

128%! 超高到期赎回价 ——英科转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**8月13日晚，山东英科医疗用品股份有限公司发布公告，将于2019年8月16日发行4.70亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为93.61元，YTM为5.79%。**英科转债期限为6年，债项评级为AA-，票面面值为100元，票面利率第一年0.5%、第二年0.8%、第三年2.6%、第四年3.3%、第五年3.5%、第六年4.0%，到期赎回价格为票面面值的128%（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（2019/8/13）7.00%作为贴现率估算，债底价值为93.61元，纯债对应的YTM为5.79%，债底保护性较好。
- **平价为96.86元，重要条款中规中矩。**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16.25元/股，英科医疗（300677.SZ）8月13日的收盘价为15.74元，对应转债平价为96.86元。英科转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，重要条款中规中矩。
- **预计英科转债上市首日价格在101~103元之间。**按英科医疗8月13日的收盘价测算，英科转债平价为96.86元。可参照的平价可比标的为华钰转债，其平价为95.77元，当前转股溢价率为6.46%，可参照的规模可比标的是冰轮转债，当前转股溢价率为3.52%。考虑到英科转债债底保护性较好，预计上市首日的转股溢价率在4%~6%之间，对应的上市价格在101~103元区间。
- **预计配售比例在20%左右。**刘方毅为公司第一大股东，持股比例为41.97%；深创投持有淄博创新28.57%股权，并受深圳市人民政府国有资产监督管理委员会统一实际控制。截止目前暂无股东承诺参与优先配售，我们预计配售比例在20%左右，留给市场的申购规模为3.76亿元。
- **预计中签率在0.05%~0.08%。**英科转债总申购金额为4.70亿元，若配售比例为20%，那么可供投资者申购的金额为3.76亿元，若网上申购户数为50~80万，单户申购金额按上限打新，预计中签率在0.05%~0.08%之间。
- **考虑到英科转债发行人设置了较高的到期赎回价格，使得债底和YTM较高，体现出发行人的诚意和对转股的信心，另外转债重要条款中规中矩，平价水平适中，正股近期业绩较好，建议投资者适当参与申购。**
- **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@gjzq.com.cn

马航 联系人
mahang@gjzq.com.cn

8月13日晚，山东英科医疗用品股份有限公司（以下简称“英科医疗”）发布公告，将于2019年8月16日发行4.70亿元可转债，此次募集资金将用于年产110.8亿只（1108万箱）高端医用手套项目。以下我们对英科转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、英科转债基本要素分析

债底为93.61元，YTM为5.79%。英科转债期限为6年，债项评级为AA-，票面面值为100元，票面利率第一年0.5%、第二年0.8%、第三年2.6%、第四年3.3%、第五年3.5%、第六年4.0%，到期赎回价格为票面面值的128%（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（2019/8/13）7.00%作为贴现率估算，债底价值为93.61元，纯债对应的YTM为5.79%，债底保护性较好。

平价为96.86元，重要条款中规中矩。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16.25元/股，英科医疗（300677.SZ）8月13日的收盘价为15.74元，对应转债平价为96.86元。英科转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，重要条款中规中矩。

图表 1：英科转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	英科转债/123029
	发行规模	4.7亿元
	发行方式	原股东优先配售和网上向社会公众投资者发售
	票面利率	第一年0.5%、第二年0.8%、第三年2.6%、第四年3.3%、第五年3.5%、第六年4.0%
	到期赎回价格	票面面值的128%（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	16.25元/股
	募集资金用途	年产110.8亿只（1108万箱）高端医用手套项目
重要条款	主承销商	国泰君安证券股份有限公司
	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14.58%。若按英科医疗（300677.SZ）初始转股价16.25元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度分别为14.58%和25.64%，对流通盘具有一定的摊薄压力。

图表 2：英科转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-8-14	T-2	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-8-15	T-1	1、原 A 股股东优先配售股权登记日 2、网上路演
2019-8-16	T	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原 A 股股东优先配售日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上中签率
2019-8-19	T+1	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、网上申购摇号抽签
2019-8-20	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上中签缴款日
2019-8-21	T+3	保荐机构（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
2019-8-22	T+4	1、刊登《发行结果公告》 2、募集资金划至发行人账户

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计英科转债上市首日价格在 101~103 元之间。按英科医疗 8 月 13 日的收盘价测算，英科转债平价为 96.86 元。可参照的平价可比标的为华钰转债，其平价为 95.77 元，当前转股溢价率为 6.46%，可参照的规模可比标的是冰轮转债，当前转股溢价率为 3.52%。考虑到英科转债债底保护性较好，预计上市首日的转股溢价率在 4%~6%之间，对应的上市价格在 101~103 元区间。

预计配售比例在 20%左右。刘方毅为公司第一大股东，持股比例为 41.97%；深创投持有淄博创新 28.57%股权，并受深圳市人民政府国有资产监督管理委员会统一实际控制。截止目前暂无股东承诺参与优先配售，我们预计配售比例在 20%左右，留给市场的申购规模为 3.76 亿元。

预计中签率在 0.05%~0.08%。英科转债总申购金额为 4.70 亿元，若配售比例为 20%，那么可供投资者申购的金额为 3.76 亿元，若网上申购户数为 50~80 万，单户申购金额按上限打新，预计中签率在 0.05%~0.08%之间。

考虑到英科转债发行人设置了较高的到期赎回价格，使得债底和 YTM 较高，体现出发行人的诚意和对转股的信心，另外转债重要条款中规中矩，平价水平适中，正股近期业绩较好。建议投资者适当参与申购。

3、正股基本面分析

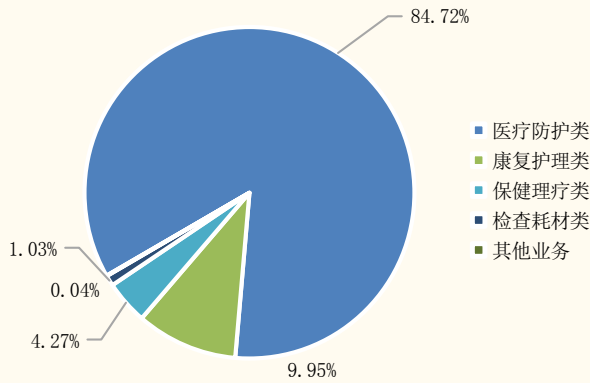
山东英科医疗用品股份有限公司为综合型医疗护理产品供应商，主营业务涵盖医疗防护、康复护理、保健理疗、检查耗材四大板块，主要产品包括一次性手套、轮椅、冷热敷、电极片等多种类型的护理产品，产品广泛应用于医疗机构、养老护理机构、家庭日用及其他相关行业。公司与美国、日本、德国等 120 多个国家和地区的客戶建立了合作关系。

手套行业生产线大部分是 2012 年之前建成的，工厂的生产设备相对落后，效率低能耗高，同时环保设施需进行升级。而英科医疗的手套生产基地正是在这批升级的浪潮下建立的，既吸收了传统生产线的优点，也改善了其中的不足，从而使得公司在竞争中处于有利地位。行业内的轮椅和冷热敷类产品的生产线大部分是以传统产品为主，同质化严重且竞争激烈，公司对相关生产线进行技术改造从而进行产品升级，有效提高了公司的竞争优势。

收入主要由医疗防护类业务贡献。2018 年，医疗防护类收入为 16.03 亿元，占比 84.72%，同比增长 7.59%。康复护理类、保健理疗类和检查耗材类收入分

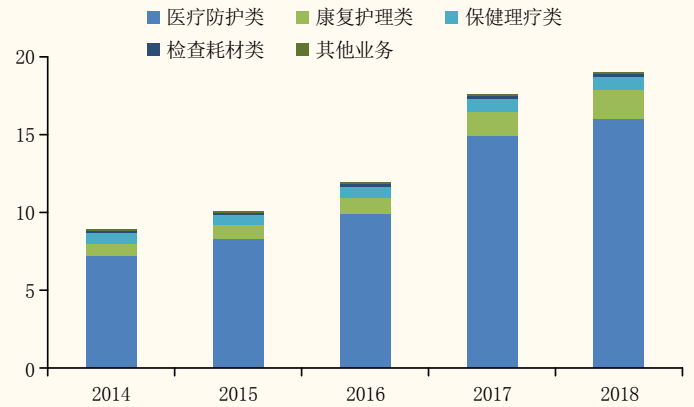
别为 1.88、0.81 和 0.19 亿元，占比分别为 9.95%、4.27%和 1.03%，同比增速分别为 19.97%、-3.61%和 7.55%。

图表 3：英科医疗营收结构



来源：Wind，国金证券研究所

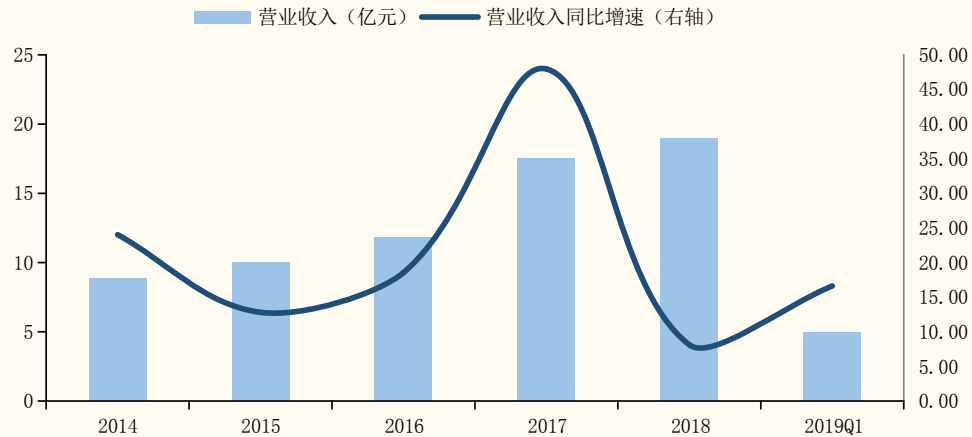
图表 4：英科医疗营业收入结构



来源：Wind，国金证券研究所

公司经营业绩尚可。公司 2016、2017、2018 年及 2019Q1 的营业收入分别为 11.83、17.50、18.93、4.94 亿元，同比增速分别为 18.55%、47.96%、8.12%、16.62%。2019Q1 营收增速有所提升，主要是手套产能稳定释放，同时公司通过内部的不断精益、改善和创新，进一步节能降耗，提高了生产效率。

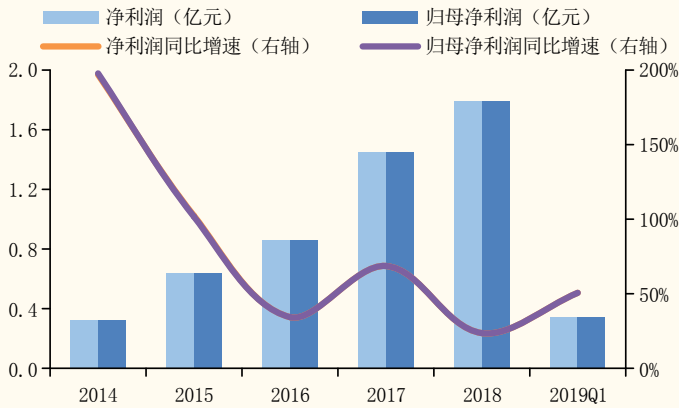
图表 5：英科医疗营业收入情况



来源：Wind，国金证券研究所

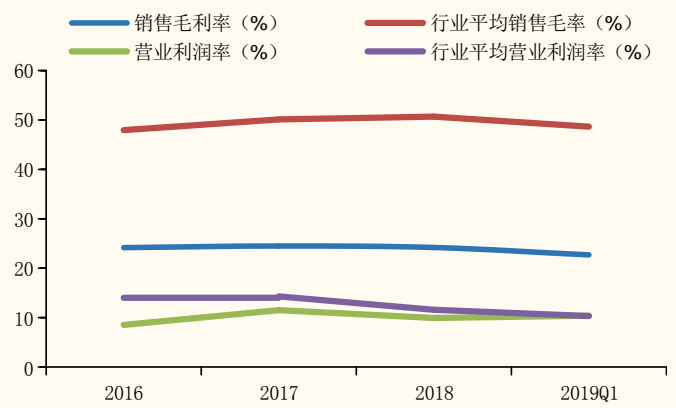
英科医疗 2016、2017、2018 年及 2019Q1 净利润分别为 0.86、1.45、1.79、0.34 亿元，同比增长 34.32%、68.61%、23.61%、50.61%，盈利稳定增长。2019Q1 英科医疗销售毛利率为 22.69%，低于同业 25.96 个百分点，营业利润率为 10.38%，略高于同业 0.07 个百分点，营业利润水平与同业持平。但从 2016-2018 年英科医疗的年报数据来看，销售毛利率和营业利润率均低于同业。

图表 6：英科医疗净利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

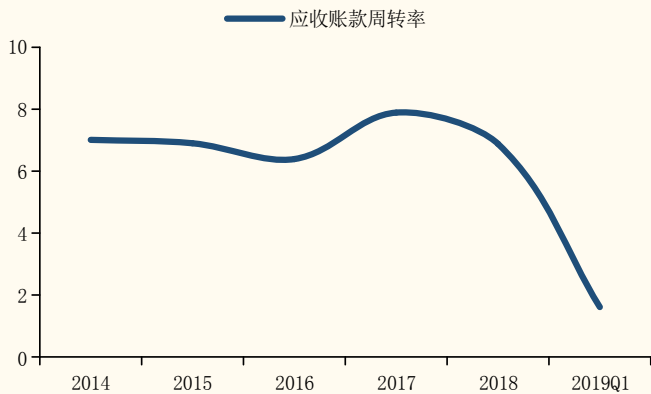
图表 7：英科医疗盈利及同业比较情况



来源：Wind，国金证券研究所

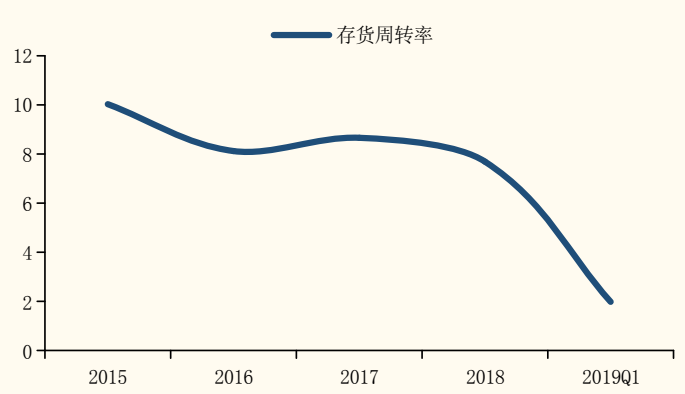
公司 2019Q1 应收账款周转率和存货周转率分别为 1.61、1.98。2018 年公司的应收账款为 3.14 亿元，同比增加 32.94%；存货为 2.07 亿元，同比增加 27.64%。公司 2019Q1 的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.16%、3.45%、2.82%。其中，销售费用为 0.30 亿元，同比增加 17.93%；管理费用为 0.17 亿元，同比增加 2.10%；财务费用为 0.14 亿元，同比减少 29.29%。公司近期流动比率和速动比率分别为 1.37 和 1.20，偿债能力一般。

图表 8：英科医疗应收账款周转率情况



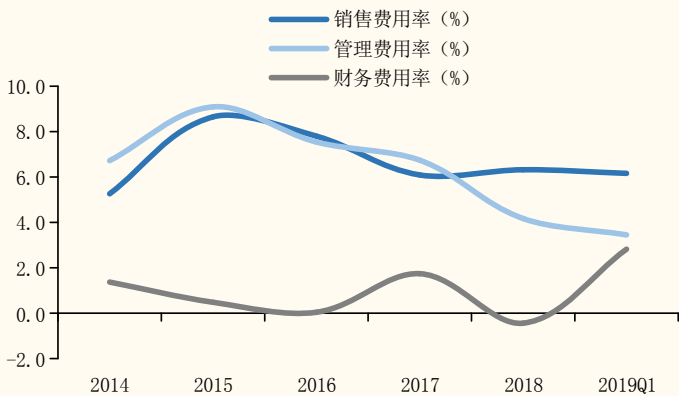
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：英科医疗存货周转率情况



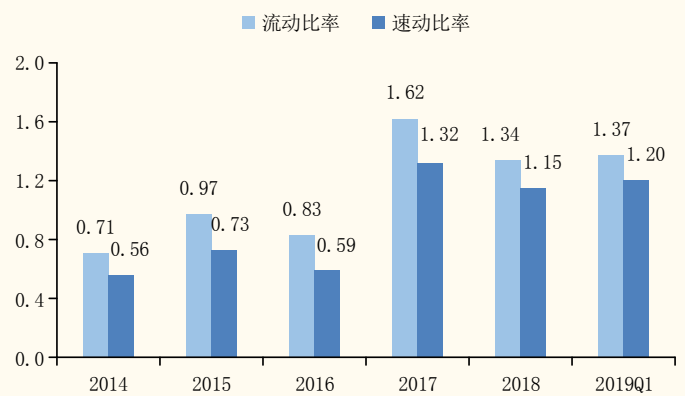
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：英科医疗三费情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：英科医疗偿债能力一般



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