

## 债底有点低，谨慎参与 ——晶瑞转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**8月26日晚，苏州晶瑞化学股份有限公司发布公告，将于2019年8月29日发行1.85亿元的可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为69.97元，YTM为2.58%。**晶瑞转债期限为6年，债项评级为A+，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、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111%（含最后一期年度利息），按照中债6年期A+企业债到期收益率9.003%作为贴现率估算，债底价值为69.97元，纯债对应的YTM为2.58%，债底保护性较弱。
- **平价为91.95元，下修条款友好。**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18.38元/股，晶瑞股份（300655.SZ）8月26日的收盘价为16.9元，对应转债平价为91.95元。晶瑞转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款友好。
- **预计晶瑞转债上市首日价格在97~98元之间。**按晶瑞股份8月26日的收盘价测算，晶瑞转债平价为91.95元。可参照的平价可比标的为威帝转债，其平价为90.52元，当前转股溢价率为12.20%，可参照的规模可比标的是三星转债，当前转股溢价率为11.12%。考虑到晶瑞转债债底平价都不高，规模和评级的吸引力不强，正股看点有限，预计上市首日的转股溢价率在5%~7%之间，对应的上市价格在97~98元区间。
- **假设配售比例为20%。**新银国际（香港）持股比例为23.21%，徐宁持股比例分比为10.08%；截至本募集说明书签署日，控股股东新银国际（香港）和实际控制人罗培楠女士直接或间接持有的发行人股份不存在质押、冻结或其他限制权利的情况。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设配售比例为20%。
- **预计中签率为0.05%~0.10%。**晶瑞转债总申购金额为1.85亿元，若配售比例为20%，那么可供网上投资者申购的金额为1.48亿元，若网上申购户数为15~30万，平均单户申购金额为100万元，则中签率在0.05%~0.10%之间。
- **总结来看，晶瑞转债债底保护性较弱，平价水平不高，正股盈利能力近期有所下滑，整体看点有限，建议谨慎申购。**
- **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26日晚，苏州晶瑞化学股份有限公司（以下简称“晶瑞股份”）发布公告，将于2019年8月29日发行1.85亿元的可转债，此次募集资金将用于新建年产8.7万吨光电显示、半导体材料用新材料以及补充流动资金。以下我们对晶瑞转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

### 1、晶瑞转债基本要素分析

**债底为 69.97 元，YTM 为 2.58%。**晶瑞转债期限为 6 年，债项评级为 A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.4%、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 111%（含最后一期年度利息），按照中债 6 年期 A+ 企业债到期收益率（2019/8/26）9.003% 作为贴现率估算，债底价值为 69.97 元，纯债对应的 YTM 为 2.58%，债底保护性较弱。

**平价为 91.95 元，下修条款友好。**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 18.38 元/股，晶瑞股份（300655.SZ）8 月 26 日的收盘价为 16.9 元，对应转债平价为 91.95 元。晶瑞转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款友好。

图表 1：晶瑞转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	晶瑞转债/123031
	发行规模	1.85 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 0.4%、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 111%（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	A+/A+/无
	初始转股价格	18.38 元/股
	募集资金用途	新建年产 8.7 万吨光电显示、半导体材料用新材料以及补充流动资金
重要条款	主承销商	国信证券股份有限公司
	下修条款	在本次发行的可转债存续期间，当公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的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审议表决。
	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 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格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，公司董事会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换公司债券。
	有条件回售条款	在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 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券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 6.65%。**若按晶瑞股份（300655.SZ）初始转股价 18.38 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 6.65% 和 12.22%，摊薄压力一般。

**图表 2：晶瑞转债发行申购日期表**

日期	交易日	发行事项安排
2019-8-27	T-2	登载《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-8-28	T-1	1、原股东优先配售股权登记日 2、网上路演
2019-8-29	T	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售（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
2019-8-30	T+1	1、刊登《网上发行中签率公告》 2、网上发行摇号抽签
2019-9-2	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上申购中签缴款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的转债认购资金）
2019-9-3	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
2019-9-4	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

预计晶瑞转债上市首日价格在 97~98 元之间。按晶瑞股份 8 月 26 日的收盘价测算，晶瑞转债平价为 91.95 元。可参照的平价可比标的为威帝转债，其平价为 90.52 元，当前转股溢价率为 12.20%，可参照的规模可比标的是三星转债，当前转股溢价率为 11.12%。考虑到晶瑞转债债底平价都不高，规模和评级的吸引力不强，正股看点有限，预计上市首日的转股溢价率在 5%~7%之间，对应的上市价格在 97~98 元区间。

假设配售比例为 20%。新银国际（香港）持股比例为 23.21%，徐宁持股比例分比为 10.08%；截至本募集说明书签署日，控股股东新银国际（香港）和实际控制人罗培楠女士直接或间接持有的发行人股份不存在质押、冻结或其他限制权利的情况。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设配售比例为 20%。

预计中签率为 0.05%~0.10%。晶瑞转债总申购金额为 1.85 亿元，若配售比例为 20%，那么可供网上投资者申购的金额为 1.48 亿元，若网上申购户数为 15~30 万，平均单户申购金额为 100 万元，则中签率在 0.05%~0.10%之间。

总结来看，晶瑞转债债底保护性较弱，平价水平不高，正股盈利能力近期有所下滑，整体看点有限，建议谨慎申购。

## 3、正股基本面分析

晶瑞股份是一家专业从事微电子化学品的生产、研发和销售的企业，公司产品包括超净高纯试剂、光刻胶、功能性材料、锂电池材料和基础化工材料等，这些产品广泛应用于半导体、锂电池、LED、平板显示和光伏太阳能电池等行业，具体应用到下游电子信息产品的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜等工艺环节。

为了打造电子级硫酸产业链，公司于 2018 年 2 月完成了对江苏阳恒的股权收购及增资，取得江苏阳恒 80%的股权。江苏阳恒主营业务为硫酸、三氧化硫的生产及销售。截至 2018 年末，公司主要控股参股公司有 8 家。

**图表 3：晶瑞股份主要控股参股公司经营情况**

公司名称	主营业务	营业收入（万元）	净利润（万元）
江苏震宇化工有限公司	制造、销售	14,655.12	1,407.65
苏州瑞红电子化学品有限公司	制造、销售	36,926.67	4,472.28
眉山晶瑞电子材料有限公司	研发、销售		-308.36

瑞红锂电池材料(苏州)有限公司	研发、销售	14,715.55	1,233.26
江苏阳恒化工有限公司	制造、销售	12,616.52	570.87
善丰投资(江苏)有限公司	投资、咨询		
无锡阳阳物资贸易有限公司	劳务、销售		
洮南金匱光电有限公司	工程		

来源：Wind，国金证券研究所

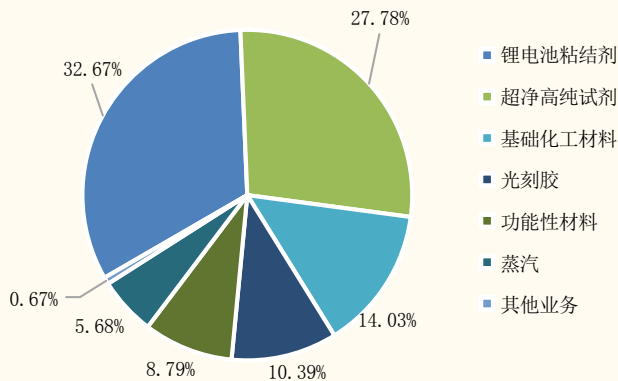
**掌握众多核心技术。**公司部分关键产品已达到国际先进水平，其中超净高纯双氧水和超净高纯氨水的产品品质达到 SEMIG5 等级。公司依托子公司江苏阳恒原有的高品质工业硫酸为原料，同时引进全球半导体化学品主力供应商——日本三菱化学株式会社的电子级硫酸制造技术，在江苏阳恒投资建设年产 9 万吨的电子级硫酸改扩建项目。氨水、硫酸、双氧水均为半导体生产过程中的重要湿化学品，公司此举为打造高端半导体产业链提供了支撑。

**享有地域优势。**以上海为中心的长三角周边城市是我国重要的半导体产业集中地，公司在江苏省苏州市设有生产基地具有明显的区域优势。另外公司在眉山市成眉石化园投资建厂，建成后产品将覆盖成渝地区。依托优越的地理位置，公司能够为客户提供更高效的服务。

**分业务来看，收入主要由锂电池粘结剂和超净高纯试剂贡献。**公司的主导产品有超净高纯试剂、光刻胶、功能性材料、锂电池材料和基础化工材料等。2018 年，锂电池粘结剂收入 2.65 亿元，占营业收入的 32.67%，同比增加 40.72%；超净高纯试剂收入 2.25 亿元，占比 27.78%，同比增加 13.85%；基础化工材料收入 1.14 亿元，占比 14.03%；光刻胶收入 0.84 亿元，占比 10.39%，同比增加 11.71%；功能性材料收入 0.71 亿元，占比 8.79%，同比增加 8.64%；蒸汽业务收入 0.46 亿元，占比 5.68%；其他业务收入 0.05 亿元，占比 0.67%。

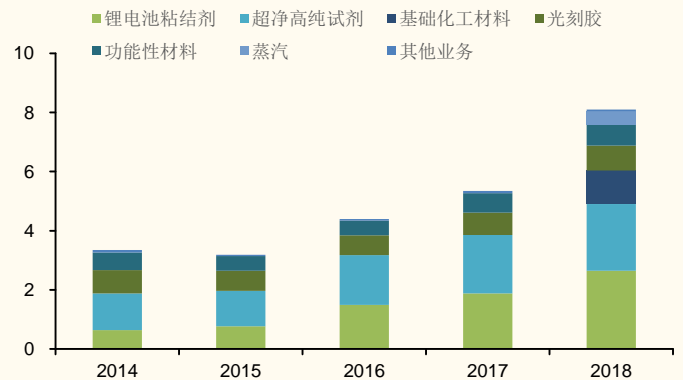
**分区域来看，公司经营重心在大陆，且占比逐渐增大。**2017、2018、2019 上半年国内业务占比分别为 93.68%、97.11%、97.93%，同比增速分别为 20.96%、55.20%、3.36%。

图表 4：晶瑞股份营业收入占比情况



来源：Wind，国金证券研究所

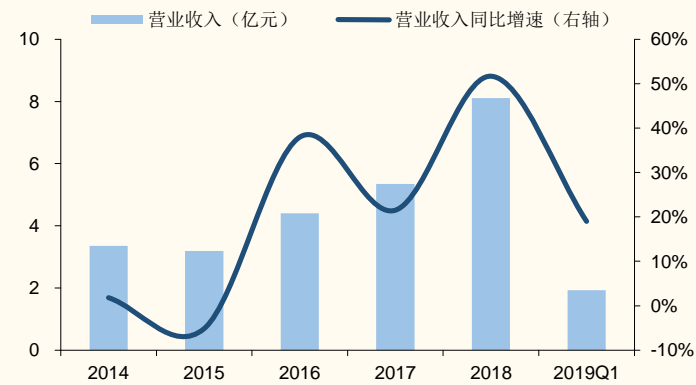
图表 5：晶瑞股份营业收入结构情况



来源：Wind，国金证券研究所

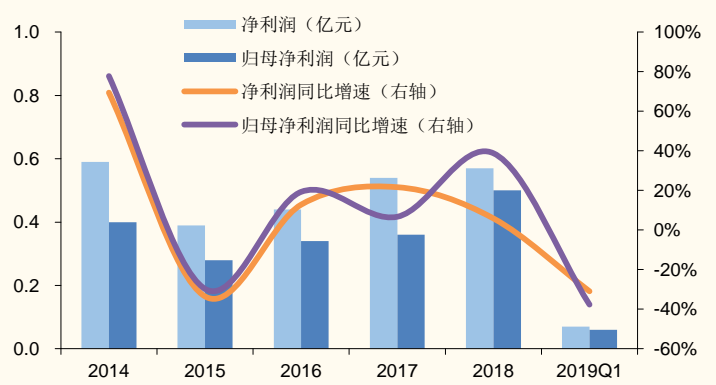
**净利润同比下降。**公司 2016、2017、2018 年及 2019H1 的营业收入分别为 4.40、5.35、8.11、3.75 亿元，同比增速分别为 37.98%、21.52%、51.69%、2.24%，营收增速有所回落。公司 2016、2017、2018 年及 2019Q1 的净利润分别为 0.44、0.54、0.57、0.17 亿元，同比增速分别为 12.84%、21.65%、5.88%、-28.55%，2019 上半年净利润增速同比下降，主要因收入增长未能抵消成本费用增加带来的影响。

图表 6：晶瑞股份营业收入情况



来源：Wind，国金证券研究所

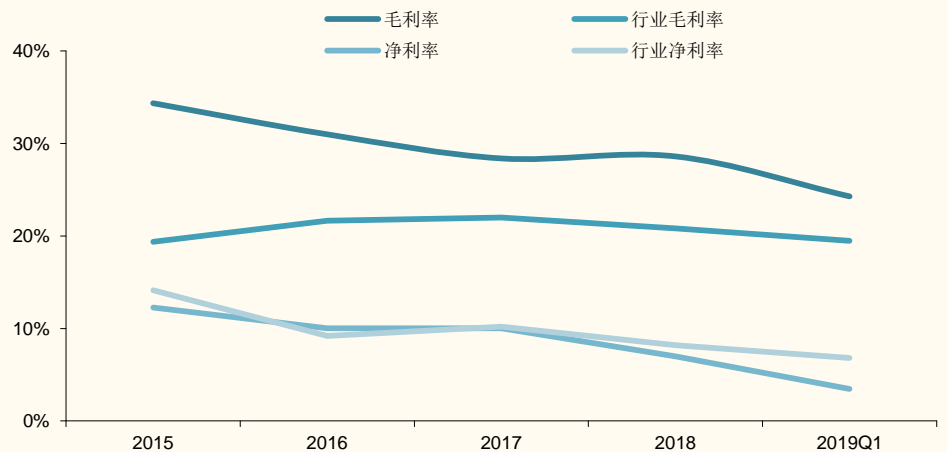
图表 7：晶瑞股份净利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

公司的毛利率有所下滑。2019 年上半年公司毛利率为 26.06%，同比减少 1.72%，其中营收占比较大的锂电池材料毛利率同比下滑 8%，导致上半年毛利率有所下滑。

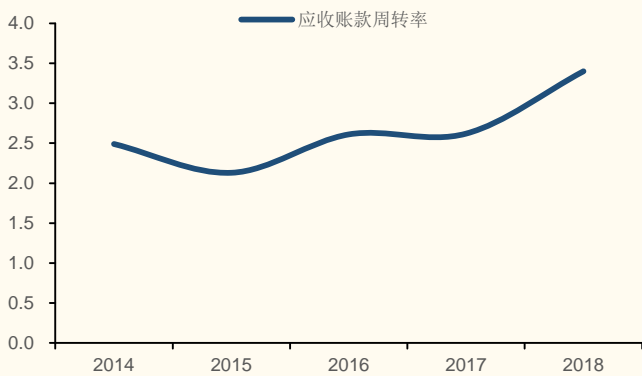
图表 8：晶瑞股份盈利能力情况



来源：Wind，国金证券研究所

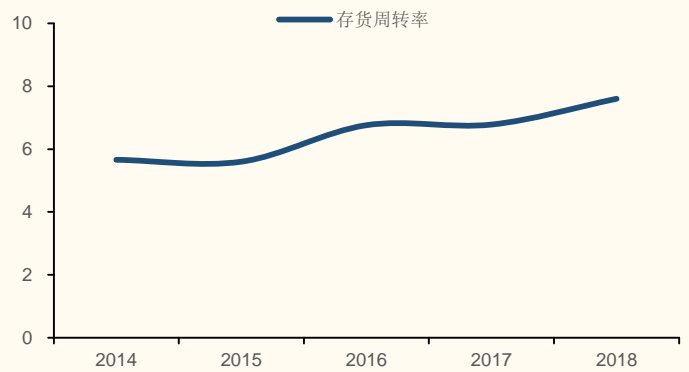
资产流动性有所下降。2019 上半年公司应收账款周转率和存货周转率分别为 1.53、2.91，其中存货为 1.02 亿元，同比增长 39.35%，主要系本期存货备货增加所致，营运能力有所下降。从资产构成来看，流动性资产占比和非流动性资产占比今年未发现较大变动，但流动性资产比例逐年下滑，2019 上半年流动性资产占比 48.74%，同比下降 3.99%，资产流动性有所下降。

图表 9：晶瑞股份应收账款周转率提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：晶瑞股份存货周转率略有提升

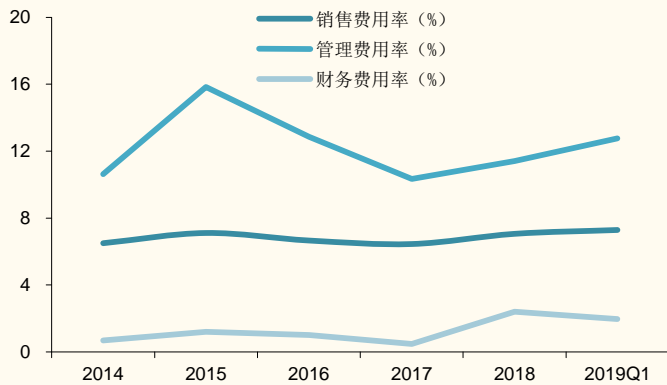


来源：Wind，国金证券研究所

**期间费用略有上涨。**2019 上半年，公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 7.39%、8.34%和 2.72%，同比上涨 0.33、1.03、0.32 个百分点。其中销售费用为 0.28 亿元，同比增长 10.38%；管理费用为 0.31 亿元，同比增长 18.41%；财务费用为 0.1 亿元，同比增长 26.72%，期间费用上涨幅度较大。

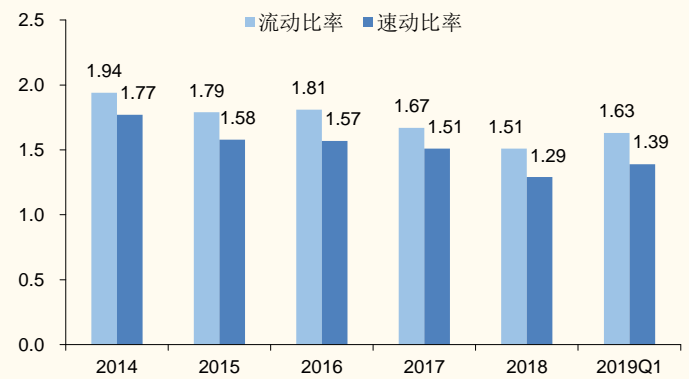
**流动性风险略有下降，偿债能力一般。**公司 2017、2018、2019 上半年资产负债率分别为 51.10%、50.46%、48.72%，呈下降趋势。2019 上半年长期借款占比为 13.30%、同比增长 2.62 个百分点；2019 上半年短期借款占比为 15.06%，同比下降 3.53 个百分点，短期兑付压力减小，流动性风险略有下降。截至 2019 上半年，公司流动比率和速动比率分别为 1.51 和 1.24，偿债能力一般。

图表 11：晶瑞股份管理费用率提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：晶瑞股份偿债能力一般



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