

湖南省盐业龙头，建议积极申购 ——湖盐转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**7月7日晚，湖南盐业股份有限公司发布公告，将于2020年7月10日发行7.2亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **当前债底估值（全价）为 88.05 元，YTM 为 2.43%。**湖盐转债期限为6年，债项评级为AA（联合），票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为0.30%/0.60%/1.00%/1.50%/1.80%/2.00%。到期赎回价格为票面面值的110%（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2020/7/7）4.6673%作为贴现率估算，纯债价值为88.05元，纯债对应的YTM为2.43%，债底保护较好。
- **当前平价为 98.79 元，下修条款对投资者保护性较好。**转股期为自发行结束之日（2020年7月16日）起满6个月后的第一个交易日（2021年1月18日）至转债到期日（2026年7月9日）止，初始转股价6.60元/股，湖南盐业（600929.SH）7月7日的收盘价为6.52元，对应转债平价为98.79元。湖盐转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：最后2个计息年度，30，70%，下修条款对投资者保护性较好。
- **预计湖盐转债上市首日价格在 108.43~114.87 元之间。**按湖南盐业7月7日的收盘价6.52元测算，当前湖盐转债平价为98.79元，略低于面值。综合可比标的，预计上市首日转股溢价率在13%左右，对应的上市价格在108.43~114.87元区间。
- **预计原股东优先配售比例为 75.23%。**湖南盐业的主要股东包括湖南省轻工盐业集团有限公司以及贵州盐业（集团）有限责任公司、湖南轻盐创业投资管理有限公司等，最新持股比例分别为60.92%、3.21%和2.86%，湖南省轻工盐业集团有限公司为公司控股股东，湖南省国资委为实际控制人。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80%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75.23%。
- **预计中签率为 0.0036%~0.0059%。**湖盐转债发行总额为7.2亿元，预计原股东优先配售比例为75.23%，剩余网上投资者可申购金额为1.78亿元，预计网上有效申购户数中枢为400万户，平均单户申购金额为100万元，预计网上中签率在0.0036%~0.0059%之间。
- **整体来看，湖盐转债当前平价略低于面值，条款设置较友好，具备一定的吸引力。**湖南盐业是湖南省盐业龙头，业绩水平稳定，盈利能力较强，在盐业市场化趋势下，公司作为区域龙头以及拥有产销一体化的格局，将具有较大的竞争优势，预计本次转债打新收益可观，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@gjq.com.cn

7月7日晚，湖南盐业股份有限公司（以下简称“湖南盐业”）发布公告，将于2020年7月10日发行7.2亿元可转债，此次募集资金扣除发行费用后将用于九二盐业年产30万吨离子膜烧碱项目二期工程（1.847亿元）、九二盐业年产18万吨过氧化氢（双氧水）项目（1.7415亿元）、九二盐业374万m³/年采输卤项目（0.6115亿元）、湘澧盐化2x75t/h锅炉超低排放环保改造项目（0.35亿元）、收购九二盐业10%股权项目（0.54亿元）和补充流动资金（2.11亿元）。以下我们对湖盐转债的申购价值进行简要分析，以供投资者参考。

1、湖盐转债基本要素分析

图表 1：湖盐转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2020/7/8	T-2	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》；
2020/7/9	T-1	1、网上路演； 2、原股东优先配售股权登记日。
2020/7/10	T	1、刊登《发行提示性公告》； 2、原无限售条件股东优先配售（缴付足额资金），原有限售条件股东优先配售认购日（11:30前提交认购资料，缴付认购资金）； 3、网上申购（无需缴付申购资金）； 4、确定网上中签率。
2020/7/13	T+1	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》； 2、网上申购摇号抽签。
2020/7/14	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）。
2020/7/15	T+3	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。
2020/7/16	T+4	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88.05元，YTM为2.43%。湖盐转债期限为6年，债项评级为AA（联合），票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为0.30%/0.60%/1.00%/1.50%/1.80%/2.00%。到期赎回价格为票面面值的110%（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2020/7/7）4.6673%作为贴现率估算，纯债价值为88.05元，纯债对应的YTM为2.43%，债底保护较好。

当前平价为98.79元，下修条款对投资者保护性较好。转股期为自发行结束之日（2020年7月16日）起满6个月后的第一个交易日（2021年1月18日）至转债到期日（2026年7月9日）止，初始转股价6.60元/股，湖南盐业（600929.SH）7月7日的收盘价为6.52元，对应转债平价为98.79元。湖盐转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：最后2个计息年度，30，70%，下修条款对投资者保护性较好。

图表 2：湖盐转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	湖盐转债/110071.SH
	发行规模	7.2亿元
	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0.30%、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年7月16日）起满6个月后的第一个交易日（2021年1月18日）至转债到期日（2026年7月9日）止	
主体/债项评级/担保	AA（联合）/AA（联合）/无	
初始转股价格	6.60元/股	
募集资金用途	九二盐业年产30万吨离子膜烧碱项目二期工程（1.847亿元）、九二盐业年产18万吨过氧化氢（双氧水）项目（1.7415亿元）、九二盐业374万m ³ /年采输卤项目（0.6115亿元）、湘潭盐化2x75t/h锅炉超低排放环保改造项目（0.35亿元）、收购九二盐业10%股权项目（0.54亿元）和补充流动资金（2.11亿元）	
主承销商	平安证券股份有限公司	
重要条款	下修条款	15/30, 90%
	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**11.89%**。若按湖南盐业初始转股价6.60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**11.89%**和**32.34%**，对股本造成一定的摊薄压力。

2、投资申购建议

预计湖盐转债上市首日价格在**108.43~114.87元**之间。按湖南盐业7月7日的收盘价6.52元测算，当前湖盐转债平价为98.79元，略低于面值。

- 1) 参照平价和评级可比标的永鼎转债、滨化转债和19东创EB，当前转股溢价率分别为9.981%、13.88%和12.55%；
- 2) 参照同属食品饮料行业的伊力转债、桃李转债和华统转债，当前转股溢价率分别为10.74%、17.21%和-0.37%；
- 3) 参考近期上市的中矿转债、寿先转债和上机转债，上市首日转股溢价率分别为0.47%、4.36%和-5.79%；
- 4) 正股估值目前处于历史23%分位，在食品饮料行业处于中等水平；

综上可比标的，预计上市首日转股溢价率在13%左右，对应的上市价格在108.43~114.87元区间。

图表3：湖盐转债上市价格敏感性分析

转股溢价率	对应正股价格	11%	12.0%	13%	14.0%	15%
-5%	6.19	104.17	105.11	106.05	106.99	107.93
-2%	6.39	107.46	108.43	109.40	110.37	111.33
-1%	6.45	108.56	109.54	110.51	111.49	112.47
0%	6.52	109.65	110.64	111.63	112.62	113.61
1%	6.59	110.75	111.75	112.75	113.74	114.74
2%	6.65	111.85	112.86	113.86	114.87	115.88
5%	6.85	115.14	116.17	117.21	118.25	119.29

来源：Wind，国金证券研究所

预计原股东优先配售比例为**75.23%**。湖南盐业的主要股东包括湖南省轻工盐业集团有限公司以及贵州盐业（集团）有限责任公司、湖南轻盐创业投资管理有限公司等，最新持股比例分别为**60.92%**、**3.21%**和**2.86%**，湖南省轻工盐业集团有限公司为公司控股股东，湖南省国资委为实际控制人。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 80%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 75.23%。

预计中签率为 0.0036%-0.0059%。湖盐转债发行总额为 7.2 亿元，预计原股东优先配售比例为 75.23%，剩余网上投资者可申购金额为 1.78 亿元，预计网上有效申购户数中枢为 400 万户，平均单户申购金额为 100 万元，预计网上中签率在 0.0036%~0.0059%之间。

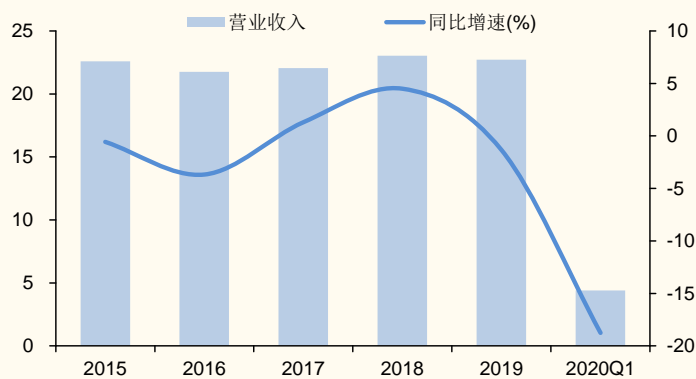
整体来看，湖盐转债当前平价略低于面值，条款设置较友好，具备一定的吸引力。湖南盐业是湖南省盐业龙头，业绩水平稳定，盈利能力较强，在盐业市场化趋势下，公司作为区域龙头以及拥有产销一体化的格局，将具有较大的竞争优势，预计本次转债打新收益可观，建议积极参与一级申购。

3、正股基本面分析

湖南盐业是湖南省最大的盐产品生产企业，也是省内唯一产供销一体化的盐业公司，主营业务是盐及盐化工产品的生产和销售，产品包括食盐、工业盐、烧碱、畜牧盐、芒硝等。公司下属湘衡盐化、湘澧盐化、九二盐业、雪天技术四家国家食盐定点生产企业，旗下“雪天”牌精制盐、“天鹅”牌工业盐、食用盐均为湖南省名牌产品。

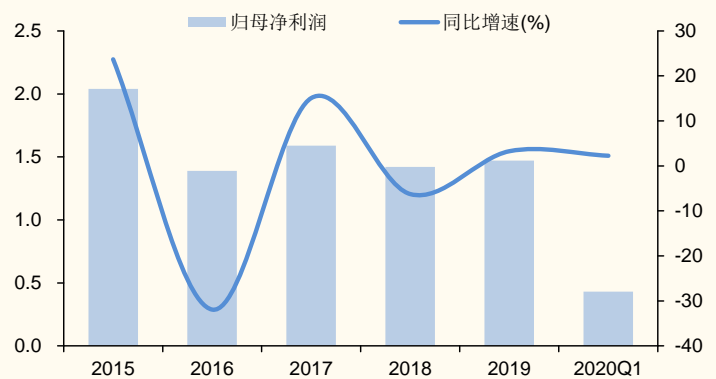
营收和净利润保持平稳。2019/2020Q1 公司分别实现营收 22.72 亿元/4.40 亿元，同比下降 1.34%/18.75%；实现归母净利润 1.47 亿元/0.43 亿元，同比增长 3.25%/2.24%。2019 年业绩下滑主要系公司食盐和烧碱类产品受盐业体制改革政策变化以及宏观经济影响，销售单价较上年同比下降影响所致。一季度营收下滑幅度较大主要由于受新冠疫情影响，下游需求减弱。盈利能力方面，公司毛利率和净利率均较高，2020Q1 毛利率为 49.66%，净利率为 10.04%，整体盈利能力较强。

图表 4：湖南盐业历年营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：湖南盐业历年归母净利润



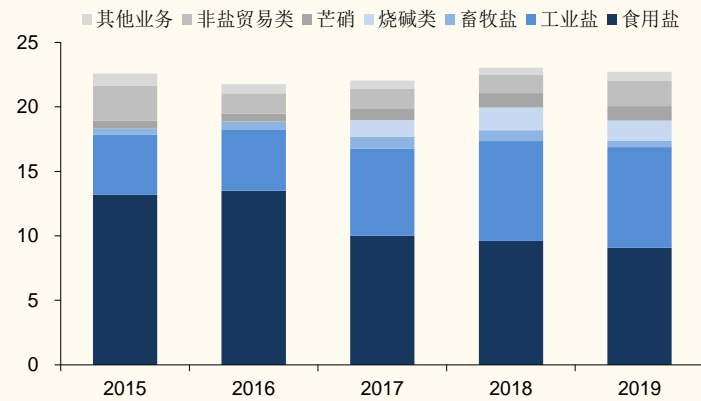
来源：公司公告，国金证券研究所

盐改助力盐业市场化，产销一体化是趋势。2016 年 4 月，国务院印发《盐业体制改革方案》，自 2017 年 1 月 1 日起实施，过渡期两年，放开所有盐产品价格，取消食盐准运证，允许现有食盐定点生产企业进入流通领域，食盐批发企业可开展跨区域经营。《盐改》同时鼓励食盐生产与批发企业兼并重组，产销一体。经历两年的盐改过渡期，食盐市场秩序逐步规范，市场竞争加剧，预计产销一体化将是未来趋势，行业集中度将逐步提高。

盐产品是公司的核心收入来源。2019 年食盐和工业盐分别实现营收 9.08 亿元和 7.79 亿元，分别占总营收的 40.59%和 34.82%，盐产品合计营收占比为 77.68%，较 2018 年下滑 2.29pct。公司近两年盐产品营收占比下滑主要由于烧碱业务规模扩大、食盐收入下滑以及非盐贸易收入提升。此外，公司还拥有烧碱、芒硝等下游盐化工产品，2019 年分别实现销售收入 1.56 亿元和 1.11 亿元，占总营收的 6.98%和 4.97%。

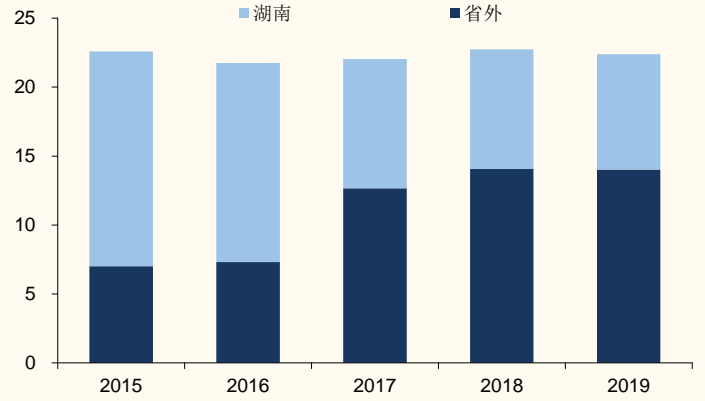
湖南省市占率第一，省外营收逐年提升。作为湖南省内盐业龙头，公司建立了覆盖全省的销售渠道，湖南省市占率第一。公司拥有盐产品年产能 388 万吨，国内市场份额达到 6.33%。公司三大盐矿分布在湖南和江西境内，毗邻贵州省、广西省、广东省和福建省等无井矿盐的省份和氯碱产品主要消费市场，具有天然的区位优势。此外，盐改后公司大力开拓省外市场，省外市场营收占比不断提升。2019 年公司在湖南省内和省外的销售收入分别为 8.35 亿元和 14.03 亿元，营收占比分别为 37.32%和 62.68%，其中省外营收占比环比 2018 年继续提升 0.81pct。

图表 6：湖南盐业营业收入结构-按产品（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

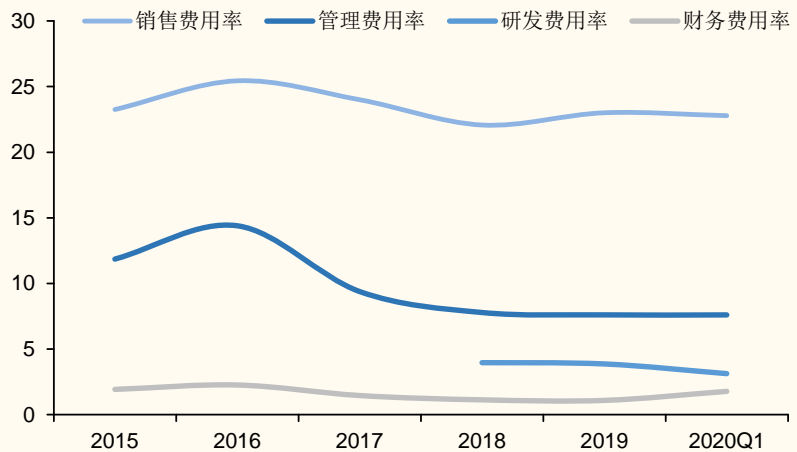
图表 7：湖南盐业营业收入结构-按地区（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

从期间费用看，公司成本管控能力保持稳定水平。公司期间费用以销售费用为主，2019 年财务费用率为 23.01%。2017-2019 年公司期间费用率分别为 35.22%、34.96%和 35.57%，保持了稳定水平，体现出公司较强的费用管控能力。

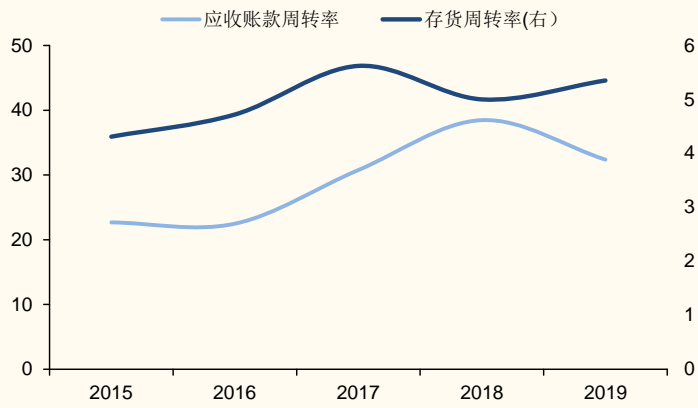
图表 8：湖南盐业期间费用率情况（%）



来源：Wind，国金证券研究所

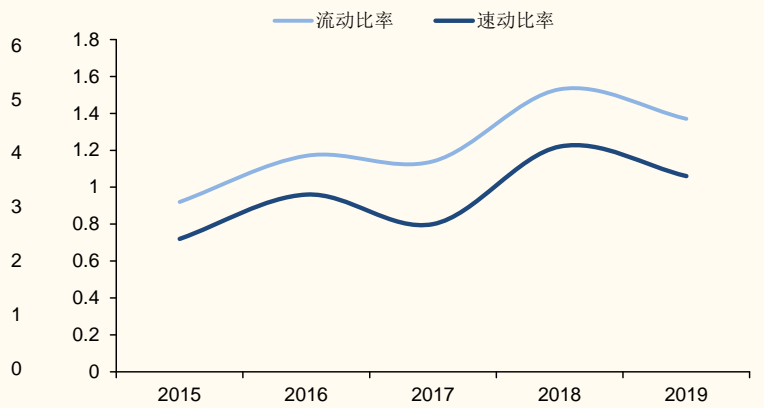
营运能力保持稳定，偿债能力整体提升。近年来公司应收账款周转率呈逐年提高的趋势，2018 年应收账款周转率大幅提升，主要由于 2017 年后工业盐产品行情持续改善，客户回款加快。随着宏观经济增速放缓，2019 年应收账款周转率为 32.38，有所回落。公司存货周转率保持稳定，2019 年为 5.35，整体营运能力保持稳定。偿债能力方面，2019 年流动比率和速动比率分别为 1.37 倍和 1.06 倍，均大于 1，整体流动性较好，短期偿债能力较强。2018 年流动比率和速动比率较 2017 年大幅提高，主要系公司上市后流动资产大幅增加，相应比率也随之提高。

图表 9：湖南盐业营运能力情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：湖南盐业偿债能力情况



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