

债券市场动态报告

2020/06/05

永兴转债（128110.SZ）新券申购价值分析： 不锈钢龙头，锂电业务有望成为新增长点

核心结论：

分析师

■ 不锈钢龙头，锂电业务未来有望放量

永兴特种材料科技股份有限公司（002756.SZ）是国内不锈钢棒线材龙头企业，并于 2017 年开始布局锂电业务。公司业绩暂时承压，2019 年营业收入为 49.09 亿元，同比增长 2.4%；实现归母净利润 3.44 亿元，同比下滑 11.29%。主要系制造业投资持续低迷，公司为了保产销量，对棒材销售价格进行了微调，导致公司棒线材单吨毛利有所下降，同时计提资产减值损失 8310 亿元对业绩构成拖累。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司实现营业收入 9.19 亿元，同比大幅下降 22.44%，归母净利润 0.74 亿元，同比大幅下滑 27.02%。不过公司锂电业务整体稳健，同时在新能源领域的不断发展和碳酸锂需求稳步提升的背景下，未来随着产能落地，该业务将创造新的业绩增长点。信用状况整体良好，2019 年末利息保障倍数 34.88 倍，能够满足公司支付利息和偿还债务的需要。公司股权结构集中且稳定，未解质押股权共计 8450 万股，占总股本 23.47%，需关注股权质押风险。正股估值水平目前高于同业，公司积极布局锂电材料业务，具备增长潜力，因此市场给予较高估值。

■ 纯债价值为 87.69 元，YTM 为 2.13%，债底保护作用较强

该转债面值为 100 元，发行期限为 6 年，6 年的票面利率分别为 0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%和 2.00%，到期赎回价为 108 元（含最后一期利息），对应的 YTM 为 2.13%。债项信用等级为 AA（联合评级），按照 2020 年 6 月 4 日 6 年期 AA 级中债企业债到期收益率（4.4892%）计算，纯债价值为 87.69 元，债底保护作用较强。

■ 平价为 102.27 元，转债下修条件较为宽松

正股 2020 年 6 月 4 日收盘价为 17.55 元，初始转股价为 17.16 元，对应的平价为 102.27 元。该可转债的发行规模为 7.00 亿元，若以初始转股价（17.16 元/股）全部转股，对公司流通股总股本的稀释率为 11.33%，压力中等。转债下修条款较为宽松。

■ 预计上市价格中枢为 118 元，中签率中枢预计为 0.0050%，建议投资者积极参与申购

根据最近 4 个月公募可转债的发行与上市情况，同时参考近期上市的可转债中，与永兴转债在基本面、发行规模等较为相似的久立转 2 的表现，我们预计永兴转债的上市转股溢价率将处于 13%-17% 的区间，若以目前的平价 102.27 元计算，则上市价格在 116-120 元的区间，中枢为 118 元。中签率预计在 0.0028%-0.0073%，中枢约为 0.0050%。综合来看，此次发行的可转债发行规模中等，转股价格下修条件较为宽松，评级一般，债底保护作用较强，正股“特钢+锂电”的布局具备一定看点。建议投资者积极参与申购。

申购日期：2020 年 6 月 9 日。

■ 风险提示

产能落地不及预期，下游需求不及预期，锂电业务放量不及预期。

李欣怡

座机：（8610）83574039

邮箱：lixinyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050003

近期报告

2020/06/03 新能源汽车产业链可转债全梳理与重点个券盘点

2020/06/02 永兴转债（128110.SZ）新券申购价值分析：铜基材料龙头，军工新材料业务打开新增长空间

2020/06/01 万青转债（127017.SZ）新券申购价值分析：江西水泥龙头，业绩增长稳健

2020/05/26 消费类可转债全梳理与重点个券盘点

2020/05/25 火炬转债（113582.SH）新券申购价值分析：主营业务保持稳健，新材料业务逐步发力

2020/05/25 福莱转债（113035.SH）新券申购价值分析：光伏玻璃行业龙头，产能扩张或迎新机遇

2020/04/22 5G 产业链可转债全梳理与重点个券盘点

2020/04/15 纵横转债（113573.SH）新券申购价值分析：通信服务提供商，5G 商用带来新增长空间



目 录

一、公司基本面	2
1.1 盈利分析：不锈钢业务稳健，锂电业务未来有望放量	2
1.2 偿债能力与流动性分析：偿债能力较强	2
1.3 股权结构分析：股权结构集中且稳定，关注股权质押风险	3
1.4 正股估值分析：估值高于同业	3
二、募集资金使用情况	3
三、可转债条款分析	4
四、发行定价与申购建议	4
4.1 发行定价估算	4
4.2 中签率估算	5
4.3 申购建议	5
五、风险提示	5
附录. 可转债发行安排与申购方式	6

图 表 目 录

图 1. 2019 年公司营业收入分产品构成情况	2
图 2. 2016-2019 年公司归母净利润增长情况（亿元，%）	2
表 1. 募集资金使用情况	3
表 2. 可转债主要条款	4
表 3. 永兴转债可比券相关指标	4
表 4. 永兴转债可比券发行指标	5
表 5. 发行时间安排	6
表 6. 申购方式	6

一、公司基本面

永兴特种材料科技股份有限公司（002756.SZ）是国内不锈钢棒线材龙头企业。公司主要从事高品质不锈钢和镍基铁镍基合金棒线材研发和生产，产品广泛用于石油化工、电站高压锅炉、核电能源、装备制造、航空航天、海洋工程、军工等工业领域。公司地处市场需求旺盛的长三角地区，凭借其先进的研发技术和丰富的产品种类，公司市场综合竞争优势显著，不锈钢棒线材国内市场占有率长期稳居第二，双相不锈钢棒线材产量居全国第一位。此外，公司积极布局锂电材料产业，逐渐形成形成“特钢+锂电”双轮驱动的格局，为公司未来发展打开了新的增长空间。

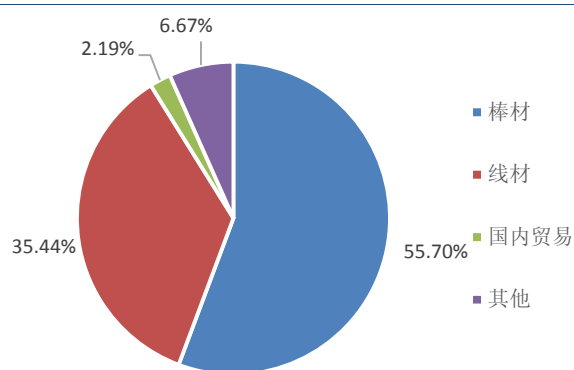
1.1 盈利分析：不锈钢业务稳健，锂电业务未来有望放量

公司业绩暂时承压，2019 年营业收入为 49.09 亿元，同比增长 2.4%；实现归母净利润 3.44 亿元，同比下滑 11.29%。主要系制造业投资持续低迷，公司为了保产销量，对棒材销售价格进行了微调，导致公司棒线材单吨毛利有所下降，同时公司计提资产减值损失 8310 亿元对业绩构成拖累。2020 年一季度，受新冠疫情影响，公司实现营业收入 9.19 亿元，同比大幅下降 22.44%，归母净利润 0.74 亿元，同比大幅下滑 27.02%。

主营业务方面，公司的主要业务为不锈钢棒线材及特殊合金材料的研发、生产和销售，并且主要布局在石油炼化等高端领域，营业收入占比长期在九成以上。经过多年积累，公司不锈钢棒线材国内市场占有率长期稳居第二。未来，大型建设项目将带动我国不锈钢在城市轨道、交通车辆、石油天然气加工运输及城乡基础建设工程等领域的大量消费，同时超临界和超（超）临界发电设备、新能源开发、航空航天等高端制造业都将成为新的应用领域。利好于公司不锈钢业务的长期稳健发展。

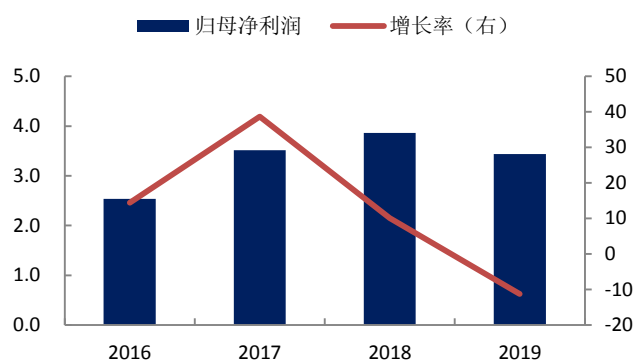
此外，公司自 2017 年起积极布局锂电材料产业，尽管碳酸锂项目尚未正式投产，2019 年度营收占比不足 1%，但在新能源领域的不断发展和碳酸锂需求稳步提升的背景下，随着产能落地，该业务将是公司未来发展的重要增长点。据公司公告，其子公司永诚锂业 2020-2024 年毛利率将稳定在 35% 左右，较 2019 年度增长 10% 左右。

图 1. 2019 年公司营业收入分产品构成情况



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2. 2016-2019 年公司归母净利润增长情况（亿元，%）



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

1.2 偿债能力与流动性分析：偿债能力较强

信用方面，公司近三年资产负债率保持在较低水平，流动比率与速动比率保持在较高水平，偿债风险较低：

截至 2019 年末，

1) 公司资产负债率为 23.89%，近两年公司的资产负债率略有上升，2017、2018 年的资产负债率分别为 14.85%、21.40%。2018 年末公司资产负债率相较上年增长较快，主要原因为年末缴交的应交税费和应付的原材料采购款增加，同时公司为了满足生产经营需求新增了银行借款。报告期内公司资产负债率总体较低，长期偿债能力较强，财务风险较低。低于同业平均水平。

2) 公司流动比率为 2.78，速动比率为 2.21，近两年公司的流动性指标有所下降，2017、2018 年的流动比率和速动比率分别为 4.69、4.00 和 3.01、2.50，但整体依然保持在较高水平。2018 年公司流动比率和速动比率同比下降较多，主要原因是当年新增短期借款及期末未交增值税、所得税增加，导致流动负债增加较多、而流动资产变动较小。

其他指标表现良好，2019 年末利息保障倍数 34.88 倍，整体偿债能力较强，能够满足公司支付利息和偿还债务的需要。

1.3 股权结构分析：股权结构集中且稳定，关注股权质押风险

公司股权结构集中且稳定。高兴江是公司的控股股东和实际控制人，截至 2020 年 5 月 19 日，其直接持有公司 43.4% 的股份，持股比例较高。公司未解质押股权共计 8450 万股，占总股本 23.47%，需关注股权质押风险。公司近期无限售股解禁。

1.4 正股估值分析：估值高于同业

从股票估值水平来看，2020 年 6 月 4 日，公司股票的市盈率 (TTM) 为 19.98X，高于同业可比公司¹中位数 (12.15X)，市净率 (MRQ) 为 1.82X，持平同业可比公司中位数 (1.82X)。公司积极布局锂电材料业务，具备增长潜力，因此市场给予较高估值。

二、募集资金使用情况

此次募集资金将用于炼钢一厂高性能不锈钢连铸技改项目、年产 1 万吨电池级碳酸锂项目、120 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目和补充流动资金，本次募投项目的实施，有助于实现公司特钢业务的优化发展、新能源锂电材料领域的布局以及业务发展配套流动资金的补充，提升公司全方位竞争力。

表 1. 募集资金使用情况

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	炼钢一厂高性能不锈钢连铸技改项目	10,808	10,208
2	年产 1 万吨电池级碳酸锂项目	51,077	21,496
3	120 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目	38,047	25,435
4	补充流动性资金	12,860	12,860
	合计	112,792	70,000

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

¹选取中信特钢、沙钢股份、太钢不锈、方大特钢、ST 抚钢、久立特材、广大特材、甬金股份、常宝股份、金洲管道 10 家，下同。

三、可转债条款分析

该转债面值为 100 元，发行期限为 6 年，6 年的票面利率分别为 0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80% 和 2.00%，到期赎回价为 108 元（含最后一期利息），则 YTM 为 2.13%。债项信用等级为 AA（联合评级），按照 2020 年 6 月 4 日 6 年期 AA 级中债企业债到期收益率（4.4892%）计算，纯债价值为 87.69 元，债底保护作用较强。

正股 2020 年 6 月 4 日收盘价为 17.55 元，初始转股价 17.16 元，则平价为 102.27 元。该可转债的发行规模为 7.00 亿元，若以初始转股价（17.16 元/股）全部转股，公司流通股本将增加 0.41 亿股，对公司 A 股总股本的稀释率为 11.33%，压力中等。

该转债的转股价格下修条件较为宽松，其他条款中规中矩：

1) 转股价格下修条款：存续期内，公司正股在任意连续 20 个交易日中至少 10 个交易日收盘价低于当期转股价格的 90%。

2) 有条件赎回条款：转股期内，公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价不低于当期转股价格的 130%。

3) 有条件回售条款：最后两个计息年度，公司正股在任意连续 30 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%。

表 2. 可转债主要条款

债券简称	永兴转债	发行规模	7.00 亿元
发行价格	100 元	转股价格	17.16 元
到期赎回价	108 元	主体与债项评级	AA（联合评级）
到期收益率	2.13%	纯债价值	87.69 元
平价	102.27 元	稀释率	11.33%
存续期限	2020 年 6 月 9 日-2026 年 6 月 8 日		
债券利率	6 年分别为：0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80% 和 2.00%		
转股期	2020 年 12 月 15 日-2026 年 6 月 8 日		
转股下修条款	存续期内，公司正股在任意连续 20 个交易日中至少 10 个交易日收盘价低于当期转股价格的 90%。		
有条件赎回条款	转股期内，公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价不低于当期转股价格的 130%。		
有条件回售条款	最后两个计息年度，公司正股在任意连续 30 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%。		

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

四、发行定价与申购建议

4.1 发行定价估算

我们选取满足以下三个条件的可转债进行比较：1) 2020 年 6 月 4 日平价在 96-110 元，2) 债券余额在 4-13 亿元，3) 债项评级为 AA。10 只符合条件的可转债 2020 年 6 月 4 日的转股溢价率主要处于 11%-21% 的区间，同时重点参考已发行流通的可转债中，与永兴转债在基本面、发行规模等较为相似的久立转 2 的近期表现，我们预计永兴转债的上市转股溢价率将处于 13%-17% 的区间，若以目前的平价 102.27 元计算，则上市价格在 116-120 元区间，中枢为 118 元。

表 3. 永兴转债可比券相关指标

转债简称	债项评级	债券余额	收盘价	平价	转股溢价率(%)	所属行业
金禾转债	AA	6.00	121.71	100.18	21.50	化工
创维转债	AA	9.78	118.50	97.65	21.35	家用电器
先导转债	AA	10.00	131.50	108.97	20.68	机械设备
拓邦转债	AA	5.73	119.76	99.45	20.42	电子
兄弟转债	AA	5.05	115.62	100.57	14.96	化工
唐人转债	AA	12.43	114.60	100.90	13.58	农林牧渔
索发转债	AA	9.45	123.60	109.18	13.20	有色金属
汽模转2	AA	4.71	118.10	105.73	11.70	汽车
华统转债	AA	5.50	122.01	109.62	11.30	食品饮料
国祯转债	AA	4.17	117.67	108.49	8.46	公用事业
平均值		7.28		104.07	15.71	

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

4.2 中签率估算

我们选取最近4个月满足以下条件的公募可转债的发行情况来预测永兴转债的中签率: 1) 网上发行日期在2020年2月5日-2020年6月4日, 2) 发行规模在4-13亿元, 3) 债项评级为AA, 4) 发行方式为股东优先配售和网上发行。

根据9只符合条件的可转债的发行情况, 我们估计永兴转债的网上获配比例为24%-57%, 发行规模为7.00亿元, 可供投资者申购的金额为1.68-3.99亿元。同时, 我们结合近期市场申购状况设定网上有效申购金额至55000-60000亿元, 因此中签率在0.0028%-0.0073%, 中枢约为0.0050%。

表4. 永兴转债可比券发行指标

证券简称	网上发行日期	债项评级	发行总额(亿元)	网上获配比例(%)	网上有效申购金额(亿元)
火炬转债	2020-05-27	AA	6.00	26.48	53659.15
健友转债	2020-04-23	AA	5.03	10.80	61691.67
凌钢转债	2020-04-13	AA	4.40	57.01	54746.39
华统转债	2020-04-10	AA	5.50	32.44	56860.52
东时转债	2020-04-09	AA	4.28	77.93	57793.74
长集转债	2020-04-09	AA	8.00	14.54	57862.10
搜特转债	2020-03-12	AA	8.00	63.79	42569.76
永高转债	2020-03-11	AA	7.00	31.09	44902.82
奥佳转债	2020-02-25	AA	12.00	24.45	36131.00
平均值			6.69	37.62	51801.91

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

4.3 申购建议

综合来看, 公司是国内不锈钢棒线材龙头企业。此次发行的可转债规模中等, 转股价格下修条件较为宽松。平价为102.27元, 纯债价值为87.69元, YTM为2.13%, 评级一般, 但债底保护作用较强, 正股“特钢+锂电”的布局具备一定看点。

我们预计永兴转债的上市转股溢价率将处于13%-17%的区间, 若以目前的平价102.27元计算, 则上市价格在116-120元区间, 中枢为118元。中签率中枢预计为0.0050%。建议投资者积极参与申购。

五、风险提示

产能落地不及预期, 下游需求不及预期, 锂电业务放量不及预期。

附录. 可转债发行安排与申购方式

表 5. 发行时间安排

日期	事项
T-2 日 2020 年 6 月 5 日 (周五)	刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1 日 2020 年 6 月 8 日 (周一)	1、原股东优先配售股权登记日 2、网上路演
T 日 2020 年 6 月 9 日 (周二)	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》; 3、原无限售股东优先配售认购日 (缴付足额资金) 5、网上申购 (无需缴付申购资金); 6、确定网上中签率
T+1 日 2020 年 6 月 10 日 (周三)	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 2、网上发行摇号抽签
T+2 日 2020 年 6 月 11 日 (周四)	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 可转债认购资金)
T+3 日 2020 年 6 月 12 日 (周五)	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
T+4 日 2020 年 6 月 15 日 (周一)	刊登《发行结果公告》

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 6. 申购方式

	原股东优先配售	网上申购
参与对象	原股东 (2020 年 6 月 8 日收市 后登记在册)	社会公众投资者
平台	深交所交易系统	深交所交易系统
申购代码	082756	072756
申购简称	永兴配债	永兴发债
申购日期	2020/6/9	2020/6/9
申购保证金	/	/
申购金额范围	每股配售 1.9444 元	1000 元-100 万元

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

作者简介与承诺

李欣怡，固定收益分析师，清华大学五道口金融学院金融硕士，中国人民大学经济学学士，2018 年 5 月加入中国银河证券研究院至今，主要从事宏观利率、可转债方面的研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰	0755-83471963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	gengyouyou@ChinaStock.com.cn