

## 石英石英亮晶晶，好像天上摘下的星 ——石英转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**10月23日晚，江苏太平洋石英股份有限公司发布公告，将于2019年10月28日发行3.60亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为83.72元，YTM为3.84%。**石英转债期限为6年，债项评级为AA-，票面面值为100元，票面利率第一年0.40%、第二年0.70%、第三年1.20%、第四年2.00%、第五年2.50%、第六年3.50%。到期赎回价格为票面面值的118%（含最后一期利息），按照中债6年期AA-企业债到期收益率（2019/10/23）7.0390%作为贴现率估算，债底价值为83.72元，纯债对应的YTM为3.84%，债底保护性尚可。
- **平价为97.18元，下修条款稍显严格。**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15.25元/股，石英股份（603688.SH）10月23日的收盘价为14.82元，当前对应转债平价为97.18元。石英转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款稍显严格。
- **预计石英转债上市首日价格在105~107元之间。**按石英股份10月23日的收盘价14.82元测算，当前石英转债平价为97.18元。可参照的平价可比标的为九洲转债，其平价为97.37元，当前转股溢价率为9.00%，可参照的规模可比标的是精测转债，当前转股溢价率为10.77%。考虑到石英转债正股石英股份盈利能力较好，归母净利润增速稳健，预计上市首日转股溢价率在8%~10%之间，对应的上市价格在105~107元区间。
- **假设配售比例为30%。**石英股份的主要股东为陈士斌、富腾发展有限公司、连云港太平洋实业投资有限公司，持股比例分别为29.34%、24.31%、10.23%。陈士斌持有公司股票累计质押数量为3000万股。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，我们假设配售比例为30%。
- **预计中签率在0.05~0.08%之间。**石英转债总申购金额为3.60亿元，若配售比例为30%，则可供网上投资者申购的金额为2.52亿元，若网上申购户数为30~50万户，平均单户申购金额为100万元，则中签率在0.05%~0.08%之间。
- **整体来看，石英转债虽评级仅为AA-，但发行人提供了一个相对有保障的债底价值，且当前平价水平为97元，具有一定吸引力，考虑到石英转债正股石英股份盈利能力较好，归母净利润增速稳健，公司业务结构优化取得一定成效，故石英转债具有申购价值，建议投资者参与一级申购。**
- **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  
zhouyue1@gjzq.com.cn

马航 联系人  
mahang@gjzq.com.cn

10月23日晚，江苏太平洋石英股份有限公司（以下简称“石英股份”）发布公告，将于2019年10月28日发行3.60亿元可转债，此次募集资金将用于年产6000吨电子级石英产品项目。以下我们对石英转债的申购价值进行简要分析，以供投资者参考。

### 1、石英转债基本要素分析

债底为83.72元，YTM为3.84%。石英转债期限为6年，债项评级为AA-，票面面值为100元，票面利率第一年0.40%、第二年0.70%、第三年1.20%、第四年2.00%、第五年2.50%、第六年3.50%。到期赎回价格为票面面值的118%（含最后一期利息），按照中债6年期AA-企业债到期收益率（2019/10/23）7.0390%作为贴现率估算，债底价值为83.72元，纯债对应的YTM为3.84%，债底保护性尚可。

平价为97.18元，下修条款稍显严格。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15.25元/股，石英股份（603688.SH）10月23日的收盘价为14.82元，当前对应转债平价为97.18元。石英转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款稍显严格。

图表 1：石英转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	石英转债/113548
	发行规模	3.60亿元
	发行方式	原股东优先配售和网上通过上交所交易系统向社会公众投资者发售
	票面利率	第一年0.40%、第二年0.70%、第三年1.20%、第四年2.00%、第五年2.50%、第六年3.50%
	到期赎回价格	票面面值的118%（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-/有
	初始转股价格	15.25元/股
	募集资金用途	用于年产6000吨电子级石英产品项目
重要条款	主承销商	东兴证券股份有限公司
	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%），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7.00%。若按石英股份（603688.SH）初始转股价15.25元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度均为7%，股本摊薄压力不大。

**图表 2：石英转债发行申购日期表**

日期	交易日	发行事项安排
2019-10-24	T-2	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-10-25	T-1	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
2019-10-28	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、确定网上申购摇号中签率
2019-10-29	T+1	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购的摇号抽签
2019-10-30	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款 3、网下投资者根据配售结果缴款
2019-10-31	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
2019-11-01	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

预计石英转债上市首日价格在 105~107 元之间。按石英股份 10 月 23 日的收盘价 14.82 元测算，当前石英转债平价为 97.18 元。可参照的平价可比标的为九洲转债，其平价为 97.37 元，当前转股溢价率为 9.00%，可参照的规模可比标的是精测转债，当前转股溢价率为 10.77%。考虑到石英转债正股石英股份盈利能力较好，归母净利润增速稳健，预计上市首日转股溢价率在 8%~10%之间，对应的上市价格在 105~107 元区间。

假设配售比例为 30%。石英股份的主要股东为陈士斌、富腾发展有限公司、连云港太平洋实业投资有限公司，持股比例分别为 29.34%、24.31%、10.23%。陈士斌持有公司股票累计质押数量为 3000 万股。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，我们假设配售比例为 30%。

预计中签率在 0.05~0.08%之间。石英转债总申购金额为 3.60 亿元，若配售比例为 30%，则可供网上投资者申购的金额为 2.52 亿元，若网上申购户数为 30~50 万户，平均单户申购金额为 100 万元，则中签率在 0.05%~0.08%之间。

整体来看，石英转债虽评级仅为 AA-，但发行人提供了一个相对有保障的债底价值，且当前平价水平为 97 元，具有一定吸引力，考虑到石英转债正股石英股份盈利能力较好，归母净利润增速稳健，公司业务结构优化取得一定成效，故石英转债具有申购价值，建议投资者参与一级申购。

## 3、正股基本面分析

石英股份主要从事高纯石英砂，高纯石英管、棒、板、锭、筒，石英坩埚及其他石英材料的研发、生产和销售，公司产品主要应用于光源、光伏、光纤、半导体、光学等领域。

公司采购以满足生产经营订单、投资扩产采购为主需求，采取“接单生产”为主与常规产品“按库存生产”相结合的生产模式。公司的销售业务部门下设国内销售部及国际销售部，负责公司对境内及对境外的销售业务。

公司在光通讯行业的主营产品有石英延长管和石英棒及光纤石英套管，产品主要应用在光纤预制棒制成和光纤拉丝工艺中。随着全球信息化的发展，光通信行业市场需求量持续增长，如“宽带中国”战略、5G 商业化运行。针对光纤市场长期向好发展趋势，公司加大了投资和研发力度，光纤用石英套管实现批量销售，未来将成为公司业绩的重要增长点之一。

图表 3：石英股份 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）
连云港太平洋润辉光电科技有限公司	制造业	890.07	101.85
连云港太平洋光伏石英材料有限公司	制造业	1,148.83	-331.55
连云港太平洋金浩石英制品有限公司	制造业	2,711.12	203.71

来源：Wind，国金证券研究所

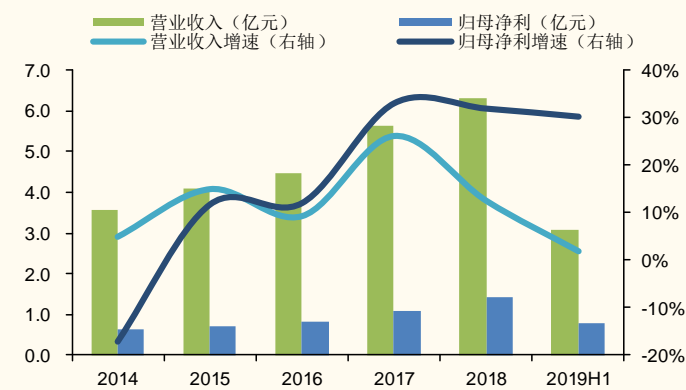
近期营收增速有所下滑。石英股份 2016、2017、2018、2019H1 营收分别为 4.47、5.63、6.33、3.08 亿元，同比增速分别为 9.26%、26.09%、12.46%、1.87%，2019 年营收增速较 2018 年同期有所下降，下降幅度为 16.39pct。

分业务来看，2018 年石英管业务实现营收 5.39 亿元，同比增长 20.25%，占总营收比重达 85.09%，为公司最主要业务；多晶石英坩埚业务实现营收 0.46 亿元，同比下降 37.54%，占比为 7.32%，高纯石英砂收入为 0.43 亿元，同比增长 20.36%，占比为 6.77%。公司营收增长主要来自于高毛利的石英管 and 石英砂业务。

分区域来看，2018 年国外业务实现营收 2.51 亿元，同比增长 22.98%，占营收比重为 39.62%；中国大陆业务实现营收 3.77 亿元，同比增长 6.57%，占营收比重为 59.56%。公司国外业务占比有上身趋势。

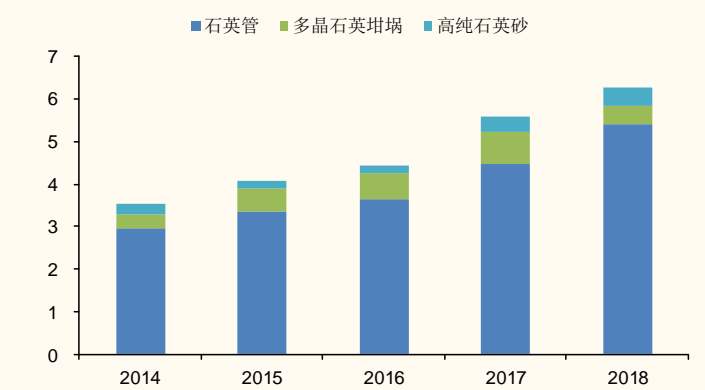
经营业绩稳健。石英股份 2016、2017、2018、2019H1 分别实现归母净利润 0.81、1.08、1.42、0.76 亿元，同比增速分别 12.03%、33.19%、32.05%、30.34%。在受到贸易摩擦、下游行业竞争格局调整等因素影响下，石英股份仍能保持净利润的持续增长。

图表 4：石英股份营收及归母净利情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：石英股份各业务营收情况（单位：亿元）

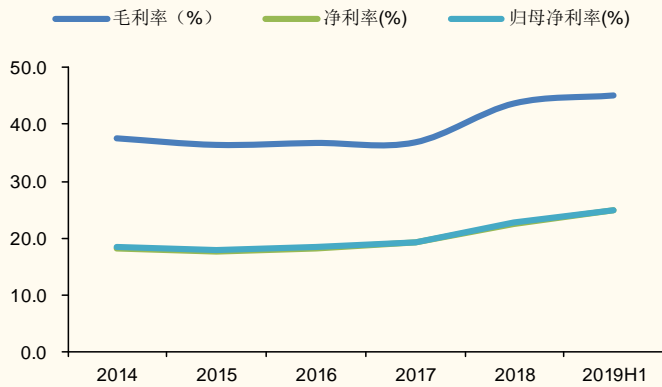


来源：Wind，国金证券研究所

公司盈利能力有所增强。2016、2017、2018、2019H1 公司净利率分别为 18.12%、19.14%、22.48%、24.76%。2016、2017、2018、2019H1 年公司毛利率分别为 36.83%、36.92%、43.74%、45.13%，均呈上升趋势。

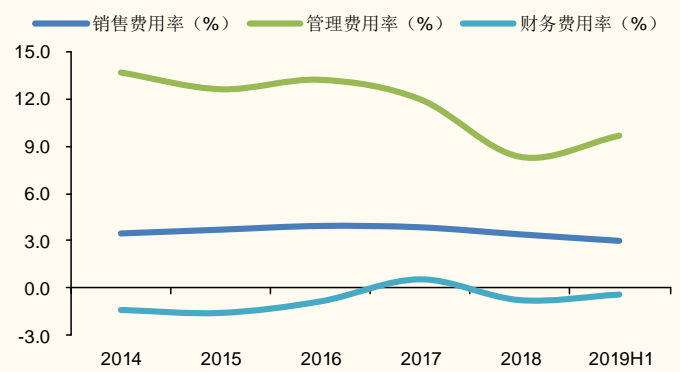
从三费率来看，公司成本控制能力趋于稳定。2016、2017、2018、2019H1 年公司销售费率为 3.98%、3.89%、3.44%、3.01%，2019H1 同比下降 2.02pct。管理费率为 13.24%、12.00%、8.34%、9.68%，财务费率为 -0.84%、0.51%、-0.76%、-0.42%，有缓慢回升趋势。总体看来公司成本控制能力趋于稳定。

图表 6：石英股份归母净利率和毛利率状况



来源：Wind，国金证券研究所

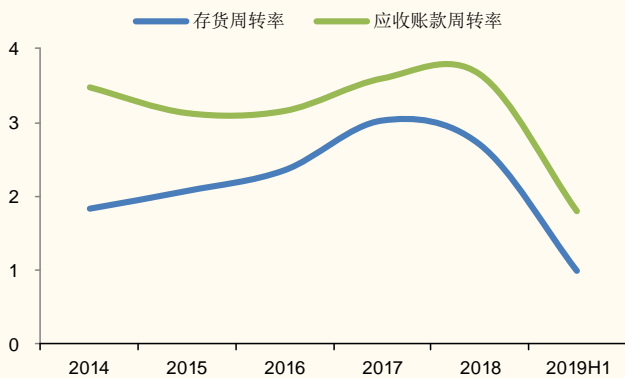
图表 7：石英股份期间费用率状况



来源：Wind，国金证券研究所

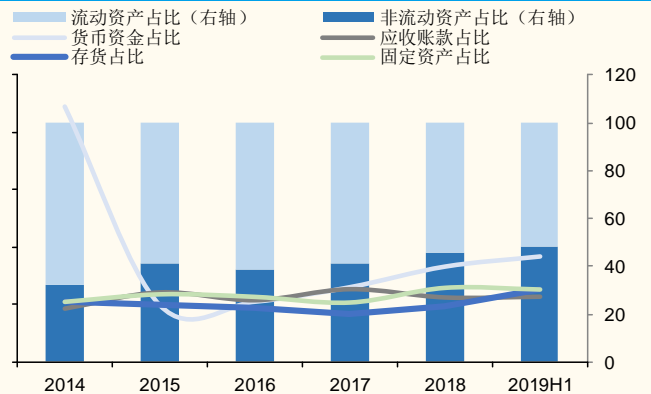
公司营运能力下降，资产流动性下降。公司 2016、2017、2018、2019H1 年存货周转率分别为 2.36、3.03、2.71、1.00，应收账款周转率分别为 3.16、3.60、3.66、1.80，近期营运能力有明显下滑。从资产构成来看，流动资产占比有减少趋势，非流动资产比重上升。从流动资产构成来看，流动性较强的货币资金占总资产比例缓慢上升，2019 年 H1 同比上升 7.59pct，流动性偏差的存货占比变大，较同期上升 3.18pct，整体而言公司资产的流动性有所下降。

图表 8：石英股份各类资产周转率



来源：Wind，国金证券研究所

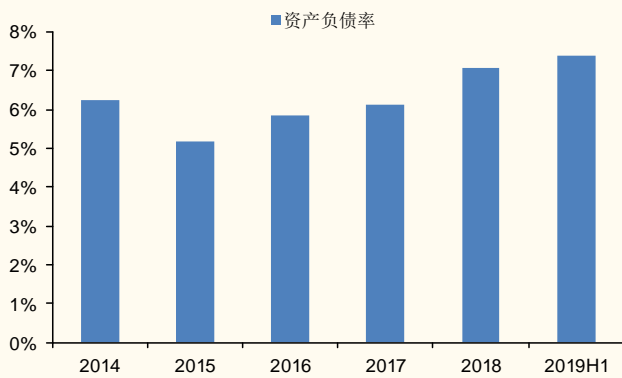
图表 9：石英股份各类资产占总资产比例 (单位：%)



来源：Wind，国金证券研究所

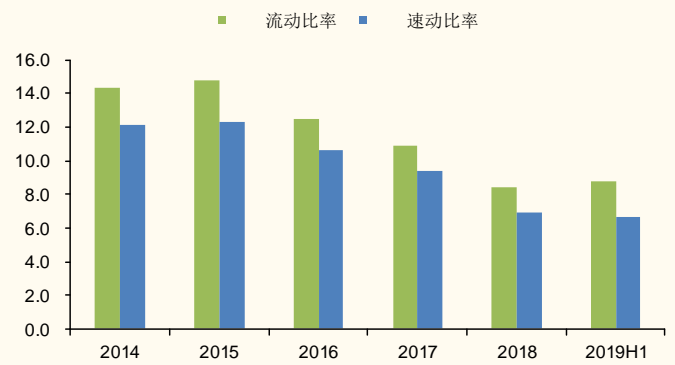
公司杠杆率降低，偿债能力有所减弱。公司 2016、2017、2018、2019H1 资产负债率分别为 5.86%、6.14%、7.06%、7.39%，呈逐年缓慢提升态势，但资产负债率较同行业偏低。从流动负债和非流动负债的占比来看，2019H1 流动负债占总负债的比重为 79.99%，比重有减少趋势。从偿债指标来看，2016、2017、2018、2019H1 流动比率分别为 12.51、10.93、8.42、8.78，速动比率为 10.60、9.37、6.91、6.64，均呈缓慢下降趋势，偿债能力有所减弱。

图表 10: 石英股份资产负债率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 石英股份偿债能力指标



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