

平价较低，谨慎参与 ——合兴转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**8月13日晚，厦门合兴包装印刷股份有限公司发布公告，将于2019年8月16日发行5.96亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为86.39元，YTM为2.41%。**合兴转债期限为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110%（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/8/13）4.9872%作为贴现率估算，债底价值为86.39元，纯债对应的YTM为2.41%，具有一定的债底保护性。
- **平价为90.18元，下修条款容易触发。**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4.38元/股，合兴包装(002228.SZ)8月13日的收盘价为3.95元，对应转债平价为90.18元。合兴转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款容易触发。
- **预计合兴转债上市首日价格在96~98元之间。**按合兴包装8月13日的收盘价测算，合兴转债平价为90.18元。可参照的平价可比标的为三力转债，其平价为88.51元，当前转股溢价率为15.60%，可参照的规模可比标的是国祯转债，当前转股溢价率为12.75%，考虑到合兴转债规模和评级的吸引力一般，预计上市首日的转股溢价率在6%~9%之间，对应的上市价格在96~98元之间。
- **预计配售比例在20%左右。**新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业直接持有公司33.96%的股份，为公司第一大股东。截止目前暂无股东承诺参与优先配售，我们预计配售比例为20%，留给市场的申购规模为4.77亿元。
- **预计中签率在0.04%—0.07%之间。**合兴转债总申购金额为5.9575亿元，若配售比例为20%，则可供投资者申购的金额为4.77亿元，若网上申购户数为30万，单户申购金额为100万元，网下申购户数为1000到3000户，平均单户申购金额按上限的70%打新，测算下来中签率为0.04%—0.07%之间。
- **总结来看，合兴转债条款中规中矩，具有一定的债底保护性，正股基本面尚可，但鉴于平价水平较低，上市或存在一定破发风险，建议投资者谨慎参与。**
- **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

马航 联系人
mahang@gjq.com.cn

8月13日晚，厦门合兴包装印刷股份有限公司（以下简称“合兴包装”）发布公告，将于2019年8月16日发行5.9575亿元可转债，此次募集资金在扣除发行费用后将用于“环保包装工业4.0智能工厂建设项目”和“青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目”，以下我们对合兴转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、合兴转债基本要素分析

债底为86.39元，YTM为2.41%。合兴转债期限为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110%（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/8/13）4.9872%作为贴现率估算，债底价值为86.39元，纯债对应的YTM为2.41%，具有一定的债底保护性。

平价为90.18元，下修条款容易触发。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4.38元/股，合兴包装（002228.SZ）8月13日的收盘价为3.95元，对应转债平价为90.18元。合兴转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款容易触发。

图表 1：合兴转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	合兴转债/128071
	发行规模	5.9575 亿元
	发行方式	原股东优先配售、网下对机构投资者配售和网上通过深交所交易系统向社会公众投资者发售
	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 110%（含最后一期利息）
	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	4.38 元/股
	募集资金用途	环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目、青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目
重要条款	主承销商	兴业证券股份有限公司
	下修条款	在本次发行的可转债存续期间，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表决。
	有条件赎回条款	在转股期内，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格不低于当期转股价格的（含 130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足 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 11.63%。若按合兴包装（002228.SZ）初始转股价 4.38 元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度均为 11.63%，摊薄压力一般。

图表 2：合兴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《可转债募集说明书摘要》、《发行公告》及《网上路演公告》
2019-8-15	T-1	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日、网下申购日
2019-8-16	T	1、发行首日 2、刊登《可转债发行方案提示性公告》 3、原股东优先配售日（缴付足额资金） 4、网上申购日（无需缴付申购资金） 5、确定网上中签率
2019-8-19	T+1	1、刊登《网上中签率及网下发行配售结果公告》 2、网上申购摇号抽签
2019-8-20	T+2	1、刊登《中签号码公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款 3、网下投资者根据配售结果缴款
2019-8-21	T+3	主承销商根据资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-8-22	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

预计合兴转债上市首日价格在 96~98 元之间。按合兴包装 8 月 13 日的收盘价测算，合兴转债平价为 90.18 元。可参照的平价可比标的为三力转债，其平价为 88.51 元，当前转股溢价率为 15.60%，可参照的规模可比标的是国祯转债，当前转股溢价率为 12.75%，考虑到合兴转债规模和评级的吸引力一般，预计上市首日的转股溢价率在 6%~9%之间，对应的上市价格在 96~98 元之间。

预计配售比例在 20%左右。新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业直接持有公司 33.96%的股份，为公司第一大股东。截止目前暂无股东承诺参与优先配售，我们预计配售比例为 20%，留给市场的申购规模为 4.77 亿元。

预计中签率在 0.04%—0.07%之间。合兴转债总申购金额为 5.9575 亿元，若配售比例为 20%，则可供投资者申购的金额为 4.77 亿元，若网上申购户数为 30 万，单户申购金额为 100 万元，网下申购户数为 1000 到 3000 户，平均单户申购金额按上限的 70%打新，测算下来中签率为 0.04%—0.07%之间。

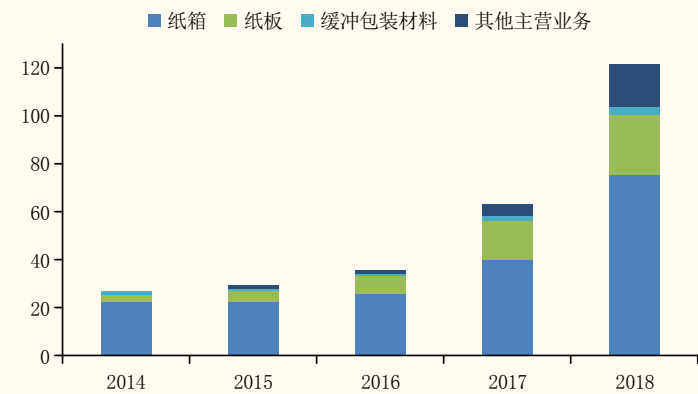
总结来看，合兴转债条款中规中矩，具有一定的债底保护性，正股基本面尚可，但鉴于平价水平较低，上市或存在一定破发风险，建议投资者谨慎参与。

3、正股基本面分析

合兴包装主要从事中高档瓦楞纸箱、纸板及缓冲包装材料的研发与设计、生产、销售及服务。公司的瓦楞纸箱以其优越的使用性能和良好的加工性能，逐渐取代了传统的木箱等运输包装容器，成为现代包装运输的主要载体。公司的产品不仅实现保护商品、便于仓储、装卸运输的功能，还起到美化商品、宣传商品的作用，同时能够减少损耗及包装空间。

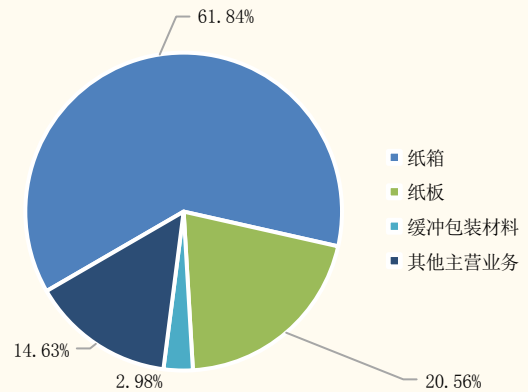
合兴包装各项收入稳定增长，收入结构较为单一。收入主要由纸箱、纸板和缓冲包装材料贡献，其中缓冲包装材料收入增长迅猛。2018 年，纸箱收入为 75.23 亿元，占比 61.84%，同比增长 22.36%；纸板收入为 25.01 亿元，占比 20.56%，同比增长 38.44%；缓冲包装材料收入为 3.62 亿元，占比 2.98%，同比增长 83.33%；其他主营业务收入为 17.79，占比 14.63%，同比增长 258.07%。2018 年各项收入均实现稳定增长。

图表 3: 合兴包装各项收入稳定增长



来源: Wind, 国金证券研究所

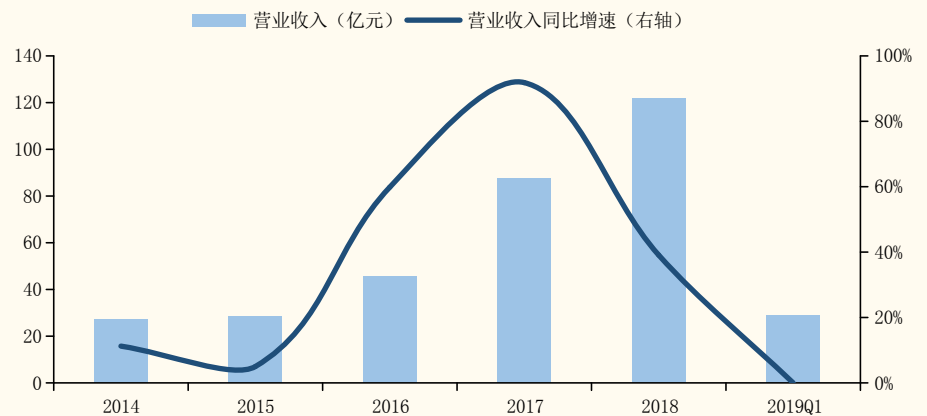
图表 4: 合兴包装收入结构



来源: Wind, 国金证券研究所

公司经营业绩较好。公司 2014、2015、2016、2017 及 2018 年的营业收入分别为 27.16、28.52、45.60、87.48、121.66 亿元，同比增速分别为 11.24%、5.01%、59.87%、91.83%、39.08%。

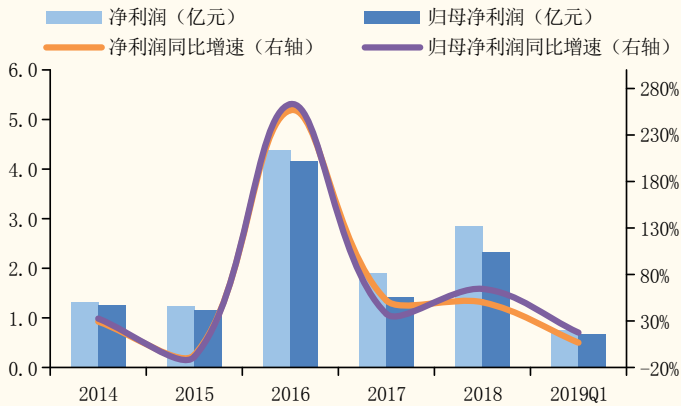
图表 5: 合兴包装营业收入稳步提高



来源: Wind, 国金证券研究所

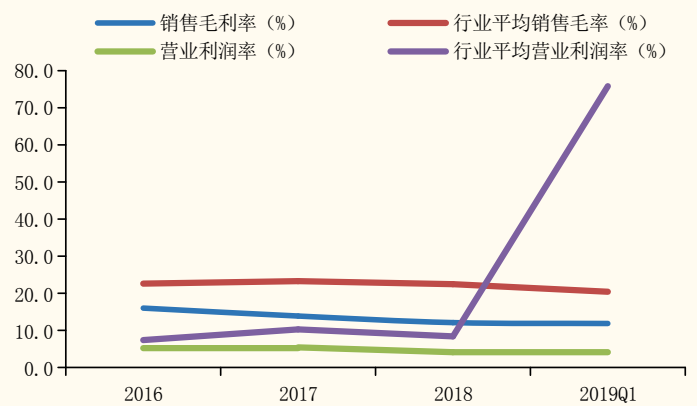
公司 2016、2017、2018 和 2019Q1 净利润分别为 4.39、1.90、2.85 和 0.75 亿元，同比增长 256.59%、52.13%、50.15%和 6.63%，过去三年盈利能力良好，但增速出现下滑。2016、2017、2018 和 2019Q1 销售毛利率分别为 16%、13.86%、12.09%和 11.85%，分别低于同业 6.6、9.41、10.36 和 8.56 个百分点。2016、2017、2018 和 2019Q1 营业利润率分别为 5.21%、5.41%、4.11%和 3.69%，分别低于同业 2.17、4.85、4.27 和 72.13 个百分点。

图表 6：合兴包装净利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

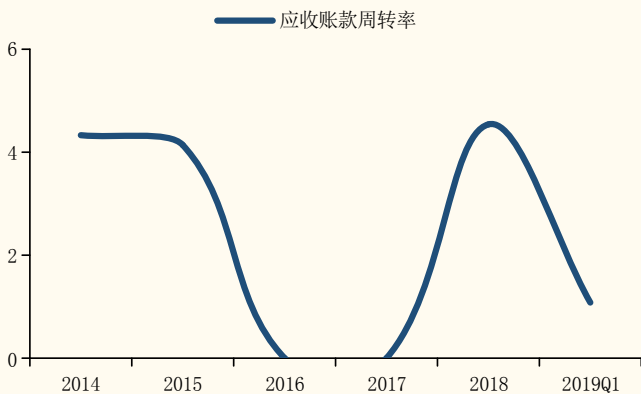
图表 7：合兴包装盈利及同业比较情况



来源：Wind，国金证券研究所

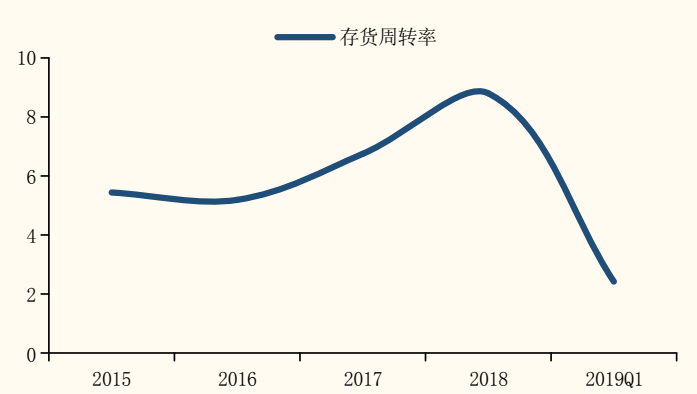
营运能力保持稳定，存货变现能力较强。公司 2015、2018 和 2019Q1 应收账款周转率为 4.14、4.54 和 1.08 (Wind 中 2016、2017 年数据缺失)，表明公司近几年收账迅速且账龄较短。公司 2016、2017、2018 和 2019Q1 存货周转率分别为 5.19、6.75、8.8 和 2.42，表明公司近几年存货变现能力较强。2018 年存货周转率最高。

图表 8：合兴包装应收账款周转率情况



来源：Wind，国金证券研究所

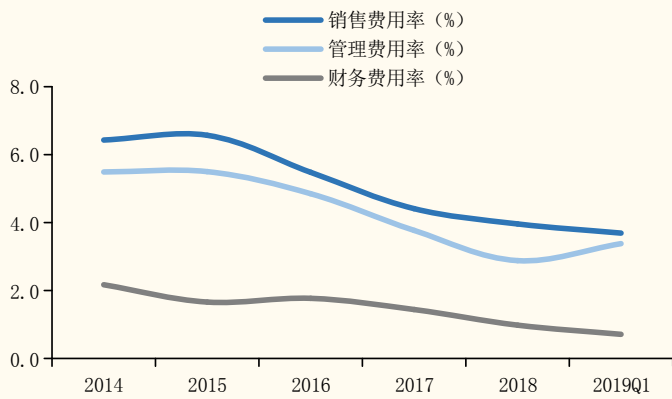
图表 9：合兴包装存货周转率情况



来源：Wind，国金证券研究所

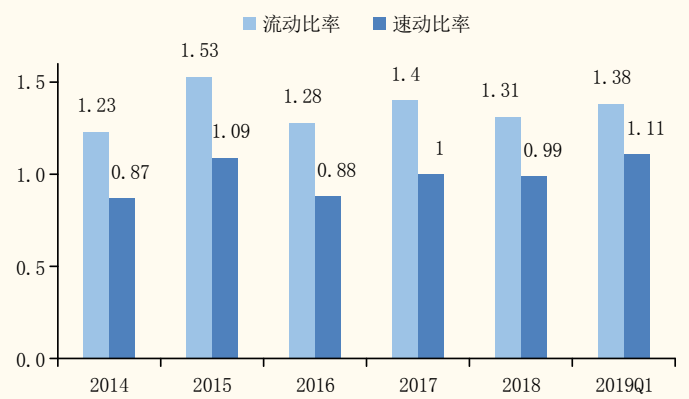
截至 2019Q1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.69%、3.38%和 0.71%。其中销售费用为 1.06 亿元，同比减少 2.53%；管理费用为 0.97 亿元，同比增加 22.97%；财务费用率为 0.20 亿元，同比增加 22.60%。从 2014 年至今来看，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率均呈下降趋势。截至 2019Q1，公司流动比率和速动比率分别为 1.38 和 1.11，偿债能力一般。

图表 10：合兴包装三费均有所下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：合兴包装偿债能力一般



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