

## 值得参与的国企医药转债 ——现代转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**3月27日晚，上海现代制药股份有限公司发布公告，将于2019年4月1日发行16.1594亿元可转债。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为87.29元，YTM为1.78%。**现代转债期限为6年，债项评级为AAA，票面面值为100元，票面利率第一年0.2%、第二年0.5%、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106%（含最后一期年度利息），按照中债6年期AAA企业债到期收益率（2019/3/27）4.16%作为贴现率估算，债底价值为87.29元，纯债对应的YTM为1.78%，债底保护性尚可。
- **平价为101.19元，下修条款较难触发。**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10.09元/股，现代制药（600420.SH）3月27日的收盘价为10.21元，对应转债平价为101.19元。现代转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款较难触发。
- **预计现代转债上市首日价格在110~112元之间。**截至3月27日，现代转债平价为101.19元。可参照的平价可比标的为伟明转债，其平价为102.08元，当前的转股溢价率水平为9.94%，可参照的规模可比标的是玲珑转债，当前转股溢价率为13.29%。考虑到现代转债正股整体经营较为稳健，债项评级较高，预计转股溢价率在9%~11%之间，对应的上市首日价格在110~112元区间。
- **预计配售比例在30%左右。**上海医药工业研究院直接持有现代制药22.68%的股份，系发行人控股股东。中国医药集团有限公司直接及间接控制的表决权比例为58.79%，为公司间接控股股东。国务院国资委系公司实际控制人。截至目前没有股东承诺配售，预计配售比例在30%左右，那么网上网下申购投资者可申请的规模为11.3亿左右。
- **预计中签率在0.029%~0.033%。**现代转债总申购金额为16.16亿元，假设配售比例为30%，那么可供投资者申购的金额为11.3亿元，若网上申购户数为65万，网下参与户数为3,500~4,000户，平均单户申购金额按上限的80%打新，预计中签率在0.029%~0.033%之间。
- **考虑到现代制药经营较为稳健，转债债项评级较高，债底保护尚可，且目前平价水平较高，打新值得参与。建议投资者积极参与一级申购，同时关注二级市场窗口机会。**
- **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27日晚，上海现代制药股份有限公司（以下简称“现代制药”）发布公告，将于2019年4月1日发行16.1594亿元可转债，此次募集资金将用于新型制剂产业战略升级项目、国药威奇达资源综合利用项目、威奇达中抗青霉素绿色产业链升级项目和偿还银行借款。以下我们对现代转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

### 1、现代转债基本要素分析

**债底为 87.29 元，YTM 为 1.78%。**现代转债期限为 6 年，债项评级为 AAA，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.2%、第二年 0.5%、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 106%（含最后一期年度利息），按照中债 6 年期 AAA 企业债到期收益率（2019/3/27）4.16%作为贴现率估算，债底价值为 87.29 元，纯债对应的 YTM 为 1.78%，债底保护性尚可。

**平价为 101.19 元，下修条款较难触发。**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 10.09 元/股，现代制药（600420.SH）3月27日的收盘价为 10.21 元，对应转债平价为 101.19 元。现代转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款较难触发。

图表 1：现代转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	现代转债/110057.SH
	发行规模	16.1594 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 0.2%、第二年 0.5%、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 106%（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	AAA/AAA/无
	初始转股价格	10.09 元/股
	募集资金用途	新型制剂产业战略升级项目、国药威奇达资源综合利用项目、威奇达中抗青霉素绿色产业链升级项目和偿还银行借款
重要条款	主承销商	中信证券
	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。
	有条件赎回条款	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。
	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 15.16%。**若按现代制药（600420.SH）初始转股价 10.09 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 15.16%和 27.83%，转债发行对股本具有一定的摊薄压力。

**图表 2：现代转债发行申购日期表**

日期	交易日	发行事项安排
2019-3-28	T-2	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-3-29	T-1	1、网下申购截止日（17:00 前缴纳申购保证金并提交全套申购文件） 2、网上路演 3、原股东优先配售股权登记
2019-4-01	T	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原无限售股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、原有限售股东优先配售认购日（16:00 前提交认购资料并足额缴纳认购资金） 5、网上申购（无需缴付申购资金） 6、确定网上申购中签率
2019-4-02	T+1	1、刊登《网上中签率及网下配售结果公告》 2、网上申购摇号抽签
2019-4-03	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认获配数量并缴款（须确保资金账户在 T+2 日日终有足够的认购资金） 3、网下投资者根据配售金额缴款（如申购保证金低于获配金额）
2019-4-04	T+3	主承销商根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-4-08	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

**预计现代转债上市首日价格在 110~112 元之间。**截至 3 月 27 日，现代转债平价为 101.19 元。可参照的平价可比标的为伟明转债，其平价为 102.08 元，当前的转股溢价率水平为 9.94%，可参照的规模可比标的是玲珑转债，当前转股溢价率为 13.29%。考虑到现代转债正股整体经营较为稳健，债项评级较高，预计转股溢价率在 9%~11%之间，对应的上市首日的价格在 110~112 元区间。

**预计配售比例在 30%左右。**上海医药工业研究院直接持有现代制药 22.68%的股份，系发行人控股股东。中国医药集团有限公司直接及间接控制的表决权比例为 58.79%，为公司间接控股股东，国务院国资委系公司实际控制人。截至目前没有股东承诺配售，预计配售比例在 30%左右，那么网上网下申购投资者可申请的规模为 11.3 亿元左右。

**预计中签率在 0.029%-0.033%。**现代转债总申购金额为 16.16 亿元，假设配售比例为 30%，那么可供投资者申购的金额为 11.3 亿元，若网上申购户数为 65 万，网下参与户数为 3,500~4,000 户，平均单户申购金额按上限的 80%打新，预计中签率在 0.029%-0.033%之间。

**考虑到现代制药经营较为稳健，现代转债债项评级较高，债底保护尚可，且目前平价水平较高，打新值得参与。建议投资者积极参与一级申购，同时关注二级窗口机会。**

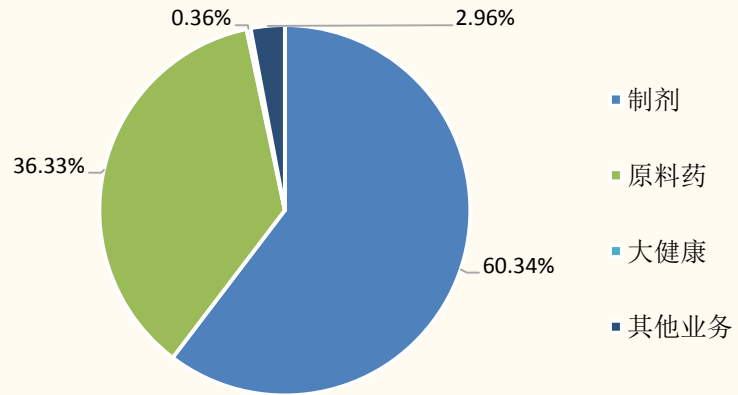
## 3、正股基本面分析

现代制药是一家以原料药和制剂的生产为主业的医药企业。公司产品覆盖原料药和制剂、药物新型制剂和生物药品三大领域，主营产品包括阿奇霉素、硫辛酸等。公司是国内颇具优势的缓释药技术生产厂家，生产的头孢氨苄缓释胶囊的销量占国内同类产品市场份额的一半以上，独家生产的硝苯地平控释片也广泛应用于高血压和心绞痛的治疗中。

**主营结构保持稳定。**公司主要从事医药产品的研发、生产、销售等全产业链业务，并形成了原料药、化学制剂、生化制品等医药工业的全产业链覆盖。2017

年，制药业务收入 51.40 亿元，占比 60.34%；原料药业务收入 30.95 亿元，占比 36.33%；大健康业务收入 0.31 亿元，占比 0.36%；其他业务收入 2.52 亿元，占比 2.96%。

图表 3：现代制药主营业务结构稳定

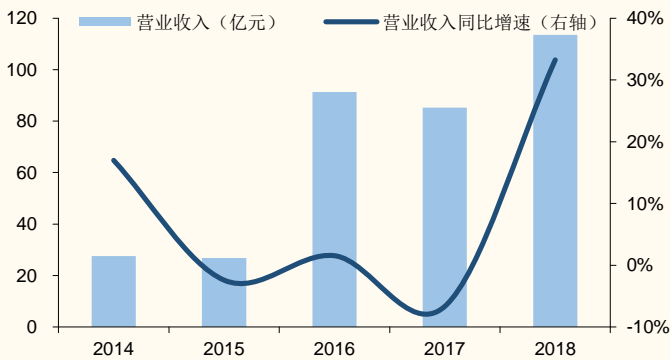


来源：Wind，国金证券研究所

经营业绩较为稳健。公司 2016、2017、2018 年的营业收入分别为 91.26、85.18、113.50 亿元，同比增加 1.54%、-6.66%、33.25%，2018 年增速较高，主要系部分制剂产品量价齐升所致。公司 2016、2017、2018Q3 的净利润分别为 8.54、8.19、8.10 亿元，同比增加-4.07%、-4.15%、20.53%，净利润增速较好。

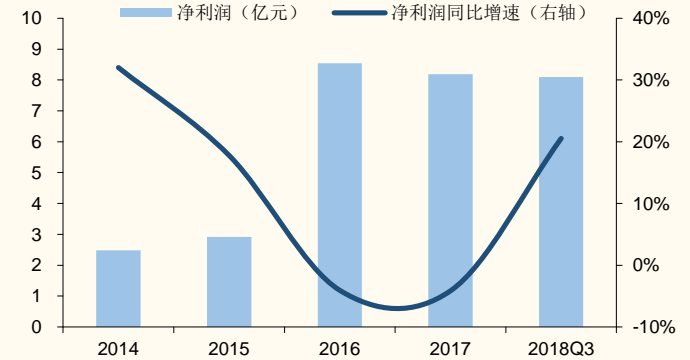
公司毛利率低于同业平均水平。截止 2018Q3，公司毛利率为 49.93%，比同业平均水平低 11.61 个百分点。

图表 4：现代制药营业收入增长较多



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：现代制药净利润稳步提升

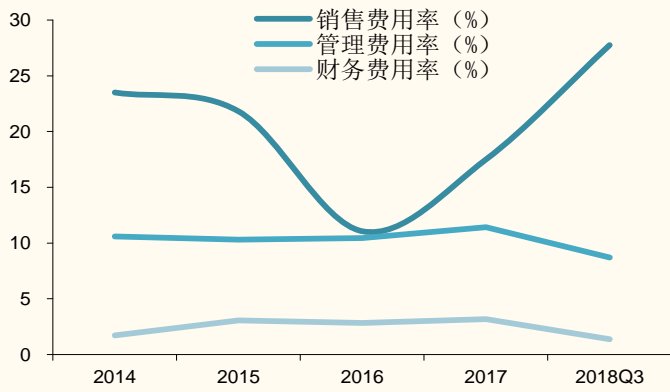


来源：Wind，国金证券研究所

公司 2018Q3 的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 27.75%、8.69%、1.38%。其中，销售费用为 23.54 亿元，同比增加 163.91%，主要系终端市场渠道费用增加所致；管理费用为 4.70 亿元，同比增加 8.46%，主要系公司研发投入增加所致；财务费用为 1.17 亿元，同比减少 42.34%，主要系利息支出下降所致。研发投入方面，公司 2018Q3 共投入 2.67 亿元 (YoY+26.11%) 来推进科研项目研发。

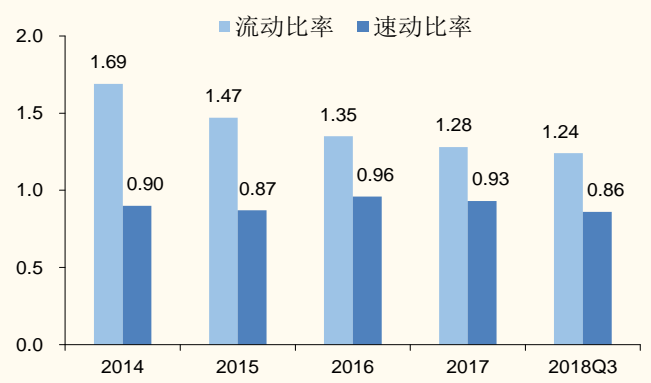
公司 2018Q3 的流动比率和速动比率分别为 1.24 和 0.86，偿债能力有所下降。

图表 6：现代制药销售费用率有所增加



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：现代制药偿债能力有所下降



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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