

休闲卤食企业，积极参与申购 ——绝味转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**3月6日晚，绝味食品股份有限公司发布公告，将于2019年3月11日发行10亿元可转债。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为87.39元，YTM为2.89%。**绝味转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的113%，按照中债6年期AA级企业债到期收益率5.28%作为贴现率估算，债底价值为87.39元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护性尚可。
- **平价为101.95元，下修条款稍显严苛。**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，初始转股价为40.52元/股，绝味食品3月6日的收盘价为41.31元，对应转债平价为101.95元。绝味转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款稍显严苛。
- **预计绝味转债上市首日价格在110~112元之间。**按3月6日绝味食品的收盘价测算，当前转债平价为101.95元。参照平价可比标的、规模可比标的以及考虑到绝味食品正股基本面较好，在当前市场高涨的情绪下预计转股溢价率在8%~10%左右，对应的上市首日价格在110~112元区间。
- **预计中签率为0.027%~0.032%。**考虑到绝味食品基本面较好，假设网上申购户数为20万，网下参与户数在2,500~3,000之间，平均单户申购金额按上限的75%打新，为6.75亿元。绝味转债的中签率为0.027%~0.032%。
- **考虑到当前转债市场情绪较高，绝味转债平价高于面值，条款设计中中规中矩，建议投资者积极参与申购。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳

分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjq.com.cn

3月6日晚，绝味食品股份有限公司（以下简称“绝味食品”）发布公告，将于2019年3月11日发行10亿元可转债。此次募集资金将用于天津阿正食品有限公司年产37,300吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、江苏阿惠食品有限公司年产30,000吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、武汉阿楚食品有限公司年产6,000吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、山东阿齐食品有限公司30,000吨仓储中心建设项目、海南年产6,000吨卤制肉制品及副产品加工建设项目。以下我们对绝味转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、绝味转债基本要素分析

债底为87.39元，YTM为2.89%。绝味转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的113%（含最后一期年度利息），按照中债6年期AA级企业债到期收益率（2019/3/6）5.28%作为贴现率估算，债底价值为87.39元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护性尚可。

平价为101.95元，下修条款稍显严苛。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，初始转股价为40.52元/股，绝味食品（603517.SH）3月6日的收盘价为41.31元，对应转债平价为101.95元。绝味转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款稍显严苛。

图表 1：绝味转债基本信息梳理

	具体内容
转债名称/代码	绝味转债/113529.SH
发行规模	10亿元
发行方式	原股东优先配售、网下向机构投资者配售和网上向社会公众投资者
票面利率	第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%
到期赎回价格	票面面值的113%（含最后一期年度利息）
存续期	自发行之日起6年
转股期	自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日~转债到期日
主体/债项评级/担保	AA/AA/无
初始转股价格	40.52元/股
募集资金用途	天津阿正食品有限公司年产37,300吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、江苏阿惠食品有限公司年产30,000吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、武汉阿楚食品有限公司年产6,000吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、山东阿齐食品有限公司30,000吨仓储中心建设项目、海南年产6,000吨卤制肉制品及副产品加工建设项目。
下修条款	本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
重要条款	有条件赎回条款
	有条件回售条款
	本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，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。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为6.02%。若按绝味食品（603517.SH）初始转股价40.52元/股进行转股，转债发行对总股本的稀释度和流通盘的稀释度分别为6.02%和15.08%，稀释程度一般。

图表 2：绝味转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
----	-----	--------

日期	交易日	发行事项安排
2019-3-07	T-2	刊登《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-3-08	T-1	网上路演、原股东优先配售股权登记、网下申购日，网下机构投资者在 17:00 前提交《网下申购表》等相关文件，并确保 17:00 前申购保证金到达指定账户
2019-3-11	T	刊登《发行提示性公告》、原股东优先配售（缴付足额资金）、网上申购（无需缴付申购资金）
2019-3-12	T+1	刊登《网上发行中签率及网下发行配售结果公告》、进行网上申购的摇号抽签
2019-3-13	T+2	刊登《网上中签结果公告》、网上中签缴款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的可转债认购资金）、如网下申购保证金小于网下配售金额，不足部分需于当日 17:00 之前足额补足；如网下申购保证金大于网下配售金额，超过部分于当日通知银行退款
2019-3-14	T+3	保荐机构（主承销商）根据网上网下资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-3-15	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计绝味转债上市首日价格在 110~112 元之间。按 3 月 6 日绝味食品的收盘价测算，当前转债平价为 101.95 元。可参照的平价可比标的有无锡转债，其平价为 101.34 元，当前转股溢价率为 10.72%；可参照的规模可比标的是顾家转债，当前转股溢价率为 9.87%。考虑到绝味食品正股基本面较好，在当前市场高涨的情绪下预计转股溢价率在 8%~10% 左右，对应的上市首日价格在 110~112 元区间。

预计配售比例在 40% 左右。绝味食品的第一大股东湖南聚成投资有限公司持有公司总股本的 38.35%，为公司的控股股东，其承诺将参与本次发行的优先配售，认购金额不低于 2.70 亿元，占此次发行总规模的 27%，考虑到正股基本面较好，我们预计股东配售比例在 40% 左右，那么网上网下申购投资者可申请规模为 6 亿元。

预计中签率为 0.027%~0.032%。绝味转债总申购金额为 10 亿元，若配售比例为 40%，那么可供网上网下投资者申购的金额为 6 亿元。考虑到绝味食品基本面较好，假设网上申购户数为 20 万，网下参与户数在 2,500~3,000 之间，平均单户申购金额按上限的 75% 打新，为 6.75 亿元。绝味转债的中签率为 0.027%~0.032%。

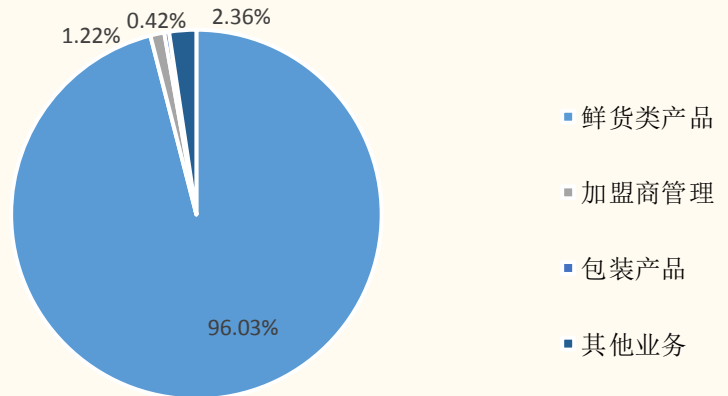
考虑到当前转债市场情绪较高，绝味转债平价高于面值，条款设计中规中矩，建议投资者积极参与申购。

3、正股基本面分析

绝味食品股份有限公司专注于休闲卤制食品的开发、生产和销售，致力于为消费者提供美味、新鲜、优质的快捷消费食品。公司以综合信息系统及供应链整合体系为支持，通过“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化的门店运营管理，着力打造国内现代化休闲卤制食品连锁企业领先品牌。

截至 2017 年末，公司营业收入为 38.50 亿元，同比增长 18%。其中鲜货类产品收入 36.97 亿元，占比 96.03%；加盟商管理收入 0.47 亿元，占比 1.22%；包装产品收入 0.16 亿元，占比 0.42%；其他业务收入 0.91 亿元，占比 2.36%。公司的收入绝大部分由鲜货类产品贡献。

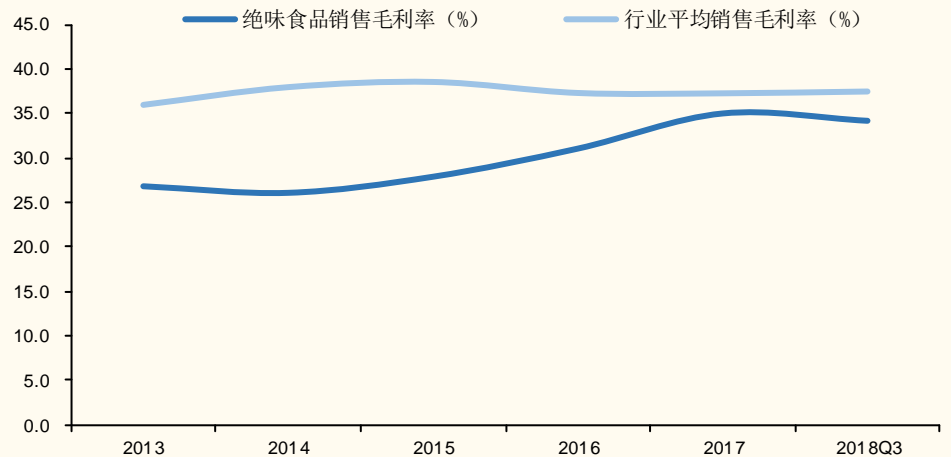
图表 3：各主营业务收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

销售毛利率略有上升，低于行业平均水平。近年，公司销售毛利率有所上升，在 2017 年达到最高水平，为 35.09%。截至 2018Q3，销售毛利率相比 2017 年略有下降，为 34.27%。近年，在行业平均销售毛利率略有下降的情况下，公司销售毛利率有所上升，两者差距在缩小。截至 2018Q3，两者差距为 3.24%。

图表 4：绝味食品及行业销售毛利率

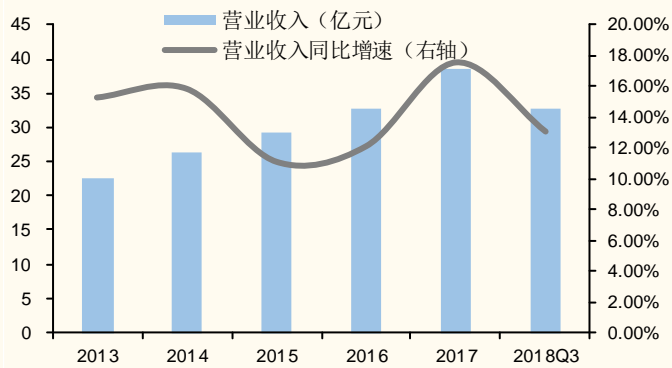


来源：Wind，国金证券研究所

营业收入和净利润增长稳定。近年公司营业收入维持相对稳定的增长。除 2015 和 2016 年略低外，增速基本维持在 15% 左右，其中 2015 和 2016 年增速分别为 11.06% 和 12.08%。截止 2018Q3，公司营业收入为 32.66 亿元，同比增长 13.05%。

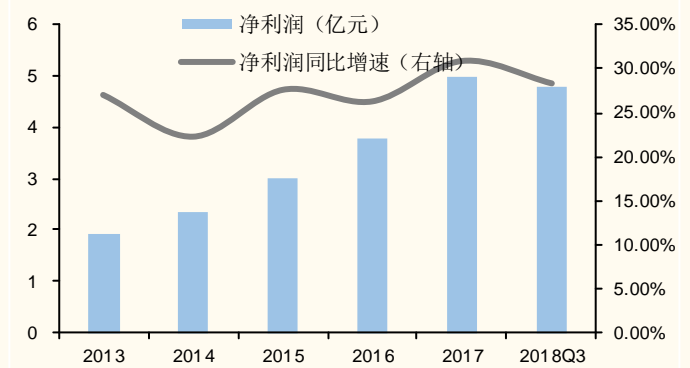
净利润方面，近年公司增速较为稳定，基本维持在 28% 左右。截至 2018Q3，公司净利润为 4.81 亿元，同比增长 28.27%。总体来说，公司盈利状况较好。

图表 5: 绝味食品营业收入及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

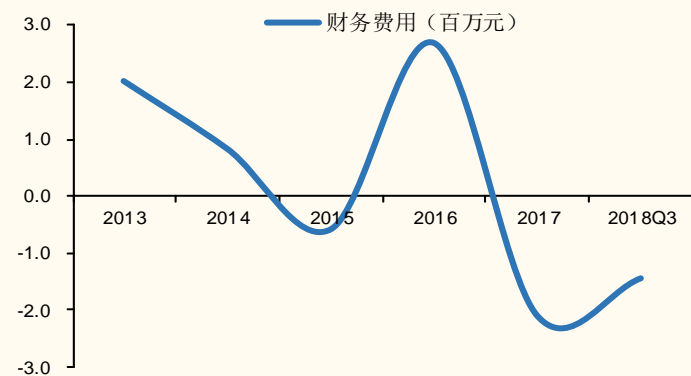
图表 6: 绝味食品净利润及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

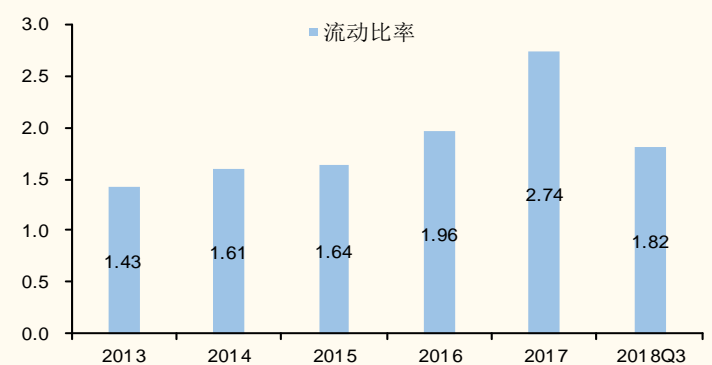
财务压力小, 偿债保障能力一般。近五年公司财务费用较低, 最高的 2016 年也仅为 270 万元, 2015、2017、2018Q3 的财务费用分别为-58 万元、-210 万元和-144 万元。财务压力较小。近年, 公司的流动比率不算高, 偿债保障能力稍显不足, 需要稍加关注。

图表 7: 绝味食品财务费用情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 绝味食品流动比率



来源: Wind, 国金证券研究所

4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH