

## 高平价的双申标的，积极参与 ——金能转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**10月9日晚，金能科技股份有限公司发布公告，将于2019年10月14日发行15亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为86.80元，YTM为2.45%。**金能转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价为110元（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/10/09）4.9419%作为贴现率估算，债底价值为86.80元，纯债对应的YTM为2.45%，具有一定的债底保护性。
- **平价为101.47元，下修条款稍严。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第1个交易日至转债到期日止，初始转股价11.55元/股，金能科技（603113.SH）10月9日的收盘价为11.72元，对应转债平价为101.47元。金能转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款稍严。
- **预计金能转债上市首日价格在111~114元之间。**按金能科技10月9日的收盘价测算，金能转债当前平价为101.47元。可参照的平价可比标的为中环转债，其平价为102.68元，当前转股溢价率为6.12%，可参照的规模可比标的是欧派转债，当前转股溢价率为10.58%，考虑到金能转债有网下发行，发行规模达15亿元，正股基本面尚可，具有一定吸引力，预计上市首日转股溢价率在9%~12%之间，对应的上市价格或在111~114元区间。
- **预计配售比例在50%左右。**公司实际控制人秦庆平、王咏梅及其一致行动人秦璐直接持有公司50.09%股份，实际控制人及其一致行动人将参与本次发行的优先配售，承诺认购金额不低于人民币6.00亿元，占其可参与优先配售金额的79.87%，占此次转债发行规模的40%，在此基础上，预计配售比例在50%左右。
- **预计中签率为0.03%~0.04%。**金能转债同时设置网下和网上发行，总申购金额为15亿元，预计配售比例为50%，则网上网下投资者的申购金额为7.5亿元，近期发行的新券中有网下申购的是远东转债，参照其参与程度——网下申购户数4398户、网下有效打新程度为68.30%，我们预计金能转债的网下申购户数为4500户，平均单户申购金额按上限的70%打新，即2.8亿元，网上参与户数为60~100万，测算下来中签率在0.03%~0.04%之间。
- **整体来看，金能转债的特点是有网下申购，发行规模近15亿元，大股东参与度较高，当前平价水平具有吸引力，考虑到正股资质尚可，建议投资者积极参与打新。**
- **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

10月9日晚，金能科技股份有限公司（以下简称“金能科技”）发布公告，将于2019年10月14日发行15亿元可转债，此次募集资金将用于“90万吨/年丙烷脱氢与8×6万吨/年绿色炭黑循环利用项目”。以下我们对金能转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

### 1、金能转债基本要素分析

债底为86.80元，YTM为2.45%。金能转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价为110元（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/10/09）4.9419%作为贴现率估算，债底价值为86.80元，纯债对应的YTM为2.45%，具有一定的债底保护性。

平价为101.47元，下修条款稍严。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第1个交易日至转债到期日止，初始转股价11.55元/股，金能科技（603113.SH）10月9日的收盘价为11.72元，对应转债平价为101.47元。金能转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款稍严。

图表 1：金能转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	金能转债/113545
	发行规模	15亿元
	发行方式	原股东优先配售、网下对机构投资者配售、网上向社会公众投资者发售
	票面利率	第一年0.4%、第二年0.6%、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	11.55元/股
	募集资金用途	用于“90万吨/年丙烷脱氢与8×6万吨/年绿色炭黑循环利用项目”
重要条款	主承销商	中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7.01%。若按金能科技（603113.SH）初始转股价11.55元/股进行转股，转债发行对总股本和流通股本的稀释率分别为7.01%和14.27%，摊薄压力一般。

**图表 2：金能转债发行申购日期表**

日期	交易日	发行事项安排
2019-10-10	T-2	1、刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 1、原股东优先配售股权登记日
2019-10-11	T-1	2、网上路演 3、网下申购日，网下机构投资者在 17:00 前提交《网下申购表》等相关文件，并于 17:00 前缴纳申购保证金
2019-10-14	T	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购中签率和网下申购初步配售结果
2019-10-15	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
2019-10-16	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认购数量并缴纳认购款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的可转债认购资金） 3、网下投资者根据配售金额缴款（如申购保证金低于获得配售金额）
2019-10-17	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
2019-10-18	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

**预计金能转债上市首日价格在 111~114 元之间。**按金能科技 10 月 9 日的收盘价测算，金能转债当前平价为 101.47 元。可参照的平价可比标的为中环转债，其平价为 102.68 元，当前转股溢价率为 6.12%，可参照的规模可比标的是欧派转债，当前转股溢价率为 10.58%，考虑到金能转债有网下发行，发行规模达 15 亿元，正股基本面尚可，具有一定吸引力，预计上市首日转股溢价率在 9%~12%之间，对应的上市价格或在 111~114 元区间。

**预计配售比例在 50%左右。**公司实际控制人秦庆平、王咏梅及其一致行动人秦璐直接持有公司 50.09%股份，实际控制人及其一致行动人将参与本次发行的优先配售，承诺认购金额不低于人民币 6.00 亿元，占其可参与优先配售金额的 79.87%，占此次转债发行规模的 40%，在此基础上，预计配售比例在 50%左右。

**预计中签率为 0.03%~0.04%。**金能转债同时设置网下和网上发行，总申购金额为 15 亿元，预计配售比例为 50%，则网上网下投资者的申购金额为 7.5 亿元，近期发行的新券中有网下申购的是远东转债，参照其参与程度——网下申购户数 4398 户、网下有效打新程度为 68.30%，我们预计金能转债的网下申购户数为 4500 户，平均单户申购金额按上限的 70%打新，即 2.8 亿元，网上参与户数为 60~100 万，测算下来中签率在 0.03%~0.04%之间。

**整体来看，金能转债的特点是有网下申购，发行规模近 15 亿元，大股东参与度较高，当前平价水平具有吸引力，考虑到正股资质尚可，建议投资者积极参与打新。**

## 3、正股基本面分析

金能科技是一家资源综合利用型、经济循环式的综合性化工企业。主要产品有对甲酚、山梨酸（钾）、炭黑、白炭黑、甲醇、焦炭、丙烯、聚丙烯等，产品广泛应用于医药、食品、钢铁、汽车、塑料、化纤等多个领域。公司建有国家级企业技术中心及国家级实验室，是全球对甲酚、山梨酸（钾）的重要生产基地。

公司通过构建循环经济产业链，实现原料与能源的双循环，在两方面获得成本优势：一是从副产品煤气中净化分离出煤焦油和粗苯，分别用于进一步生产炭

黑油和甲苯；二是发展以焦炉煤气作为燃料的联合循环热电联产技术，节约电力成本。

公司焦炭生产的主装置 7 米顶装焦炉技术先进，行业领先，且全部采用干法熄焦工艺，节能环保；炭黑方面，公司属首家研发应用煤气生产的企业，拥有炭黑国家认可实验室；公司的球状山梨酸钾引领着行业发展趋势，其造粒装置获国家实用新型专利；公司的燃气轮机利用煤气发电、产汽，开创了燃气轮机利用煤气热电联产的先河，发电后的尾气回收二次热电联产，获国家发明专利。

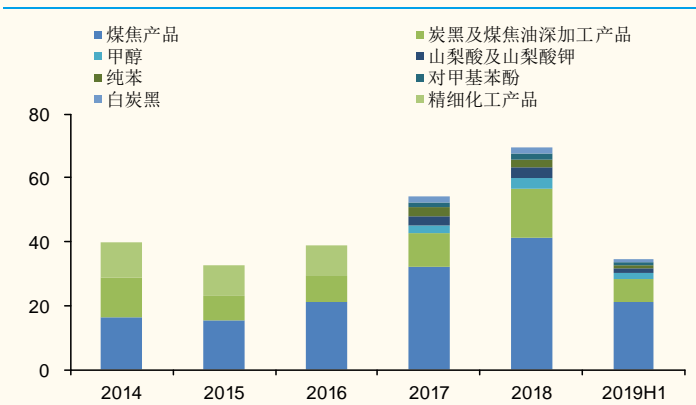
图表 3：金能科技 2019 年 H1 主要控股参股公司经营情况

公司名称	主要经营范围	营业收入（万元）	净利润（万元）
MOUNT TAI CORPORATION	贸易		
青岛金能新材料有限公司	生产，销售		930.67
青岛西海岸金能投资有限公司	投资		-1.20
南京金能科技投资有限责任公司	贸易		3,168.28
香港金能股份有限公司	贸易		-0.26

来源：Wind，国金证券研究所

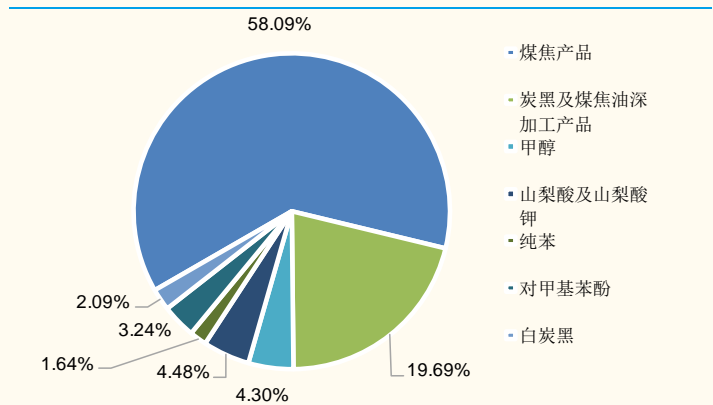
公司 2017 年后主营产品种类增加，产品包括煤焦产品、炭黑及煤焦油深加工产品、甲醇、纯苯等。公司营收来源多样化，但主要贡献来自焦炭和炭黑产品。2019 上半年焦炭、炭黑营收分别为 21.34、7.23 亿元，占营收比重分别为 58.09%、19.69%，同比增长 20.03%、1.49%，是营业收入的主要组成部分。

图表 4：金能科技主营产品营收情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：金能科技营收分布情况



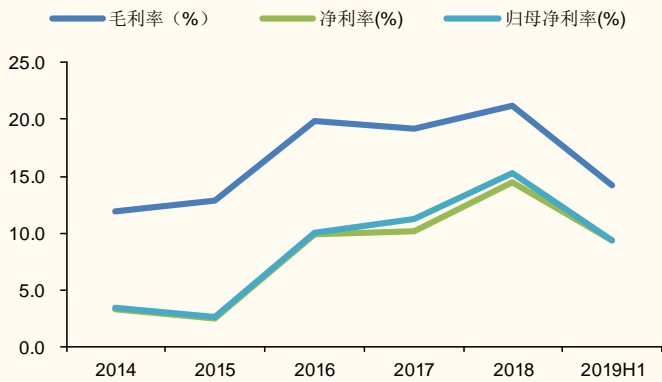
来源：Wind，国金证券研究所

公司经营业绩良好，营收稳步增长。公司 2016、2017、2018、2019H1 营收分别为 42.38、66.52、88.12、41.77 亿元，同比增长 17.09%、56.96%、32.47%、3.43%。营收保持增长，但营收增速有所下降。

过去三年盈利能力良好，但近期有所下滑。公司 2016、2017、2018、2019H1 净利润分别为 4.20、6.79、12.70、3.92 亿元，同比增速分别为 361.61%、61.69%、87.14%、-24.92%。归母净利润分别为 4.20、6.79、12.70、3.92 亿元，同比增速分别为 361.61%、61.69%、87.14%、-24.92%。2019 上半年公司利润出现负增长，盈利能力有所下滑。

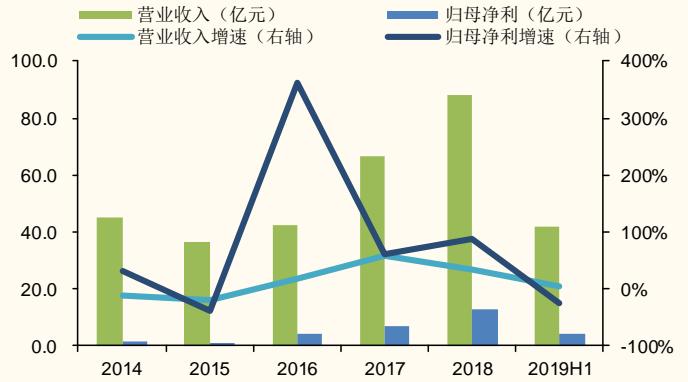
公司 2016、2017、2018、2019H1 的毛利率分别为 19.81%、19.16%、21.15%、14.19%，净利率分别为 9.91%、10.20%、14.42%、9.39%，归母净利率分别为 9.98%、11.16%、15.33%、9.39%。公司近期盈利能力有所下滑。

图表 6：金能科技归母净利率和毛利率状况



来源：Wind，国金证券研究所

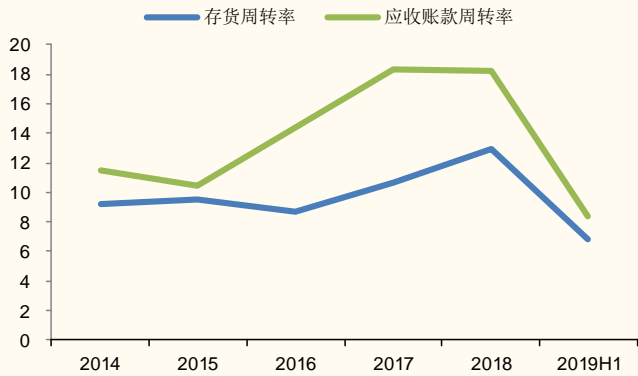
图表 7：金能科技营收及归母净利情况



来源：Wind，国金证券研究所

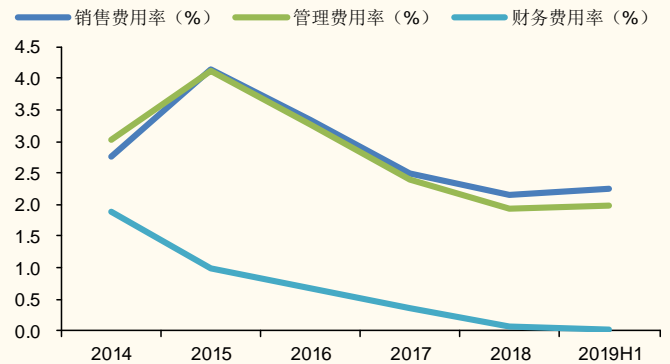
公司营运能力有所下降。公司 2016、2017、2018、2019H1 的存货周转率分别为 8.71、10.69、12.93、6.80；公司 2016、2017、2018、2019H1 的应收账款周转率分别为 14.34、18.32、18.26、8.41。公司存货周转率和应收账款周转率有所下降，公司销售效率、资金利用效率弱化。

图表 8：金能科技资产周转率



来源：Wind，国金证券研究所

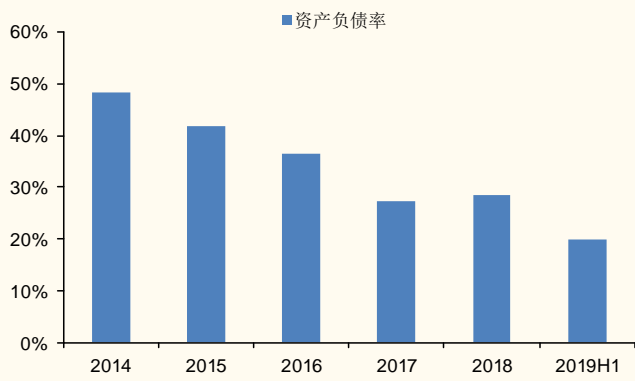
图表 9：金能科技期间费用率状况



来源：Wind，国金证券研究所

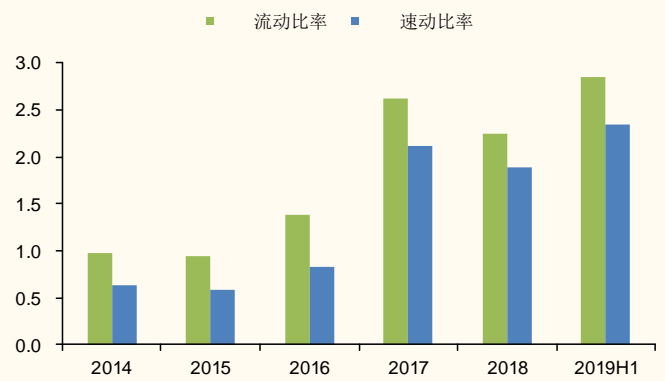
公司偿债能力良好。截至 2019H1，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.26%、1.99%和 0.02%。近期销售费用率、管理费用率和财务费用率略有回升。销售费用变动主要原因为销量增加，运输及相关服务费用增加。管理费用变动原因为新增土地，无形资产摊销增加。截至 2019H1，公司流动比率和速动比率分别为 2.85 和 2.34，呈持续上升趋势；资产负债率今年持续下降，偿债能力良好。

图表 10: 金能科技资产负债率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 金能科技偿债能力情况



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