

很高的到期赎回价 ——亚药转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**3月28日晚，浙江亚太药业股份有限公司发布公告，将于2019年4月2日发行9.65亿元可转债。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为88.63元，YTM为3.15%。**亚药转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.3%、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115%（含最后一期年度利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/3/28）5.29%作为贴现率估算，债底价值88.63元，纯债对应的YTM为3.15%，债底保护性尚可。
- **平价为96.93元，各条款并无独特之处。**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16.30元/股，亚太药业（002370.SZ）3月28日的收盘价为15.80元，对应转债平价为96.93元。亚药转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，各条款并无独特之处。
- **预计亚药转债上市首日价格在104~106元之间。**截至3月28日，亚药转债平价为96.93元。可参照的平价可比标的为蒙电转债，其平价为96.58元，当前的转股溢价率水平为12.88%，可参照的规模可比标的是中来转债，当前转股溢价率为7.03%。考虑到亚药转债债底保护性尚可，各条款中规中矩，预计上市首日转股溢价率在8%~10%之间，则对应的上市首日价格在104~106元区间。
- **预计配售比例在30%左右。**陈尧根直接持有公司5.06%的股份，通过亚太集团及其子公司持有公司27.73%的股份，合计控制公司32.79%的股份，为公司的实际控制人。陈尧根先生承诺合计优先认购不低于1亿元可转债，占发行规模的10.36%，预计配售比例在30%左右。
- **预计中签率为0.030%-0.034%。**亚药转债总申购金额为9.65亿元，假设配售比例为30%，那么可供投资者申购的金额为6.8亿元，若网上申购户数为50万，网下参与户数为2,500~3,000户，平均单户申购金额按上限的70%打新，预计中签率为0.030%-0.034%之间。
- **亚药转债债底保护性较好，重要条款无特别之处，目前平价低于面值，在近期发行的新券中不算高，正股经营业绩持续增长，但增速回落。总体来看是一个中规中矩的券，建议投资者适当参与一级申购。**
- **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
 zhoyue1@gjzq.com.cn

3月28日晚，浙江亚太药业股份有限公司（以下简称“亚太药业”）发布公告，将于2019年4月2日发行9.65亿元可转债，此次募集资金将用于亚太药业现代医药制剂一期、二期项目；研发平台建设项目；营销网络建设项目。以下我们对亚太转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、亚太转债基本要素分析

债底为 88.63 元，YTM 为 3.15%。亚太转债期限为 6 年，债项评级为 AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.3%、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 115%（含最后一期年度利息），按照中债 6 年期 AA 企业债到期收益率（2019/3/28）5.29%作为贴现率估算，债底价值为 88.63 元，纯债对应的 YTM 为 3.15%，债底保护性尚可。

平价为 96.93 元，各条款并无独特之处。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 16.30 元/股，亚太药业（002370.SZ）3月28日的收盘价为 15.80 元，对应转债平价为 96.93 元。亚太转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，各条款并无特别之处。

图表 1：亚太转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	亚太转债/128062.SZ
	发行规模	9.65 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 0.3%、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 115%（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	16.30 元/股
	募集资金用途	亚太药业现代医药制剂一期、二期项目；研发平台建设项目；营销网络建设项目
重要条款	主承销商	安信证券
	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 85%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 11.04%。若按亚太药业（002370.SZ）初始转股价 16.30 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 11.04%和 14.54%，稀释程度一般。

图表 2：亚药转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-3-29	T-2	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 1、网上路演
2019-4-01	T-1	2、原 A 股股东优先配售股权登记日 3、网下机构投资者登录主承销商可转债系统开始填报《网下申购表》 excel 文件并开始缴纳保证金
2019-4-02	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、网下申购日（11:30 前提交《网下申购表》扫描件等全套文件）并在 11:30 前足额缴纳认购保证金 5、网上申购（无需缴付申购资金）
2019-4-03	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
2019-4-04	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上中签投资者足额缴纳认购资金 3、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
2019-4-08	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
2019-4-09	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

预计亚药转债上市首日价格在 104~106 元之间。截至 3 月 28 日，亚药转债平价为 96.93 元。可参照的平价可比标的为蒙电转债，其平价为 96.58 元，当前的转股溢价率水平为 12.88%，可参照的规模可比标的是中来转债，当前转股溢价率为 7.03%。考虑到亚药转债债底保护性尚可，各条款中规中矩，预计上市首日转股溢价率在 8%~10%之间，则对应的上市首日价格在 104~106 元区间。

预计配售比例在 30%左右。陈尧根直接持有公司 5.06%的股份，通过亚太集团及其子公司持有公司 27.73%的股份，合计控制公司 32.79%的股份，为公司的实际控制人。陈尧根先生承诺合计优先认购不低于 1 亿元可转债，占发行规模的 10.36%，预计配售比例在 30%左右。

预计中签率为 0.030%-0.034%。亚药转债总申购金额为 9.65 亿元，假设配售比例为 30%，那么可供投资者申购的金额为 6.8 亿元，若网上申购户数为 50 万，网下参与户数为 2,500~3,000 户，平均单户申购金额按上限的 70%打新，预计中签率为 0.030%-0.034%之间。

亚药转债债底保护性较好，重要条款无特别之处，目前平价低于面值，在近期发行的新券中不算高，正股经营业绩持续增长，但增速回落。总体来看是一个中规中矩的券，建议投资者适当参与一级申购。

3、正股基本面分析

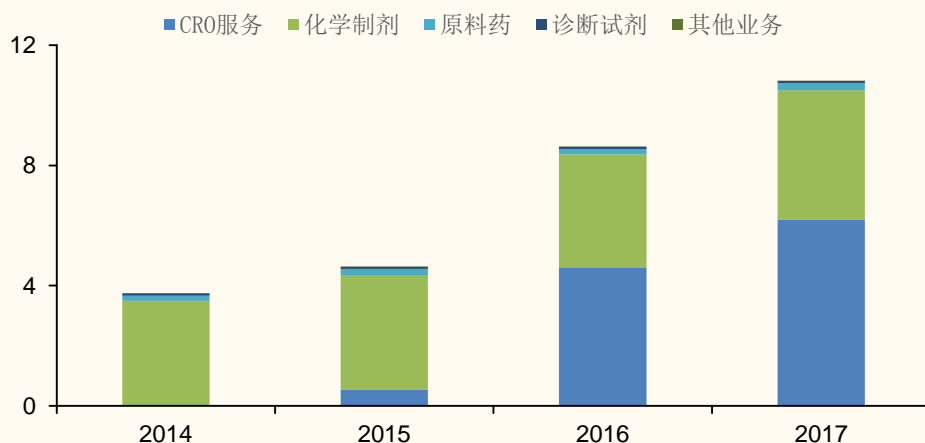
亚太药业是一家集科研、生产、销售于一体的专业化、规模化的国家高新技术企业和国家火炬计划重点高新技术企业。现阶段，公司从事的主要业务为医药生产制造业务（包括化学制剂、原料药、诊断试剂的研发、生产、销售）和提供医药研发外包（CRO）服务。

随着城市和农村医疗保险覆盖率和支付率的提高，以及人口老龄化进程加快、医疗体系不断健全，人民群众日益增长的健康需求逐步得到释放，这推动医药行业保持持续、稳定的增长，为公司业务发展提供了良好的机遇。

CRO 服务收入占比近六成。受益于国家鼓励医药产业创新发展的相关政策的出台，CRO 行业得到迅速发展。公司逐渐形成了可以涵盖新药研发和产品上市后各个主要阶段的 CRO 全业务链服务能力，这有效提升了公司的盈利空间。2017 年，CRO 服务收入 6.20 亿元，占比 57.25%；化学制剂业务收入 4.30 亿元，占比 39.70%；原料药收入 0.24 亿元，占比 2.22%；诊断试剂业务收入 0.07 亿，占比 0.65%；其他业务收入 0.01 亿元，占比 0.09%。

同时，公司率先实现研发/临床/转化相结合的“医研企”协同创新服务模式，实现“政产医研资”的机制体制的集成创新。

图表 3：亚太药业 2017 年主营业务情况（单位：亿元）

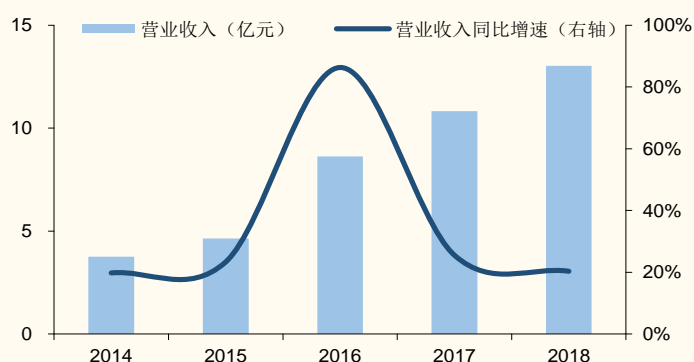


来源：Wind，国金证券研究所

经营业绩持续增长，但增速回落。公司 2016、2017、2018 的营业收入分别为 8.63、10.83、13.03 亿元，同比增加 86.31%、25.50%、20.31%，营业收入稳步提升。公司在 2016、2017、2018Q3 的净利润分别为 1.27、2.03、1.68 亿元，同比增加 125.30%、59.54%、11.07%，净利润增速逐步回落。

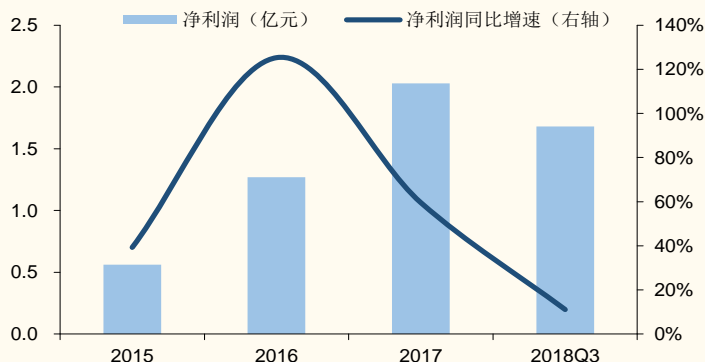
公司毛利率低于同业平均水平。截止 2018Q3，公司毛利率为 46.25%，比同业平均水平低 15.29 个百分点。

图表 4：亚太药业营业收入稳中有增



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：亚太药业净利润增速逐步回落



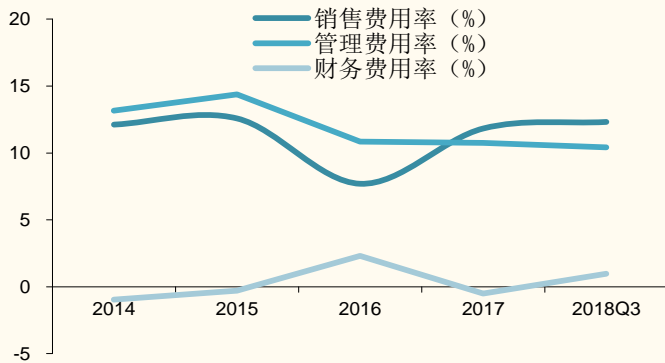
来源：Wind，国金证券研究所

公司 2018Q3 的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 12.32%、10.41%、0.97%。其中，销售费用为 11,810.76 万元，同比增加 38.92%，主要系公司整合营销渠道，加强对重点产品的推广力度及销售所致；管理费用为 6,647.01 万元，同比增加 24.39%；财务费用为 931.25 万元，同比增加

291.11%，主要系本期计提湖北省科技投资集团有限公司股权溢价收益所致。
研发投入方面，公司 2018Q3 共投入 3,332.38 万元（YoY+12.59%）。

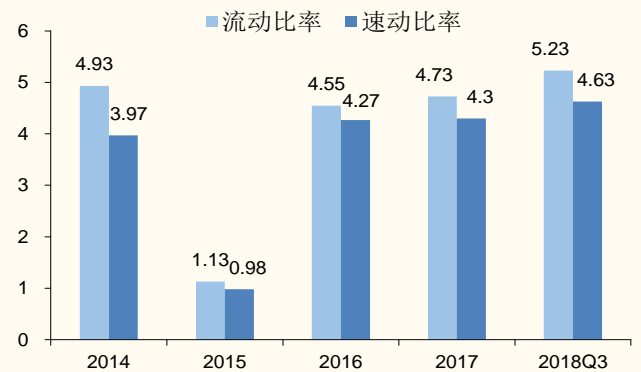
公司 2018Q3 的流动比率和速动比率分别为 5.23 和 4.63，偿债保障较强。

图表 6：亚太药业“三费”占营收比例较为稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：亚太药业偿债保障能力较强



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