来源: 百奕投资, 山西证券研究所

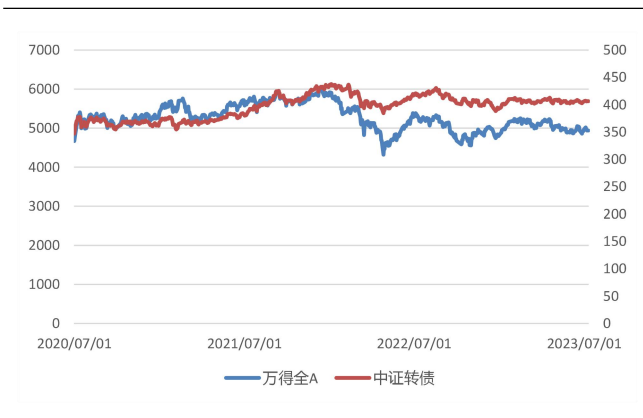
正是由于可转债估值在不同情景下由不同要素支撑的特点, 当正股价格普遍下跌时, 转债市场跌幅往

往低于对应股票跌幅。从中证转债和万得全 A 两只指数过去三年的走势比较，也可验证这一点。2022 年以来，A 股市场转入低迷，中证转债的表现显著较万得全 A 稳健。转债跌幅小于正股跌幅，变相拉高转股溢价率。

另一方面，2020 年以来固收+类资金规模持续提升，不断涌入转债市场，成为转债市场转股溢价率持续提升的重要原因。2022 年 4 季度，受债券市场大幅回撤拖累，债券型基金规模缩减，转债市场转股溢价率也随之降低。今年 2 月以来，债券型基金规模重回攀升态势。

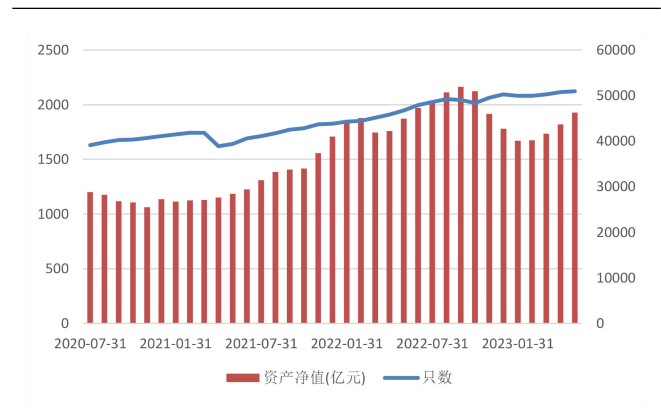
随着基数提升，当前债券型公募基金规模提升幅度已低于 2021、22 年增速峰值。然而，我们认为利率下行、信用风险持续暴露的大趋势下，可转债对固收+类资金的吸引力将持续，固收类机构资金规模维持高位，则可转债市场转股溢价率也将维持高位。

图 18：中证转债与万得全 A 指数走势比较



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 19：公募债券型基金数量与资产净值趋势



资料来源：基金业协会，山西证券研究所

三、下半年投资建议

可转债是独立于股票、债券之外的投资标的。转债市场目前由 500 多个券（且在持续扩容中）构成，分布在不同行业、不同价位，我们认为转债市场的投资机会永远存在。目前转债市场转股溢价率、YTM、市价、换手率等均处最近一年合理区间，我们认为目前正是挖掘下半年结构性投资机会的时机。

1. 转债估值合理 + 正股小而美

1.1. 利德转债：LED 显示龙头

利德转债 AA+级，最新收盘价 127.11 元，剩余期限 2.35 年，债券余额 7.99 亿元，转股溢价率 36.23%、YTM -4.86%。

表 2：利德转债基本信息

项目	内容
转债代码	123035.SZ
转债名称	利德转债
正股名称（代码）	利亚德(300296.SZ)
债券评级	AA+
余券规模/发行规模（亿元）	7.99 / 8.00
剩余期限/总期限（年）	2.35/6.00
票面利率	0.50%、0.80%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%
转股价格/正股收盘价	6.87 元/ 6.41 元
转股期	2020-05-20 至 2025-11-13
下修条款	存续期间，15/30，85%
赎回条款	到期赎回：110 元
条件回售条款	提前赎回：转股期内，15/30，130%（含）；未转股余额不足 3000 万元（含） 最后两年，连续 30 个交易日，70%

资料来源：WIND，山西证券研究所，注：使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

表 3：利德转债关键指标

市价	127.11
底价（纯债价值）	106.25
平价（转股价值）	93.30
到期赎回价	110.00
转股溢价率	36.23%
纯债溢价率	19.63%
纯债 YTM	-4.86%

市价	127.11
平价底价溢价率	-13.87%
转债类型	平衡型

资料来源：WIND，山西证券研究所，注：使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

表 4：利亚德基本信息

项目	内容
证券代码	300296.SZ
证券名称	利亚德
所属 WIND 行业	信息技术--技术硬件与设备--电子设备、仪器和元件--电子设备和仪器
办公地址	北京市海淀区颐和园北正红旗西街 9 号
实际控制人_属性_持股比例	李军_个人_22.73%
最新年报总营收与扣非净利润（亿元）	81.54 、 1.83
自由流通市值/总市值（亿元）	123.64 / 162.89
PE（TTM 扣非）及历史分位	105 (82.73%)
PB（MRQ）及历史分位	2 (23.38%)
PS（TTM）及历史分位	1.99 (28.06%)
最新一期归母净利润增速	6.07%
WIND 一致预期 2023E EPS 增速	200.36%

资料来源：WIND，山西证券研究所，注：使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

利亚德主要看点：

1) 技术端业内领先，承办冬奥会开闭幕式舞台项目，在 2G、2B 端认可度高；管理层高校出身，始终坚持技术创新；从小间距 LED 开始，始终走在同业前列。

2) Micro LED 产品成本显著下降，应用场景更加广泛；规模效应及技术突破下，产品成本不断降低，最新成本距 2020 年刚推出时已下降了 70%。

3) 利润增长点众多：智能显示主业之外，模拟虚拍、会议一体机、3D 影院屏市场不断扩展，文旅夜游今年订单预期较 2021 年增长 20%、海外业务订单预期增速超 50%。

Q123 归母净利润同比+6.07%。WIND 一致预期 2023 年净利润 8.48 亿元，同比增长 200%，2024、25 年增速均超 25%。

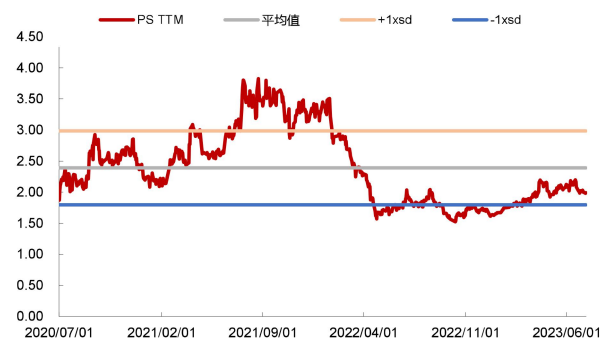
风险提示：经济复苏不及预期；Micro LED 市场竞争加剧；海外业务拓展不及预期等。

图 20：利亚德最近 3 年 PB (MRQ)



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 21：利亚德最近 3 年 PS TTM



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 22：利德转债上市以来转股溢价率



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 23：利德转债上市以来纯债溢价率



资料来源：WIND，山西证券研究所

1.2. 海顺转债：药包行业龙头，稳健增长可期

海顺转债 AA-级，最新收盘价 125.00 元，剩余期限 5.70 年，债券余额 6.339 亿元，转股溢价率 33.69%、YTM -0.68%。

表 5：海顺转债基本信息

项目	内容
转债代码	123183.SZ
转债名称	海顺转债
正股名称（代码）	海顺新材(300501.SZ)
债券评级	AA-
余券规模/发行规模（亿元）	6.33 / 6.33

项目	内容
剩余期限/总期限（年）	5.70 / 6.00
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.50%,2.00%,3.00%
转股价格/正股收盘价	18.15 元/ 16.97 元
转股期	2023-10-09 至 2029-03-22
下修条款	存续期间, 15/30, 85%
赎回条款	到期赎回: 115 元
	提前赎回: 转股期内, 15/30, 130% (含); 未转股余额不足 3000 万元 (含)
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, 注: 使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

表 6: 海顺转债关键指标

市价	125.00
底价 (纯债价值)	85.47
平价 (转股价值)	93.50
到期赎回价	115.00
转股溢价率	33.69%
纯债溢价率	46.25%
纯债 YTM	-0.68%
平价底价溢价率	8.59%
转债类型	平衡型

资料来源: WIND, 山西证券研究所, 注: 使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

表 7: 海顺新材基本信息

项目	内容
证券代码	300501.SZ
证券名称	海顺新材
所属 WIND 行业	材料--材料 II--容器与包装--金属与玻璃容器
办公地址	上海市闵行区申滨南路 938 号龙湖虹桥天街 G 栋 508 室
实际控制人_属性_持股比例	林武辉,朱秀梅_个人_29.98%
最新年报总营收与扣非净利润 (亿元)	10.13 、 0.94
自由流通市值/总市值 (亿元)	16.48 / 32.92
PE (TTM 扣非) 及历史分位	34.47 (73.91%)
PB (MRQ) 及历史分位	2.03 (20.67%)
PS (TTM) 及历史分位	3.16 (22.15%)
最新一期归母净利润增速	4.72%
WIND 一致预期 2023E EPS 增速	24.00%

资料来源: WIND, 山西证券研究所, 注: 使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

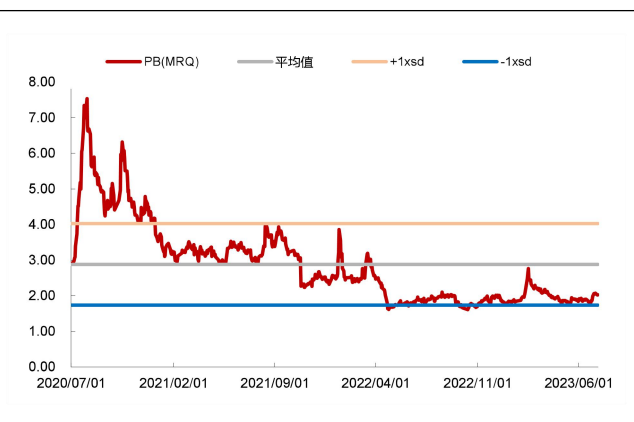
海顺新材主要看点：

- 1) 公司作为药包行业龙头，伴生于医药行业成长，长期受益于我国人口老龄化、发病率提升、健康管理需求增长等大趋势。
- 2) 随着药品包装纳入药品一致性评价，市场对药包密封性、高阻隔性要求提高，部分实力较弱的中小企业或被淘汰出市场，行业竞争环境改善。
- 3) 受益于大宗商品，尤其铝价格下行，公司原材料成本有望持续降低，毛利率、ROE 得以提升。
- 4) 本次可转债铝塑膜项目，主要应用于锂电池铝塑膜包装。公司正在积极拓展 3C、新能源车电池业务，第二增长曲线可期。

Q123 归母扣非净利润同比+8.18%。WIND 一致预期 2023 年净利润 1.28 亿元，同比增长 24.4%，2024、25 年增速保持 25%左右。

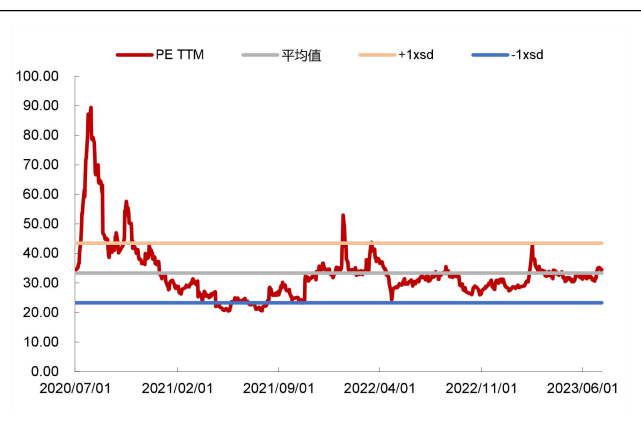
风险提示：新能源、新消费等新业务拓展不及预期；原材料价格再度大幅上涨；药品行业监管政策趋严等。

图 24：海顺新材最近 3 年 PB (MRQ)



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 25：海顺新材最近 3 年 PE TTM



资料来源：WIND，山西证券研究所

1.3. 瑞科转债：PI 膜国产替代，释放增长潜力

瑞科转债 A+级，最新收盘价 118.70 元，剩余期限 5.11 年，债券余额 4.30 亿元，转股溢价率 46.37%、YTM -0.71%。

表 8：瑞科转债基本信息

项目	内容
转债代码	118018.SH
转债名称	瑞科转债
正股名称（代码）	瑞华泰(688323.SH)
债券评级	A+
余券规模/发行规模（亿元）	4.30 / 4.30
剩余期限/总期限（年）	5.11 / 6.00
票面利率	0.20%, 0.40%, 0.60%, 1.50%, 1.80%, 2.00%
转股价格/正股收盘价	30.91 元 / 24.57 元
转股期	2023-02-24 至 2028-08-17
下修条款	存续期间, 15/30, 85%
赎回条款	到期赎回: 110 元
	提前赎回: 转股期内, 15/30, 130% (含); 未转股余额不足 3000 万元 (含)
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，注：使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

表 9：瑞科转债关键指标

市价	118.70
底价（纯债价值）	76.64
平价（转股价值）	79.49
到期赎回价	110.00
转股溢价率	46.37%
纯债溢价率	54.89%
纯债 YTM	-0.71%
平价底价溢价率	3.59%
转债类型	平衡型

资料来源：WIND，山西证券研究所，注：使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

表 10：瑞华泰基本信息

项目	内容
证券代码	688323.SH
证券名称	瑞华泰
所属 WIND 行业	材料--材料 II --化工--基础化工
办公地址	广东省深圳市宝安区松岗街道办华美工业园
第一大股东_属性_持股比例	航科新世纪科技发展(深圳)有限公司_国资_23.38%
最新年报总营收与扣非净利润（亿元）	3.02 、 0.29
自由流通市值/总市值（亿元）	23.45 / 45.11
PE（TTM 扣非）及历史分位	495.09 (99.81%)

项目	内容
PB (MRQ) 及历史分位	5.01 (47.19%)
PS (TTM) 及历史分位	16.98 (79.59%)
最新一期归母净利润增速	-161.91%
WIND 一致预期 2023E EPS 增速	102.00%

资料来源：WIND，山西证券研究所，注：使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

瑞华泰主要看点：

- 1、公司成立以来专注于高性能 PI 膜研发，掌握配方、工艺、装备等核心技术，多款产品填补国内空白，长期受益于国产替代大趋势。
- 2、可转债募资投向——嘉兴高性能聚酰亚胺薄膜项目，6 条产线、1600 吨/年产能预计于 2023 年下半年陆续投产，产能提升带来业绩增量。
- 3、公司产品应用于消费电子、5G 通信、汽车电子等领域，随着下游需求修复，终端出货量整体向好，业绩有望持续改善。

风险提示：转债转股溢价率偏高；经济复苏不及预期，消费电子市场持续低迷；新建产能投产进度不及预期；新产品新领域拓展不及预期风险。

图 26：瑞华泰最近 3 年 PB (MRQ)



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 27：瑞华泰最近 3 年 PS TTM



资料来源：WIND，山西证券研究所

2. 转债估值合理 + 风口/概念

3.1. 临期债：长久转债

长久转债 AA 级，最新收盘价 125.70 元，剩余期限 1.36 年，债券余额 6.96 亿元，转股溢价率 25.59%、YTM -5.44%。

表 11：长久转债基本信息

项目	内容
转债代码	113519.SH
转债名称	长久转债
正股名称（代码）	长久物流(603569.SH)
债券评级	AA
余券规模/发行规模（亿元）	6.96 / 7.00
剩余期限/总期限（年）	2.33 / 6.00
票面利率	0.50%、0.80%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%
转股价格/正股收盘价	11.04 元/ 11.05 元
转股期	2019-05-13 至 2024-11-06
下修条款	存续期间，15/30，80%
赎回条款	到期赎回：115 元
	提前赎回：转股期内，15/30，130%（含）；未转股余额不足 3000 万元（含）
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，注：使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

表 12：长久转债关键指标

市价	125.70
底价（纯债价值）	112.57
平价（转股价值）	100.09
到期赎回价	115.00
转股溢价率	25.59%
纯债溢价率	11.67%
纯债 YTM	-5.44%
平价底价溢价率	-12.46%
转债类型	平衡型

资料来源：WIND，山西证券研究所，注：使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

表 13：长久物流基本信息

项目	内容
证券代码	603569.SH
证券名称	长久物流
所属 WIND 行业	工业--运输--航空货运与物流 III --航空货运与物流
办公地址	北京市朝阳区石各庄路 99 号长久物流
实控人_属性_持股比例	薄世久,李桂屏_个人_71.64%
最新年报总营收与扣非净利润(亿元)	39.58 、 -0.05
自由流通市值/总市值(亿元)	15.86 / 58.22
PE (TTM 扣非) 及历史分位	670.92 (91.71%)
PB (MRQ) 及历史分位	2.66 (71.7%)
PS (TTM) 及历史分位	1.49 (93.6%)
最新一期归母净利润增速	3220.26%
WIND 一致预期 2023E EPS 增速	972%

资料来源：WIND，山西证券研究所，注：使用 2023 年 7 月 11 日收盘价

长久物流主要看点：

1) 汽车出口运力充足：2023 年 1-5 月汽车出口额同比+124%，成 2023 年经济为数不多的亮点，国际货运是公司重要业务。

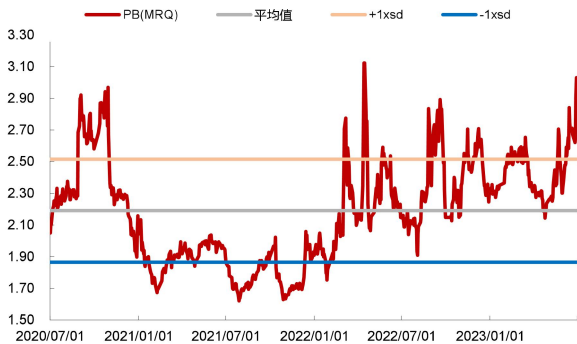
2) 新能源电池回收再利用进入回报期：2022 年成立新能源事业部，2023 年废旧电池递次运用业务预期新增收入 5 亿元（毛利率 30%），对比 2022 年仅实现收入 1100 万元。

3) 毛利率回升推动业绩高增长：疫情影响，2022 年运输业务受限，整体毛利率降至 7%。2023 年，保守估计可望回升至 10%以上，驱动业绩高增长。

汽车出口、新能源业务、主业恢复三重共振下，Q123 归母扣非净利润同比+347%。WIND 一致预期 2023 年净利润 1.93 亿元，同比增长 972%，2024、25 年增速均超 30%。

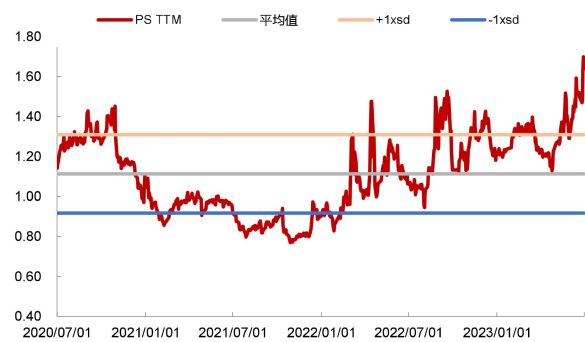
风险提示：正股估值偏高；国际形势突变，汽车出口业务不及预期；新能源业务拓展不顺，业绩贡献低于预期；行业监管转向，影响国内汽车运输业务等。

图 28：长久物流最近 3 年 PB（MRQ）



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 29：长久物流最近 3 年 PS TTM



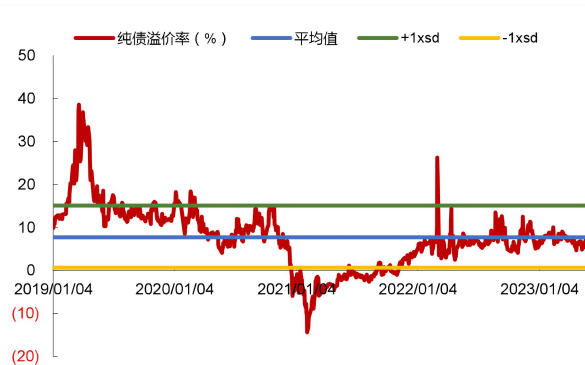
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 30：长久转债上市以来转股溢价率



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 31：长久转债上市以来纯债溢价率



资料来源：WIND，山西证券研究所

3.2. 受益于美国房地产持续回暖：松霖转债

松霖转债 AA 级，最新收盘价 119.88 元，剩余期限 5.03 年，债券余额 6.10 亿元，转股溢价率 31.08%、YTM -0.47%。

表 14：松霖转债基本信息

项目	内容
转债代码	113651.SH
转债名称	松霖转债
正股名称（代码）	松霖科技(603992.SH)
债券评级	AA
余券规模/发行规模（亿元）	6.10 / 6.10

项目	内容
剩余期限/总期限（年）	5.03 / 6.00
票面利率	0.30%,0.60%,1.00%,1.50%,1.80%,2.00%
转股价格/正股收盘价	16.38 元/ 14.98 元
转股期	2023-01-30 至 2028-07-19
下修条款	存续期间, 15/30, 85%
赎回条款	到期赎回: 112 元
	提前赎回: 转股期内, 15/30, 130% (含); 未转股余额不足 3000 万元 (含)
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, 注: 使用 2023 年 7 月 12 日收盘价

表 15: 松霖转债关键指标

市价	119.88
底价 (纯债价值)	97.79
平价 (转股价值)	91.45
到期赎回价	112.00
转股溢价率	31.08%
纯债溢价率	22.58%
纯债 YTM	-0.47%
平价底价溢价率	-6.93%
转债类型	平衡型

资料来源: WIND, 山西证券研究所, 注: 使用 2023 年 7 月 12 日收盘价

表 16: 松霖物流基本信息

项目	内容
证券代码	603992.SH
证券名称	松霖科技
所属 WIND 行业	工业--资本货物--建筑产品 III--建筑产品
办公地址	福建省厦门市海沧区阳光西路 298 号
实控人_属性_持股比例	吴文利,周华松_个人_31.11%
最新年报总营收与扣非净利润 (亿元)	31.81、2.88
自由流通市值/总市值 (亿元)	6.71 / 60.07
PE (TTM 扣非) 及历史分位	22.84 (47.55%)
PB (MRQ) 及历史分位	2.75 (24.76%)
PS (TTM) 及历史分位	2.01 (22.31%)
最新一期归母净利润增速	-39.89%
WIND 一致预期 2023E EPS 增速	33.89%

资料来源: WIND, 山西证券研究所, 注: 使用 2023 年 7 月 12 日收盘价

松霖科技主要看点：

- 1、美国今年以来住宅地产市场明显回暖，新屋开工、销售和建造增速触底上升，房价环比正增长。供给不足及居民较强的购房意愿驱动美国地产市场持续修复。松霖科技近 70%收入源自厨卫产品出口，主要面向欧美市场。公司美国订单 3 月有好转迹象，作为地产后周期业务，市场火爆叠加客户低库存，公司海外订单有望持续向好。
- 2、公司重视研发与设计，客户粘性强，与代工厂不同。依托较强的 IDM 体系，美容健康产品已为公司开拓了第二增长曲线，营收增速较快，2022 年业绩增速 20%+；智能运动产品市场也在不断扩展中。
- 3、PE、PB 估值均处最新三年合理区间下限。

风险提示：贸易摩擦及汇率波动；美国房地产复苏低于预期；原材料价格波动；市场需求低于预计；房地产调控等风险。

图 32：松霖科技最近 3 年 PE TTM



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 33：松霖科技最近 3 年 PB (MRQ)



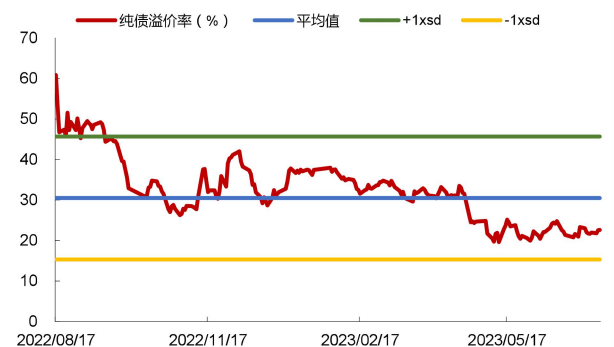
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 34：松霖转债上市以来转股溢价率



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 35：松霖转债上市以来纯债溢价率



资料来源：WIND，山西证券研究所

3. 被错杀的低评级类个券：广汇转债

上半年，退市担忧下，低信用评级类个券普遍出现较大跌副，后虽有所修复，但仍处相对低位。我们认为寻找被错杀的低评级类个券，或为下半年一大投资主线。沿着这一主线，我们建议关注的标的是广汇转债。广汇转债 AA+级，最新收盘价 91.30 元，剩余期限 3.10 年，债券余额 33.66 亿元，纯债溢价率-12.40%、YTM 7.54%。广汇转债是目前转债市场中未暴露信用风险的，纯债溢价率最低的个券、YTM 最高的之一。

表 17：广汇转债基本信息

项目	内容
转债代码	110072.SH
转债名称	广汇转债
正股名称（代码）	广汇汽车(600297.SH)
债券评级	AA+
余券规模/发行规模（亿元）	33.66 / 33.7
剩余期限/总期限（年）	3.10 / 6.00
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.50%,2.00%,3.00%
转股价格/正股收盘价	4.03 元/ 2.09 元
转股期	2021-02-24 至 2026-08-17
下修条款	存续期间，15/30，90%
赎回条款	到期赎回：110 元 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含）；未转股余额不足 3000 万元（含）
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，注：使用 2023 年 7 月 12 日收盘价

表 18：广汇转债关键指标

市价	91.30
底价（纯债价值）	104.23
平价（转股价值）	51.86
到期赎回价	110.00
转股溢价率	76.06%
纯债溢价率	-12.40%
纯债 YTM	7.54%
平价底价溢价率	-100.98%
转债类型	偏债型

资料来源：WIND，山西证券研究所，注：使用 2023 年 7 月 12 日收盘价

表 19：广汇汽车基本信息

项目	内容
证券代码	600297.SH
证券名称	广汇汽车
所属 WIND 行业	可选消费--零售业--专营零售--汽车零售
办公地址	上海市闵行区虹莘路 3998 号
实控人_属性_持股比例	孙广信_个人_31.14%
最新年报总营收与扣非净利润（亿元）	1335.44 、 -29.63
自由流通市值/总市值（亿元）	82.83 / 169.53
PE（TTM 扣非）及历史分位	-5.42 (0%)
PB（MRQ）及历史分位	0.44 (12.8%)
PS（TTM）及历史分位	0.13 (25.84%)
最新一期归母净利润增速	-20.52%
WIND 一致预期 2023E EPS 增速	184.70%

资料来源：WIND，山西证券研究所，注：使用 2023 年 7 月 12 日收盘价

我们认为广汇汽车信用风险暴露的可能性不大：

1、2022 年以来，广汇汽车有息负债总额也由 21 年末的 581 亿降至 22 年末 530 亿，压降超 50 亿元。资产负债率由 2021、22 年末的 66.79%、65.10%降至 Q123 的 63.95%。

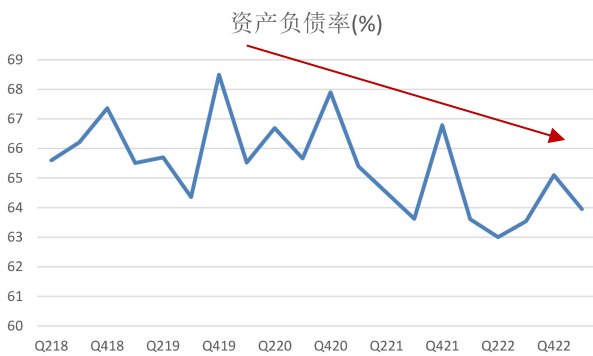
广汇汽车 2023、24 年到期债务共三笔，合计 32.45 亿元，其中 23 年仅 11 月一笔 6 亿元，偿债压力不大。

表 20：广汇汽车发行债券明细

序号	证券代码	证券简称	证券类别	加权剩余期限	剩余期限	币种	到期日	当前余额（RMB 亿元）
1	83FB.SG	广汇汽车永续债	海外债	4.3973	56.0247+3+N	USD	2027/10/30	18.53
2	110072.SH	广汇转债	可转债	3.1973	3.1973	CNY	2026/8/18	33.66
3	175922.SH	21 汽车 01	一般公司债	0.8110	0.8110	CNY	2024/3/30	10.00
4	EJSB.SG	广汇汽车	海外债	0.6466	0.6466	USD	2024/1/30	16.45
5	163663.SH	20 汽车 01	一般公司债	0.4685	0.4712	CNY	2023/11/26	6.00

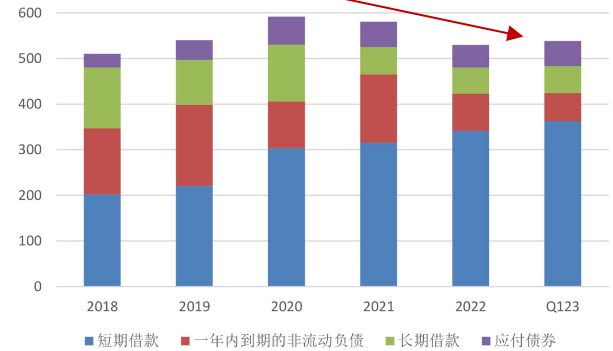
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 36: 广汇汽车资产负债率



资料来源: WIND, 山西证券研究所

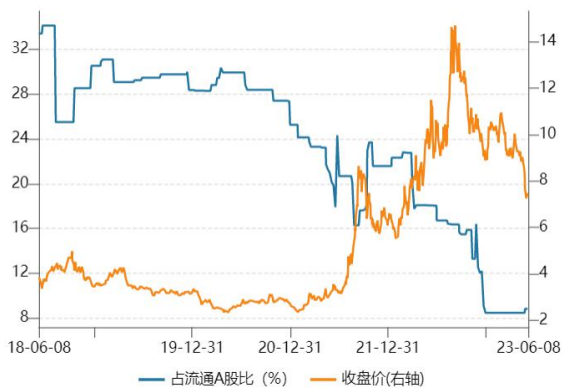
图 37: 广汇汽车有息负债总额



资料来源: WIND, 山西证券研究所

2、大股东新疆广汇集团，2022 年受益于煤炭价格上涨，旗下主要资产广汇能源获利颇丰。现金流改善下，主动归还有息负债、解押出质股票、提高分红率。

图 38: 广汇能源股东质押比例变化趋势



资料来源: WIND, 山西证券研究所

图 39: 广汇汽车股东质押比例变化趋势



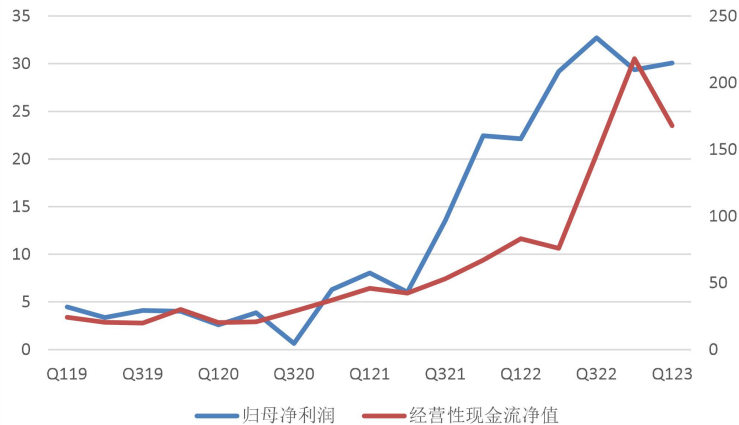
资料来源: WIND, 山西证券研究所

图 40: 广汇物流股东质押比例变化趋势



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 41：广汇能源单季度净利润与经营性现金流净值变化趋势（亿元）



资料来源：WIND，山西证券研究所

3、恒大汽车质押的 30.99%广汇集团股权被拍卖，引发市场担忧。对此我们认为：

- 1) 恒大汽车所持为广汇集团股权，非上市公司股权。
- 2) 恒大汽车为广汇集团第二大股东，持股比例（含被拍卖）40.96%，vs 广汇集团实控人孙广信持股 50.06%，恒大仅为财务投资。
- 3) 2018 年恒大汽车增资广汇集团，确实基于汽车销售等领域全面战略合作的目的，但广汇仅为恒大巅峰时段并购参股的众多公司之一，恒大退出，对广汇汽车与其他整车厂商合作没有影响。

4、联合资信、东方金诚、YY、民生 CM 等外部评级上调或维持公司信用评级。

图 42：广汇汽车外部评级

卖方评级				AA+	YY	8+ ▲
评级机构	最新	展望	日期		YY等级	日期
联合资信	AA+	稳定	2023-06-21		8+	2023-01-01
东方金诚	AA+	稳定	2023-06-21		8+	2021-04-12
					8	2020-06-10
					7	2019-09-24
					6	2018-05-28

评分	5Y违约率	日期
4+	25.84%	2023-06-30
4	26.49%	2023-05-31
4+	25.07%	2023-04-30
4+	24.75%	2023-03-31
4	26.49%	2023-02-28

资料来源：WIND，山西证券研究所

风险提示：汽车经销行业竞争加剧；汽车消费复苏不及预期；新能源汽车销售网络拓展不及预期；宏观经济下行、行业相关政策变化等风险。

风险提示

- 正股基本面不及预期、市场整体风格转变、行业相关政策变化风险；
- 转债市场监管趋严，系统性风险偏好降低风险；
- 宏观经济不及预期、信用风险暴露超预期；
- 货币政策低于预期，债券市场整体下移，导致市场平均溢价率调整。

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

