

## 永东转债（128014）发行投资分析

不设网下配售，上市仍有一定溢价预期

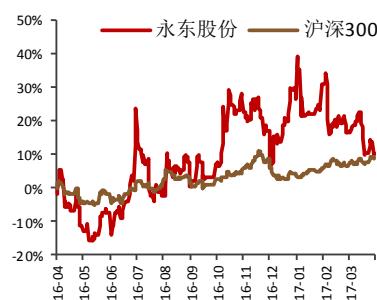
2017年4月14日

### 投资要点：

何肖贞

SAC 执业证书编号：  
S0340512080001  
电话：0769-22119430  
邮箱：hxz@dgzq.com.cn

#### 永东股份近一年市场走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

#### 相关报告

无

- **发行安排。**永东转债（128014）将于2017年4月17日公开发行，优先配售后余额部分采用通过深交所交易系统网上定价发行的方式进行，若有余额则由承销团包销。原每股配售2.2965元可转债的比例，再按100元/张转换成张数，配售代码为“082753”，配售简称为“永东配债”。一般社会公众投资者通过网上申购代码为“072753”，申购名称为“永东发债”。每个账户最小认购单位为10张（1,000元），每10张为一个申购单位，超过10张必须是10张的整数倍，每个账户申购上限是34万张（3,400万元），即本次可转债发行总量的十分之一。
- **条款分析。**发行人为上市公司永东股份（002753），所属行业为化工-橡胶-炭黑，信用等级为AA-，发行规模为3.4亿元，发行期限6年，属小盘转债。流通股稀释率为26.25%，转股对原股份的稀释程度不低。纯债价值为86.17元，面值对应的纯债YTM为2.18%，债底保护中等。向下修正条款的触发价格为27.69元，下修条款触发难度中下。转换价值90.67元在存量转债的中等水平，强赎触发价格为40元，当前强赎条款触发难度于存量转债的中等水平。条件回售价格为“面值+当期应计利息”，条件回售期在最后两年，回售条款没有亮点。
- **发行人基本面分析。**公司主营炭黑等煤焦油加工产品。公司控股股东为刘东良，实际控制人为刘东良和靳彩红夫妻。产品主要包括炭黑产品及煤焦油加工产品两部分，其中炭黑产品为公司的主要产品，业务占比目前为72.03%，公司炭黑产量及在国内市场占有率为3.08%，资产负债率逐年下降，偿债能力较好，综合毛利率高于同行上市公司，ROE高于行业平均值，主营业务收入稳定，正股目前估值不高。
- **定价分析。**理论价值大约在151元附近；预计上市初期转股溢价率水平在18%-30%区间附近，市场定价法预计上市定价在106元-118元左右，价格中枢为112元。
- **申购分析与建议。**原股东每1万元正股市值配售金额约为798.23元，市值配售比例为存量转债的中下水平，配售价值相对而言不太高。估计参加永东转债优先配售的原股东股份比例在15%-30%之间。预计中签率在0.438%-1.214%区间附近。估计永东转债上市估值与骆驼转债相近，上市价格相对面值仍有一定的溢价水平，原股东仍应积极参与优先配售；有资金成本优势的社会公众可适当参与网上申购。

## 目 录

1.条款分析 .....	3
2.发行人基本面分析 .....	6
2. 1 发行人业务介绍 .....	6
2. 2 公司的财务状况与经营业绩 .....	7
2.3 正股估值与二级市场表现 .....	8
2.4 本次转债募资投资项目概况和对公司的影响 .....	8
3.永东转债定价分析 .....	9
3.1 理论价值大约在 151 元附近 .....	9
3.2 上市定价 106 元-118 元左右，价格中枢为 112 元 .....	9
4.申购分析与建议 .....	10
4.1 发行安排 .....	10
4.2 申购分析与建议 .....	10
相关风险提示 .....	12

## 插图目录

图 1：存量转债的流通稀释率比较 .....	4
图 2：存量转债的纯债价值比较 .....	4
图 3：存量转债的转换价值比较 .....	5
图 4：正股上涨至强赎触发价所需的上涨空间 .....	5
图 5：永东股份控股股东股权结构 .....	6
图 6：公司主营构成 .....	6
图 7：近几年收入趋势 .....	7
图 8：近几年盈利趋势 .....	7
图 9：正股永东股份 PE-band .....	8
图 10：正股永东股份近两年二级市场行情 .....	8
图 11：存量可转债每万元市值配售金额比较 .....	11

## 表格目录

表 1：永东转债主要条款内容 .....	3
表 2：存量可转债的条款比较 .....	5
表 3：同行业上市公司估值分析比较 .....	8
表 4：市场定价法下永东转债价格敏感性分析 .....	9
表 5：永东转债发行相关时间安排 .....	10
表 6：申购中签率估算 .....	12

## 1.条款分析

化工--橡胶--炭黑行业的小盘转债，信用等级为 AA-。永东转债（128014）发行人为上市公司永东股份（002753），所属行业为化工--橡胶--炭黑，信用等级为 AA-，发行规模为 3.4 亿元，发行期限 6 年，属小盘转债。发行日期为 2017 年 4 月 17 日，上市日期待定，到期日为 2023 年 4 月 17 日。永东转债的发行条款见表 1。

本次公开发行可转换公司债券计划募集资金扣除发行费用后，将全部投资于“30 万吨/年煤焦油深加工联产 8 万吨/年炭黑项目”。该项目总投资 36,436.51 万元，募集资金拟投入金额 34,000.00 万元。

表 1：永东转债主要条款内容

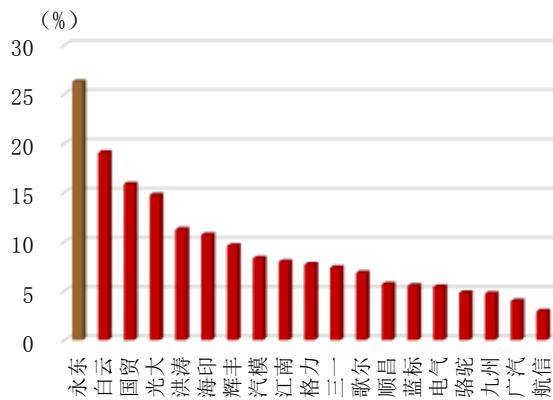
证券简称	永东转债		
上市日期	(待定)	证券代码	128014.SZ
发行期限(年)	6	发行日期	2017-04-17
信用等级	AA-	到期日期	2023-04-17
补偿利率说明	本次发行的可转债到期后 5 个交易日内，公司将按债券面值的 108%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转债。		
票面利率	第一年为 0.5%，第二年为 0.7%，第三年为 1.0%，第四年为 1.5%，第五年为 1.8%，第六年为 2%。		
转股条款	转股价格（元）	30.77	
	转股比例（股/张）	3.25	
	转股起始日	2017-10-23	
	转股终止日	2023-04-16	
向下修正条款主要内容	在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。		
赎回条款主要内容	在本次发行的可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。		
回售条款主要内容	条件回售	(1) 有条件回售条款：本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次。	
	附加回售条件	若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的事宜情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，可转债持有人有一次回售的权利。	

资料来源：永东股份公开发行可转换公司债券募集说明书，wind

流通股稀释率为 26.25%，转股对原股份的稀释程度不低。本次发行的永东转债规模为 3.4 亿，若未来按照 30.77 元的初始转股价进行转股，转股稀释率为 12.04%，流通股稀释率均为 26.25%，在存量转债的最高水平（见图 1）。若未来可转债实现全部转股，则对原股份的稀释程度较不低。

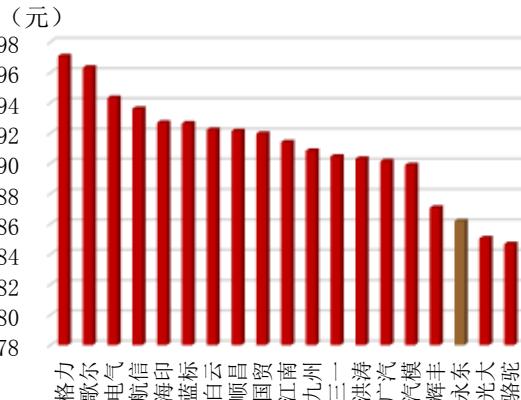
纯债价值为 86.17 元，面值对应的纯债 YTM 为 2.18%，债底保护中等。从纯债价值角度来看，以 4 月 13 日同期限同等级中债企业债到期收益率 6.64% 为折算率，永东转债的纯债价值为 86.17 元，在目前存量转债的低水平（见图 2）。面值对应的纯债到期收益率（YTM）为 2.18%，存量转债的最高水平。永东转债发行的债底保护中等，但稍胜于刚刚发行的光大转债和骆驼转债。

图1：存量转债的流通稀释率比较



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图2：存量转债的纯债价值比较



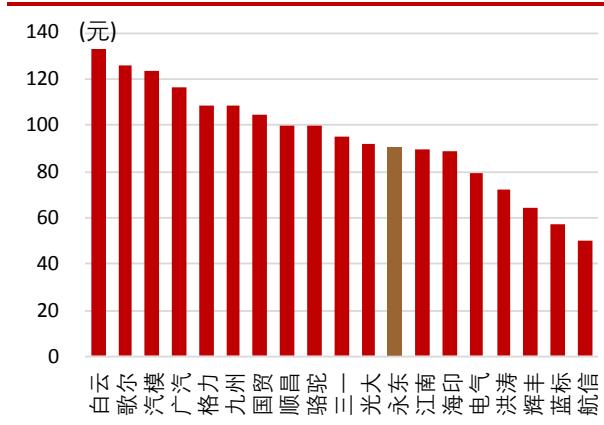
数据来源：wind，东莞证券研究所

向下修正条款的触发价格为 27.69 元，下修条款触发难度中下。目前，可转债修正条款的价格条件有 80%、85%、90% 等三个档次（触发难度从高到低排列），时间条件分为 20/20、20/30、10/20、15/30、10/30 等五个档次（触发难度从高到低排列）。永东转债向下修正条款“10/20,90%”，触发难度为存量转债的中下水平。初始转股价为 30.77 元，对应的向下修正条款的触发价格为 27.69 元。发行人在条件回售期未到的前提下，一般不会执行这个权。

转换价值 90.67 元在存量转债的中等水平，强赎触发价格为 40 元，当前强赎条款触发难度于存量转债的中等水平。108 元的到期赎回价在存量转债的最高档水平上，“面值+当期应计利息”的强制赎回价在最低水平（目前大多转债是这个数值）。与近年发行的可转债对比，“15/30,130%”的强赎条款的触发难度在偏低档次（目前可转债的赎回条主要为“15/30,130%”和“20/30,130%”两个级别）。初始转股价 30.77 元较 4 月 12 日（发行公告日前）正股收盘价 28.77 元溢价 6.95%，为存量转债同一时间口径的中上（该溢价指标反映转债当前触发强赎条款的难度高低，数值越大，触发难度越大）。以 4 月 13 日收盘价计算的转换价值为 90.67 元，在存量转债的中等水平（见图 3）（存量转债的平均值为 94.86 元，中位值为 97.27 元）。强赎条款的触发价为 40 元，报告日前的强赎触发价格距离为 41.37%，在存量转债的中等水平（见图 4）与，存量转债对比，强赎条款触

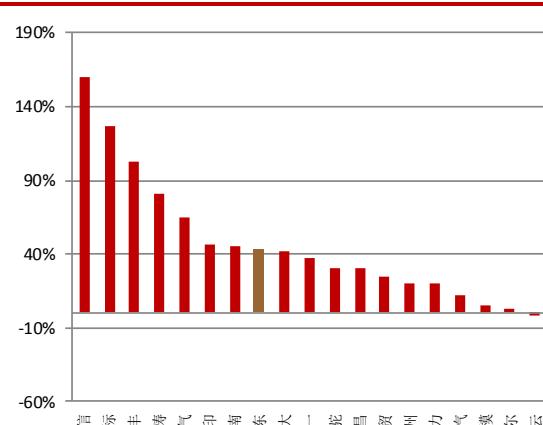
发的难度中等。

图3：存量转债的转换价值比较



数据来源：Wind, 东莞证券研究所

图4：正股上涨至强赎触发价所需的上涨空间



数据来源：wind, 东莞证券研究所

条件回售价格为“面值+当期应计利息”，条件回售期在最后两年，回售条款没有亮点。

“最后两年，30/30, 70%”的条件回售条款与其它转债无差异，条件回售价格为“面值+当期应计利息”。条件回售条款的触发价为 21.54 元。条件回售条款对发行人保护程度较高，回售条款没有亮点。

表 2：存量可转债的条款比较

债券代码	债券名称	修正触发条件	有条件赎回条款		有条件回售条款	
			触发条件	赎回价(元)	触发条件	回售价(元)
128014.sz	永东转债	10/20,90	15/30,130	(面值+当期利息)	30/30,70	(面值+当期利息)
113012.sh	骆驼转债	15/30,80	15/30,130	(面值+当期利息)	30/30,70	(面值+当期利息)
113011	光大转债	15/30,80%	15/30,130%	(面值+当期利息)	无	无
127003.sz	海印转债	15/30,90%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	(面值+当期利息)
128012	辉丰转债	20/30,90%	15/30,130%	103	30/30,70%	103
113010	江南转债	10/20,85%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,80%	103
128011	汽模转债	15/30,90%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	(面值+当期利息)
110035	白云转债	10/20,90%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	103
113009	广汽转债	15/30,90%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	(面值+当期利息)
128010	顺昌转债	20/30,85%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	(面值+当期利息)
110034	九州转债	10/20,85%	20/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	103
110033	国贸转债	15/30,90%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	(面值+当期利息)
110032	三一转债	10/20,90%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	103
123001	蓝标转债	10/20,85%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	(面值+当期利息)
110031	航信转债	10/20,90%	20/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	(面值+当期利息)
113008	电气转债	10/20,85%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	103
110030	格力转债	10/20,90%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	103
128009	歌尔转债	15/30,90%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	(面值+当期利息)
128013	洪涛转债	15/30,80%	15/30,130%	(面值+当期利息)	30/30,70%	(面值+当期利息)

资料来源：Wind, 东莞证券研究所

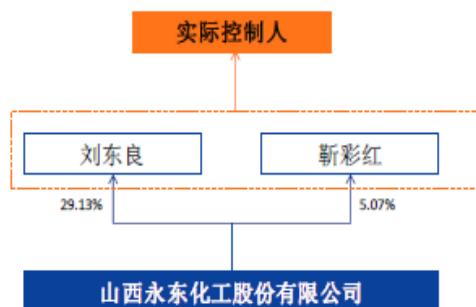
## 2. 发行人基本面分析

### 2.1 发行人业务介绍

公司主营炭黑等煤焦油加工产品。公司是一家对煤焦油资源深入研发及应用的高新技术企业，致力于煤焦油精细加工、高品质炭黑产品的研发和生产，以特有的产业链条结构实现资源的综合利用，并通过炭黑尾气发电、循环水利用系统的有机结合形成可持续循环的产业模式，是利用循环经济方式制造、销售炭黑和煤化工产品的中大型化工环保民营企业。公司的主要产品炭黑生产规模已跃入全国同行业前 10 强，高分散性低电阻率导电炭黑的生产减缓了国内企业对同类产品的进口依赖。公司主要产品为炭黑及工业萘、轻油、洗油、改质沥青等煤焦油加工产品，主要应用于橡胶制品、电缆屏蔽材料、建筑材料等多个领域。

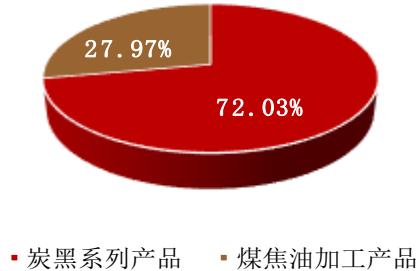
**控股股东和实际控制人情况。**公司控股股东为刘东良，实际控制人为刘东良和靳彩红。刘东良和靳彩红为夫妻关系。刘东良和靳彩红共同持有公司股份 5,062.50 万股，占公司总股本的 34.20%。刘东良现任永东股份董事长，靳彩红现任永东股份董事（见图 5）。

图5：永东股份控股股权结构



数据来源：永东股份公开发行可转换公司债券募集说明书

图6：公司主营构成



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**主要产品介绍。**公司的产品主要包括炭黑产品及煤焦油加工产品两部分，其中炭黑产品为公司的主要产品，业务占比目前为 72.03%（见图 6）。炭黑产品主要包括系列橡胶用炭黑、YD 系列导电炭黑及色素炭黑。煤焦油加工产品主要包括改质沥青、工业萘、轻油、洗油等产品。炭黑是碳元素的一种，以纳米级粒径、无定形碳形式存在，是有机物在空气不足的条件下经不完全燃烧或热分解而得的产物，对汽车产业、新能源产业以及提高民用生活质量等方面具有非常重要的意义。煤焦油加工产品是冶金、化工、医药、橡胶、轻纺、建材及交通等行业的重要基础材料，煤焦油加工产品有着广阔的市场发展前景。

**在行业中的竞争地位：**炭黑产量及在国内市场占有率为 3.08%。根据炭黑分会 2015 年对会员企业按照产量的统计，黑猫股份与龙星化工分别位于行业的第一位和第三位，永东股份位于炭黑企业的第六位，在产量规模上公司同行业可比公司存在一定差距。炭黑产量及在国内市场占有率为 3.08%。尽管公司距离行业龙头企业还有一定的差距，但公

公司在最近几年内行业中的排名稳步提高，逐步缩小了与行业龙头企业黑猫股份的差距。公司于 2015 年 5 月在深交所上市，借助资本市场的力量实现了产能的进一步扩大，2015 年公司年产炭黑已经达到 15.43 万吨，较 2014 年的 14.34 万吨增长 7.60%。未来公司将通过一系列措施继续扩大主营业务规模、提升市场占有率；并积极发挥循环经济产业结构优势，逐步向煤焦油精细加工产品、高品质炭黑等具有高技术含量的领域拓展。

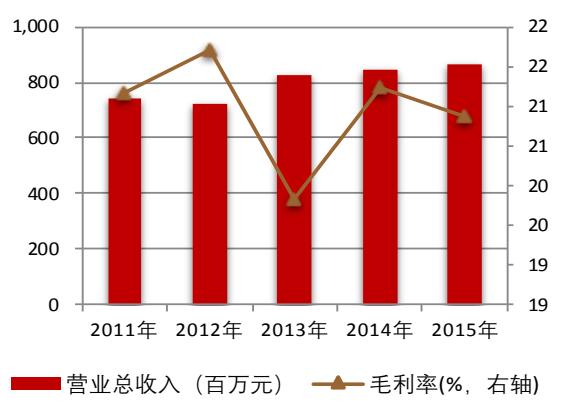
## 2.2 公司的财务状况与经营业绩

**资产负债率逐年下降，偿债能力较好。**近三年及一期末，公司资产负债率分别为 39.10%、37.63%、14.01% 和 11.66%；流动负债占负债总额的比例分别为 59.82%、62.50%、89.11% 及 87.36%。公司流动比率、速动比率均高于同行业上市公司，公司短期偿债能力较好。息税折旧摊销前利润高于同期支付的借款利息，公司的利息支付能力较强，可以足额偿还借款利息。此外，公司不存在对正常生产经营活动有重大影响的或有负债。应收账款周转率、存货周转率及总资产周转率相对稳定。

**综合毛利率高于同行上市公司，ROE 高于行业平均值。**2013 年至 2015 年主营业务产品综合毛利率分别为 19.83%、21.23%、20.87%。公司综合毛利率高于同行业上市公司，主要是由于公司导电炭黑毛利率较高，提升了公司综合毛利率水平，并通过对煤焦油的深加工，提取高附加值的化工产品，增强了公司的综合盈利能力；同时，公司地处山西焦煤产区附近，降低了原材料和燃料成本支出，人工成本等支出也低于同行业上市公司水平，降低了公司的生产成本。2013 年至 2015 年，公司的净资产收益率分别为 11.82%、12.42% 和 7.43%，高于行业平均值。

**主营业务收入稳定。**炭黑产品销售收入占主营业务收入的比例超过 65%，为公司的主导产品，是公司主要的收入来源。近三年，公司营业收入分别为 82,396.30 万元、84,835.69 万元和 86,534.41 万元，2015 年、2014 年营业收入较上年分别上升了 2.00% 和 2.96%。近三年，公司营业收入呈增长趋势，主要得益于公司煤焦油加工产品销售收入增加。2014 年至 2016 年实现归属母公司股东的净利润分别为 5,961.12 万元、7,920.90 万元和 5,253.04 万元（业绩预告）；EPS（稀释）分别为 0.81 元、0.59 元、0.54 元（业绩预告）。

图7：近几年收入趋势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图8：近几年盈利趋势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 2.3 正股估值与二级市场表现

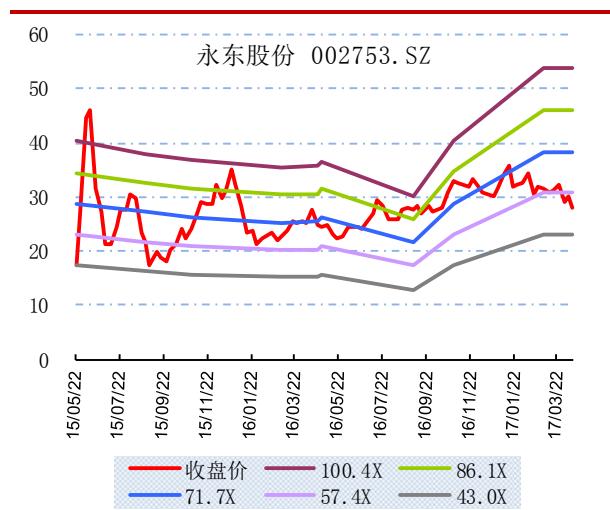
**正股永东股份估值及近来行情走势。**公司于 2015 年 5 月上市，近一年多以来，正股价波动率大于所在行业指数，也大于大盘，最近走势偏弱，目前估值不高。（见表 3、图 9、图 10）。

表 3：同行业上市公司估值分析比较

排名	代码	证券简称	最新收盘价(元)	总市值(亿元)	总收入(亿元)	净利润(亿元)	ROE(%)
4	002753.SZ	永东股份	27.90	41.306	8.628	0.525	7.69
		中位值	11.23	53.497	12.969	0.347	4.35
		平均值	14.72	53.587	20.052	0.307	2.46
1	002442.SZ	龙星化工	13.76	66.048	17.311	-	-7.52
2	300108.SZ	双龙股份	8.70	55.333	6.724	1.356	8.65
3	002068.SZ	黑猫股份	8.51	51.661	47.545	0.169	1.02

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图9：正股永东股份PE-band



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图10：正股永东股份近两年二级市场行情



数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 2.4 本次转债募资投资项目概况和对公司的影响

本次募集资金投资项目达产后可以新增 30 万吨/年煤焦油深加工能力配套 8 万吨/年炭黑。金投资项目是公司原有业务的扩张，公司通过多年的发展和积累，在原材料采购、生产技术、客户资源、环境保护等方面已形成一定的竞争优势，为本次募集资金投资项目的顺利实施提供了必要条件。项目建成达产后，预计年平均利润总额 4,167.10 万元，投资利润率 10.36%，财务内部收益率 10.91%（税后），项目经济效益良好，不会出现损害投资者利益的情况。

### 3.永东转债定价分析

#### 3.1 理论价值大约在 151 元附近

永东转债发行期限 6 年，初始转股价为 30.77 元，票面利率：第一年为 0.5%，第二年为 0.7%，第三年为 1.0%，第四年为 1.5%，第五年为 1.8%，第六年为 2%。期满后以 108 元的价格赎回。正股永东股份近一年的波动率大约为 41%，报告日前强赎触发价格距离为 43.37%，我们给予中期波动率为 44%。正股永东股份于 4 月 13 日收盘价 27.90 元，以同期限国债收益率 3.21% 作为无风险利率，以同期限同等级中债企业债到期收益率 6.64% 为折算率，根据 B-S 模型测算的理论价值大概为 113 元，根据 Z-L 模型测算的理论价值大概为 151 元。

#### 3.2 上市定价 106 元-118 元左右，价格中枢为 112 元

预计上市初期转股溢价率水平在 18%-30% 区间附近。目前，可转债的估值相对于 2016 年已经有所下降，存量转债的转股溢价率大多具有一定的下降趋势。报告日前，存量转债的转股溢价率介于 -1%-109% 之间，均值 27%，中值 13%。考虑到永东转债目前的强赎触发价格距离为 43.37%，以正股目前情况，我们认为小盘转债永东转债上市初期的转股溢价率将在存量转债的中等水平，比骆驼转债稍高，预计大约在 18%-30% 区间附近。

市场定价法预计上市定价在 106 元-118 元左右，价格中枢为 112 元。截至报告日前，正股永东股份收盘价为 27.90 元，以此计算的转换价值为 90.67 元，在存量转债的中等水平。利用市场定价法，以正股价格和转股溢价率对转债价格作敏感性分析。假设正股股价在 25.11 元-30.69 元之间波动，即 4 月 13 日收盘价的 [-10%，10%] 区间波动，根据 18%-30% 的转股溢价率，则永东转债上市定价在 106 元-118 元之间，价格中枢为 112 元（见表 4）。当然，转债价格的变化会受到正股波动、债券市场和 A 股行情的影响，在永东转债上市前，我们将根据正股的价格而进行修正。

表 4：市场定价法下永东转债价格敏感性分析

(单位：元)

正股价格 (元)	转股溢价率							
	12%	15%	18%	24%	30%	36%	43%	50%
22.32	81.24	83.42	85.60	89.95	94.30	98.92	104.00	109.08
23.72	86.32	88.63	90.94	95.57	100.19	105.10	110.50	115.90
23.72	86.32	88.63	90.94	95.57	100.19	105.10	110.50	115.90
25.11	91.40	93.85	96.29	101.19	106.09	111.29	117.00	122.71
26.51	96.48	99.06	101.64	106.81	111.98	117.47	123.50	129.53
<b>27.90</b>	<b>101.55</b>	<b>104.27</b>	<b>106.99</b>	<b>112.43</b>	<b>117.87</b>	<b>123.65</b>	<b>130.00</b>	<b>136.35</b>
29.30	106.63	109.49	112.34	118.06	123.77	129.84	136.50	143.16
30.69	111.71	114.70	117.69	123.68	129.66	136.02	143.00	149.98
32.09	116.79	119.91	123.04	129.30	135.56	142.20	149.50	156.80
32.09	116.79	119.91	123.04	129.30	135.56	142.20	149.50	156.80
33.48	121.86	125.13	128.39	134.92	141.45	148.38	156.00	163.62

数据来源：东莞证券研究所

## 4.申购分析与建议

### 4.1 发行安排

与本次发行有关的时间安排见表 5。

表 5：永东转债发行相关时间安排

日期	交易日	事项
2017 年 4 月 13 日 周四	T-2 日	刊登募集说明书、发行公告、网上路演公告
2017 年 4 月 14 日 周五	T-1 日	原股东优先配售股权登记日；网上路演
2017 年 4 月 17 日 周一	T 日	刊登发行方案提示性公告；原股东优先配售；网上申购
2017 年 4 月 18 日 周二	T+1 日	申购资金验资
2017 年 4 月 19 日 周三	T+2 日	确定中签率，网上申购配号
2017 年 4 月 20 日 周四	T+3 日	刊登网上中签率公告，根据中签率进行网上申购的摇号抽签，根据中签结果，网上清算交割和债权登记
2017 年 4 月 21 日 周五	T+4 日	刊登网上中签结果公告，投资者根据中签号码确认认购数量，解冻未中签的网上申购资金

资料来源：永东股份公开发行可转换公司债券发行公告

### 申购操作安排

(1) 本次发行的永东转债向发行人原股东优先配售，优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用通过深交所交易系统网上定价发行（以下简称“网上发行”）的方式进行，若有余额则由承销团包销。原股东可优先配售的可转债数量为其在股权登记日收市后登记在册的持有发行人股份数按每股配售 2.2965 元可转债的比例，再按 100 元/张转换成张数。原股东的优先认购通过深交所系统进行，配售代码为“082753”，配售简称为“永东配债”。原股东除可参加优先配售外，还可参加优先配售后余额的申购。

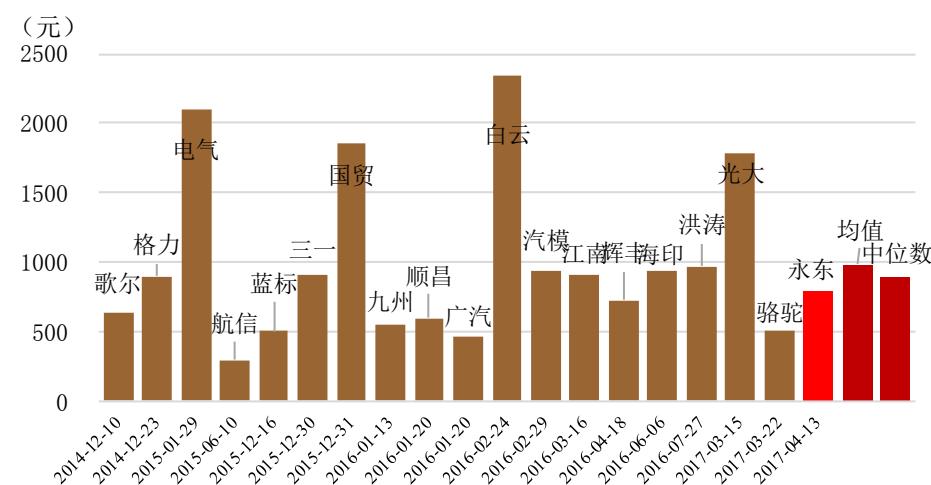
(2) 一般社会公众投资者通过深交所交易系统参加发行人原股东优先配售后余额的申购，本次网上发行数量上限为 340 万张（34,000 万元），申购代码为“072753”，申购名称为“永东发债”。每个账户最小认购单位为 10 张（1,000 元），每 10 张为一个申购单位，超过 10 张必须是 10 张的整数倍，每个账户申购上限是 34 万张（3,400 万元），即本次可转债发行总量的十分之一。

### 4.2 申购分析与建议

原股东每 1 万元正股市值配售金额约为 798.23 元，市值配售比例为存量转债的的中下水平，配售价值相对而言不太高。原股东优先配售按每股配售 2.2965 元面值可转债的比

例计算可配售可转债金额，按 4 月 12 日（发行公告日前）正股永东股份 28.77 元的收盘价计算，1 万元市值的正股大约可获得配售金额 **798.23 元**，远低于刚刚发行的光大转债的 1780.14 元，高于骆驼转债的 505.08 元，为存量转债中按同一时间口径计算的市值配售金额的中下水平，配售价值相对而言不算太大。实际上，存量可转债按同一时间口径上正股收盘价计算，1 万元市值的正股大约可获得配售金额的平均值为 985.78 元，中位数为 900.69 元（见图 11）。说明：市值配售比例水平，反映本次发行可转债若全部实现转股，新增股份占原股份的比较值的大小，即转股稀释水平，市值配售比例越高，转股稀释水平越高。

图11：存量可转债每万元市值配售金额比较



备注：横轴为发行日

数据来源：wind, 东莞证券研究所

估计参加永东转债优先配售的原股东股份比例在 **15%-30%** 之间。近两年以来可转债发行中，原股东参与配售的比例的均值为 44%，中位数为 49%。本次可转债发行金额为 3.4 亿元，规模不大。考虑到十大股东中，只有一位是非关联机构（占股本 12%），其余为个人，另外，参考发行方式相同的、余额仅设网上申购的汽模转债和辉丰转债（均在 2016 年上半年发行）的发行情况，我们估计永东转债原股东参与优先配售的比例在 15%-30% 区间附近。

预计中签率在 **0.438%-1.214%** 区间附近。本次可转债发行实行“优先配售+一般公众网上申购”的方式进行，不设机构网下配售。虽然公司所在行业及公司质地稍弱于刚刚发行的骆驼转债，但考虑到永东转债为小盘转债，弹性较大，加上目前转债市场仍处于“僧多粥少”的局面，估计市场参与永东转债网上申购的热情仍较高，预计永东转债网上申购的名义金额合计约在 240 亿元至 550 亿元区间附近。预计中签率大概在 0.438%-1.214% 区间附近（见表 6），中签率中枢为 0.826%。

**表 6：申购中签率估算**

老股东参与配售比例	名义申购资金(亿元, 网上)						
	340	510	238	391	544	1700	2040
5%	0.950%	0.633%	1.357%	0.826%	0.594%	0.190%	0.158%
7%	0.930%	0.620%	1.329%	0.809%	0.581%	0.186%	0.155%
15%	0.850%	0.567%	1.214%	0.739%	0.531%	0.170%	0.142%
22%	0.780%	0.520%	1.114%	0.678%	0.488%	0.156%	0.130%
30%	0.700%	0.467%	1.000%	0.609%	0.438%	0.140%	0.117%
40%	0.600%	0.400%	0.857%	0.522%	0.375%	0.120%	0.100%
50%	0.500%	0.333%	0.714%	0.435%	0.313%	0.100%	0.083%

数据来源：东莞证券研究所

估计永东转债上市估值与骆驼转债相近，上市价格相对面值仍有一定的溢价水平，原股东仍应积极参与优先配售；有资金成本优势的社会公众可适当参与网上申购。截至报告日前，存量转债价格的均值为 113.40 元，中值为 112.54 元，最小值为 103.00 元，最大值为 132.14 元，存量转债相对于面值，即发行价，仍然有一定的溢价水平。最近可转债发行重启以来，从光大转债和骆驼转债的上市情况来看，市场目前相对有所谨慎，给予新转债上市的溢价程度较低于 2015 年和 2016 年上市的转债。我们认为，永东转债上市估值与骆驼转债相近，应在存量转债的中等位置，建议原股东仍可积极参与优先配售。目前，银行间质押式回购利率 R007 约在 2.82% 附近，拆借利率 SHIBOR1W 约在 2.66% 附近。考虑到目前可转债的申购中签率会远高于新股 IPO，建议如果有资金成本优势，一般社会公众可以适当参与网上申购。

## 相关风险提示

- (1) 经营风险：炭黑行业受经济周期影响、原材料价格波动、公司未来焦炉煤气供应稳定性、安全生产、实际控制人控制、应收账款坏账、存货的跌价、募集资金投资项目、企业税收优惠发生变化等各方面的风险。
- (2) 可转债的相关风险：本息兑付、利率风险、可转债到期不能转股、可转债价格波动、转股摊薄即期回报、股权质押担保等各方面的风险。

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)