

“基建+化工”双轮驱动，建议积极申购 ——交科转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**4月19日晚，浙江交通科技股份有限公司发布公告，将于2019年4月22日发行25.00亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **当前债底估值（全价）为93.97元，YTM为2.45%。**交科转债期限为6年，债项评级为AA+（新世纪），票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为0.40%/0.60%/1.00%/1.50%/1.80%/2.00%。到期赎回价格为票面面值的113%（含最后一年利息），按照中债6年期AA+企业债到期收益率（2020/4/17）3.5349%作为贴现率估算，纯债价值为93.97元，纯债对应的YTM为2.45%，具有一定的债底保护性。
- **当前平价为103.10元，下修条款触发条件较高。**转股期为自发行结束之日（2020年4月28日）起满6个月后的第一个交易日（2020年10月28日）至转债到期日（2026年4月22日）止，初始转股价5.48元/股，浙江交科（002061.SZ）4月17日的收盘价为5.65元，对应转债平价为103.10元。交科转债的下修条款为：20/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：最后2个计息年度，30，70%；下修条款触发条件较高。
- **预计交科转债上市首日价格在120.44~127.04元之间。**按浙江交科4月17日的收盘价5.65元测算，当前交科转债平价为103.10元，略超面值。综合可比标的及近期中盘转债的稀缺性，预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在120.44~127.04元区间。
- **预计原股东优先配售比例为76.60%。**浙江交科的主要股东包括浙江省交通投资集团有限公司、浙江海港资产管理有限公司、全国社保基金103组合等，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设前十大股东90%参与优先配售，其他股东中有60%参与优先配售，预计原股东优先配售比例为76.60%。
- **预计中签率为0.01%~0.02%。**交科转债发行总额为25.00亿元，预计原股东优先配售比例为76.60%，剩余网上投资者可申购金额5.85亿元，预计网上有效申购户数为400万户，平均单户申购金额为100万元，预计网上中签率在0.01%~0.02%之间。
- **整体来看，**交科转债为近期稀缺的中盘转债新券，当前平价超过面值，具备一定的吸引力，考虑到正股浙江交科作为浙江省最主要的交通基础设施建设主体，在浙江省内竞争优势明显，在资金和市场资源方面得到股东持续的支持；此外，公司化工业务主要产品在国内均处于龙头地位，具有一定的竞争优势；建议积极参与一级申购。
- **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

吴海峰 联系人
wuhaifeng@gjzq.com.cn

4月19日晚，浙江交通科技股份有限公司（以下简称“浙江交科”）发布公告，将于2019年4月22日发行25.00亿元可转债，此次募集资金扣除发行费用后将用于施工机械装备升级更新购置项目（10.0亿元）、104国道西过境平阳段（104国道瑞安仙降至平阳萧江段）改建工程PPP项目（9.5亿元）和补充营运资金（5.5亿元）。以下我们对交科转债的申购价值进行简要分析，以供投资者参考。

1、交科转债基本要素分析

图表 1：交科转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2020/4/20	T-2	1、刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》；
2020/4/21	T-1	1、网上路演； 2、原股东优先配售股权登记日。
2020/4/22	T	1、刊登《发行提示性公告》； 2、原股东优先配售（缴付足额资金）； 3、网上申购（无需缴付申购资金）； 4、确定网上中签率。
2020/4/23	T+1	1、刊登《网上发行中签率及网下发行配售结果公告》； 2、网上申购摇号抽签。
2020/4/24	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日日终有足额认购资金）。
2020/4/27	T+3	1、联合保荐机构（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。
2020/4/28	T+4	1、刊登《发行结果公告》。

来源：Wind，国金证券研究所

当前债底估值（全价）为 93.97 元，YTM 为 2.45%。交科转债期限为 6 年，债项评级为 AA+（新世纪），票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为 0.40%/0.60%/1.00%/1.50%/1.80%/2.00%。到期赎回价格为票面面值的 113%（含最后一期利息），按照中债 6 年期 AA+ 企业债到期收益率（2020/4/17）3.5349%作为贴现率估算，纯债价值为 93.97 元，纯债对应的 YTM 为 2.45%，具有一定的债底保护性。

当前平价为 103.10 元，下修条款触发条件较高。转股期为自发行结束之日（2020 年 4 月 28 日）起满 6 个月后的第一个交易日（2020 年 10 月 28 日）至转债到期日（2026 年 4 月 22 日）止，初始转股价 5.48 元/股，浙江交科（002061.SZ）4 月 17 日的收盘价为 5.65 元，对应转债平价为 103.10 元。交科转债的下修条款为：20/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：最后 2 个计息年度，30，70%，下修条款触发条件较高。

图表 2：交科转债基本信息梳理

具体内容		
转债信息	转债名称/代码	交科转债/128107.SZ
	发行规模	25.00 亿元
	发行方式	原股东优先配售，余额部分（含原股东放弃优先配售部分）通过深交所交易系统网上向社会公众投资者发行。
	票面利率	第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%
	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（2020/4/28）起满 6 个月后的第一个交易日（2020/10/28）至转债到期日（2026/4/22）止
	主体/债项评级/担保	AA+（新世纪）/AA+（新世纪）/无

重要条款	初始转股价格	5.48 元/股
	募集资金用途	施工机械装备升级更新购置项目（10.0 亿元）、104 国道西过境平阳段（104 国道瑞安仙降至平阳萧江段）改建工程 PPP 项目（9.5 亿元）和补充营运资金（5.5 亿元）
	主承销商	东兴证券股份有限公司、浙商证券股份有限公司
	下修条款	20/30，85%
重要条款	有条件赎回条款	15/30，130%
	有条件回售条款	最后 2 个计息年度，30，70%

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 33.16%。若按浙江交科（002061.SZ）初始转股价 5.48 元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释率分别为 33.16%和 55.19%，股本摊薄压力较大。

2、投资申购建议

预计交科转债上市首日价格在 120.44~127.04 元之间。按浙江交科 4 月 17 日的收盘价 5.65 元测算，当前交科转债平价为 103.10 元，略超面值。

1) 参照平价可比标的顾家转债、中宠转债和威帝转债，当前转股溢价率分别为 17.11%、16.92%和 26.28%；

2) 参照同属建筑与工程行业的建工转债、天路转债和北方转债，当前转股溢价率分别为 33.98%、24.18%和 34.00%；

3) 参考近期上市的海大转债、天铁转债和久吾转债，上市首日转股溢价率分别为 13.62%、16.95%和 19.71%；

4) 正股估值在路桥施工行业处于中等偏下水平；

综上可比标的及近期中盘转债的稀缺性，预计上市首日转股溢价率在 20%左右，对应的上市价格在 120.44~127.04 元区间。

图表 3：交科转债上市价格预计

转股溢价率 股价变动	对应正 股价格	16%	18%	20%	22%	24%
5%	5.93	125.58	127.74	129.91	132.07	134.24
2%	5.76	121.99	124.09	126.20	128.30	130.40
1%	5.71	120.79	122.88	124.96	127.04	129.13
0%	5.65	119.60	121.66	123.72	125.78	127.85
-1%	5.59	118.40	120.44	122.49	124.53	126.57
-2%	5.54	117.21	119.23	121.25	123.27	125.29
-5%	5.37	113.62	115.58	117.54	119.50	121.45

来源：Wind，国金证券研究所

预计原股东优先配售比例为 76.60%。浙江交科的主要股东包括浙江省交通投资集团有限公司、浙江海港资产管理有限公司、全国社保基金 103 组合等；持股比例分别为 40.80%、3.47%和 3.11%。公司实际控制人为浙江省国资委。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设前十大股东 90%参与优先配售，其他股东中有 60%参与优先配售，预计原股东优先配售比例为 76.60%。

预计中签率为 0.01%~0.02%。交科转债发行总额为 25.00 亿元，预计原股东优先配售比例为 76.60%，剩余网上投资者可申购金额 5.85 亿元，预计网上有效申购户数为 400 万户，平均单户申购金额为 100 万元，预计网上中签率在 0.01%~0.02%之间。

整体来看，交科转债为近期稀缺的中盘转债新券，当前平价超过面值，具备一定的吸引力，考虑到正股浙江交科作为浙江省最主要的交通基础设施建设主体，在浙江省内竞争优势明显，在资金和市场资源方面得到股东持续的支持；此外，公司化工业务主要产品在国内均处于龙头地位，具有一定的竞争优势；建议积极参与一级申购。

3、正股基本面分析

浙江交通科技股份有限公司（以下简称“浙江交科”或“公司”）前身系浙江江山化工股份有限公司，2006 年上市，后经 2016~2017 年间多次股权划转，截至目前，公司第一大股东为浙江省交通投资集团有限公司，直接持股比例为 40.80%，公司实际控制人为浙江省国资委。

浙江交科主要业务包括基建工程和化工产品的生产与销售。业务板块间经营独立，其中基建工程业务经营主体为子公司浙江交工集团股份有限公司（以下简称“浙江交工”），化工产品的生产与销售业务经营主体包括公司本部、子公司宁波浙铁江宁化工有限公司（以下简称“浙铁江宁”）和子公司宁波浙铁大风化工有限公司（以下简称“浙铁大风”），主要产品分别为有机胺、顺酐和 PC 产品。

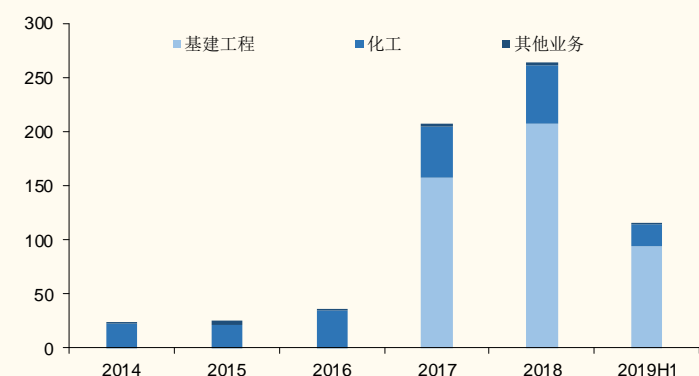
公司基建工程业务包括交通工程施工和路桥养护业务，其中交通工程施工业务占收入的比重约为 90%。公司交通工程施工业务主要布局公路、桥梁、市政工程等领域，承建的主要项目包括沪杭甬、杭金衢、杭州湾跨海大桥和舟山连岛工程等多项高速公路及海上施工工程。业务模式方面，公司交通工程施工主要通过竞标获得，此外，公司还以 BT 和 PPP 模式开展投资，承接施工业务，其中 BT 项目建设周期为 2~3 年，回购期为 3~6 年。截至 2019 年 6 月末，公司正在履行的金额在 10 亿元以上的工程施工项目合同金额累计 376.43 亿元，已确认收入 136.12 亿元。

公司化工业务主要产品包括有机胺（DMF、DMAC 和甲胺）、顺酐和聚碳酸酯（PC）。截至 2019 年 6 月末，公司有机胺、顺酐和聚碳酸酯产能分别为 20 万吨/年、10 万吨/年和 10 万吨/年，近年来实际产能利用率均高于 100%，产销量均在 96%以上。市场占有率方面，2018 年公司 DMAC 和 DMF 国内市场占有率分别为 55%和 28%，顺酐和 PC 的国内市场占有率为 12%和 11%，同时，公司也是全球最大的 DMAC 生产商，全球第二大的 DMF 生产企业。

公司化工业务上游原材料主要包括煤、甲醇、液化气、双酚 A 等，采购价格随行就市，并且公司与上游供应商关系相对稳定，前五大供应商采购占比保持在 38%以上。公司化工产品主要下游消费行业为氨纶、芳纶、绝缘膜、水处理膜和医药行业以及电子、汽车、建筑行业，应用领域广泛，产品定价参考市场行情协商确定。

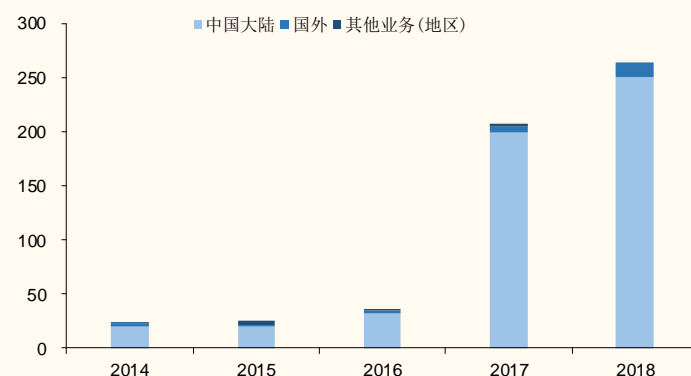
“基建+化工”双轮驱动，海外业务收入占比逐年提升。基建工程业务收入是公司主要的营收来源，自 2017 年以来基建工程业务收入占比均在 75%以上，且呈上升趋势，至 2019 年上半年，公司基建工程业务收入占比达 81.54%；近年来，化工产品营业收入占比在 20%左右，受基建工程业务收入快速增长的影响，公司化工产业营业收入占比呈逐年下降的趋势，至 2019 年上半年占比为 17.65%。此外，随着“一带一路”战略的实施，公司积极拓展基建工程业务海外布局，2018 年公司国外业务收入占比 4.83%，同比增长 1.98 个百分点。

图表 4：浙江交科营业收入结构-按产品（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

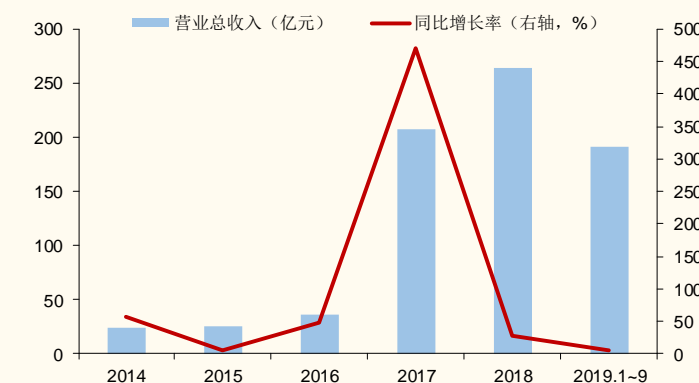
图表 5：浙江交科营业收入结构-按地区（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

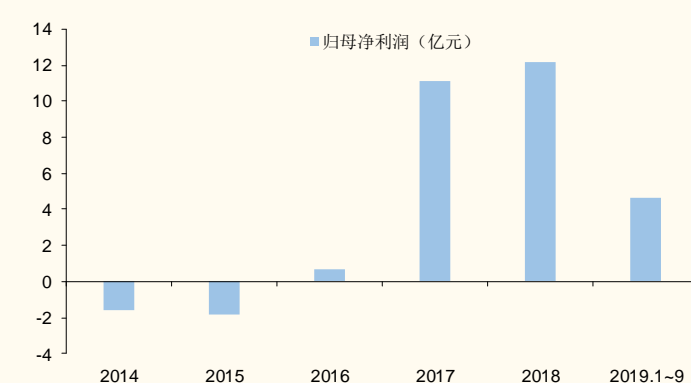
营业收入增速企稳，盈利水平下降。受合并范围增加影响，公司的主营收入在 2017 年大幅提升，归母净利润规模同步上升。2018 年公司实现营业总收入 263.77 亿元，同比增长 27.01%，实现归母净利润 12.13 亿元，同比增长 9.48%。分业务板块来看，公司基建业务毛利率较低，2018 年公司基建业务毛利率为 7.08%；化工业务毛利率受下游产品价格变动影响，近年来呈波动趋势，2018 年毛利率为 19.97%，2019 年上半年受下游产品价格大幅下行影响，化工业务毛利率下降至 7.41%。

图表 6：浙江交科历年营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

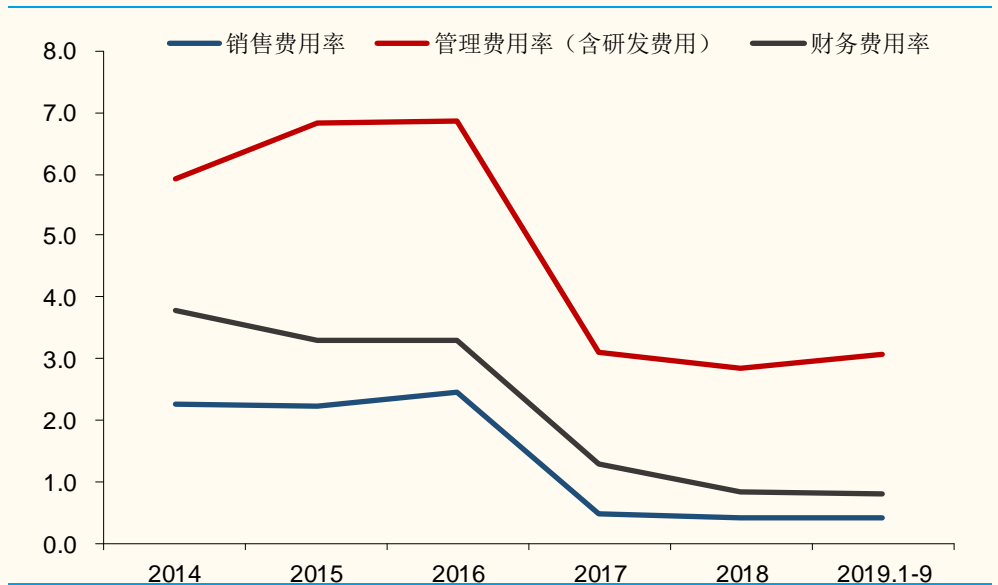
图表 7：浙江交科历年归母净利润（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

期间费用规模扩张，期间费用率整体下降。随着公司业务规模的逐年扩张，营业总收入增长的同时，期间费用规模亦逐年上升，2018 年公司期间费用合计 10.79 亿元，同比增长 6.73%，其中管理费用 4.52 亿元，研发费用 3.00 亿元，公司管理费用主要由职工薪酬和折旧与摊销构成；财务费用 2.22 亿元，其中利息支出 2.45 亿元。随着收入规模的提升，2017 年公司期间费用率整体下降，至 2018 年保持稳定。2019 年 1-9 月公司期间费用合计 8.18 亿元，其中管理费用 3.46 亿元，研发费用 2.41 亿元，财务费用 1.52 亿元。

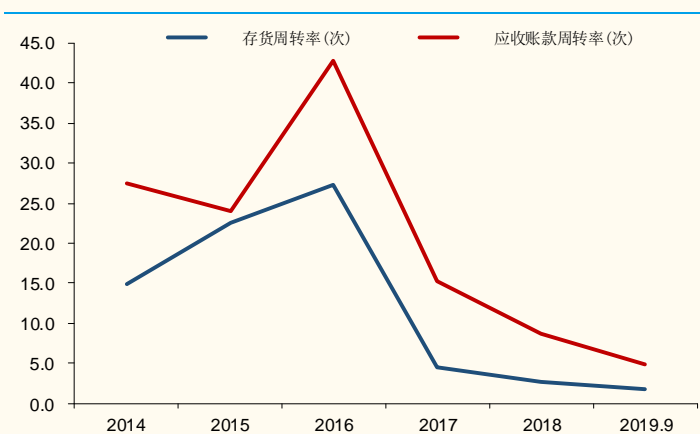
图表 8：浙江交科销售费率、管理费用率、财务费率情况 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

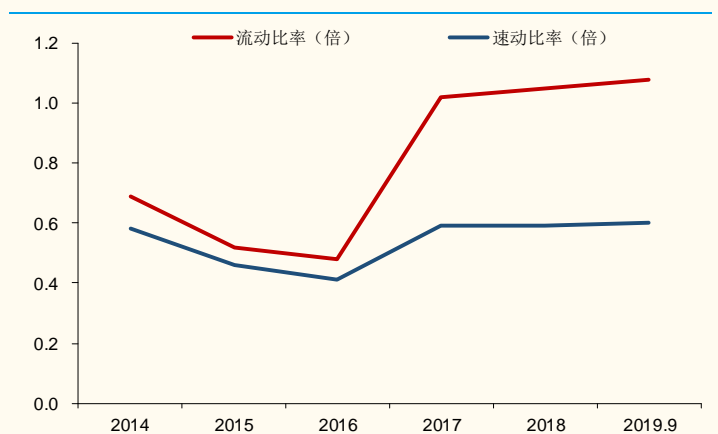
运营能力整体下滑，偿债能力略有改善。受公司 2017 年合并范围增加，运营能力相对较低的基建工程施工业务板块拉低公司整体营运能力，且呈逐年下降趋势，公司存货周转率由 2017 年的 4.56 次下降至 2019 年 9 月末的 1.75 次，应收账款周转率由 2017 年的 15.19 次下降至 2019 年 9 月末的 4.90 次；偿债能力方面，近年来公司流动比率和速动比率稳略有上升，至 2019 年 9 月末公司流动比率和速动比率分别为 1.08 倍和 0.60 倍。从资产负债率看，公司 2019 年 9 月末的资产负债率为 73.62%，路桥施工行业中位值为 60.41%，公司资产负债率高于行业中位水平。

图表 9：浙江交科营运能力情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：浙江交科偿债能力情况



来源：公司公告，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