

内蒙铅锌矿开采商，打新积极参与 ——国城转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**7月12日下午，国城矿业股份有限公司发布公告，将于2020年7月15日发行8.5亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **当前债底估值（全价）为 87.68 元，YTM 为 2.41%。**国城转债期限为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%/0.50%/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（2020/7/10）4.72%作为贴现率估算，纯债价值为87.68元，纯债对应的YTM为2.41%，债底保护较好。
- **当前平价为 99.15 元，下修条款对投资者较友好。**转股期为自发行结束之日（2020年7月21日）起满6个月后的第一个交易日（2021年1月21日）至转债到期日（2026年7月14日）止，初始转股价21.07元/股，正股国城矿业7月10日的收盘价为20.89元，对应转债平价为99.15元。国城转债的下修条款为：15/30，85%，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%，下修条款对投资者较友好。
- **预计国城转债上市首日价格在 110.42~117.66 元之间。**按国城矿业最新收盘价测算，当前转债平价为99.15元，略低于面值。综合可比标的，预计上市首日转股溢价率在15%左右，对应的上市价格在110.42~117.66元区间。
- **预计原股东优先配售比例为 69.85%。**国城矿业的主要股东包括甘肃建新实业集团有限公司以及浙江国城控股集团有限公司、重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司等，最新持股比例分别为40.99%、32.99%和0.88%，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75.53%。
- **预计中签率为 0.0035%~0.0052%。**国城转债发行总额为8.5亿元，预计原股东优先配售比例为75.53%，剩余网上投资者可申购金额为2.08亿元，预计网上有效申购户数中枢为500万户，平均单户申购金额为100万元，预计网上中签率在0.0035%~0.0052%之间。
- **整体来看，国城转债当前平价略低于面值，下修条款对投资者较友好，具有一定的吸引力。**国城矿业是国内规模较大的有色金属开采商，受有色金属行情走弱影响，近两年业绩有所下滑，但二季度锌精矿价格开始反弹，公司业绩有望迎来恢复性增长，具备一定的配售价值，建议积极参与一级申购。
- **风险提示：**有色金属价格波动、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12日下午，国城矿业股份有限公司（以下简称“国城矿业”）发布公告，将于2020年7月15日发行8.5亿元可转债，此次募集资金扣除发行费用后将用于硫钛铁资源循环综合利用项目（8.5亿元）。以下我们对国城转债的申购价值进行简要分析，以供投资者参考。

1、国城转债基本要素分析

图表 1：国城转债发行申购日期表

| 日期 | 交易日 | 发行事项安排 |
|-----------|-----|---|
| 2020/7/13 | T-2 | 刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》； |
| 2020/7/14 | T-1 | 1、网上路演； 2、原股东优先配售股权登记日。 |
| 2020/7/15 | 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，缴纳认购资金）； 3、网上申购（无需缴付申购资金）； 4、确定网上中签率。 |
| 2020/7/16 | 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。 |
| 2020/7/17 | 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）。 |
| 2020/7/20 | 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。 |
| 2020/7/21 | 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 87.68 元，YTM 为 2.41%。国城转债期限为 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%/0.50%/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（2020/7/10）4.72%作为贴现率估算，纯债价值为 87.68 元，纯债对应的 YTM 为 2.41%，债底保护较好。

当前平价为 99.15 元，下修条款对投资者较友好。转股期为自发行结束之日（2020 年 7 月 21 日）起满 6 个月后的第一个交易日（2021 年 1 月 21 日）至转债到期日（2026 年 7 月 14 日）止，初始转股价 21.07 元/股，正股国城矿业 7 月 10 日的收盘价为 20.89 元，对应转债平价为 99.15 元。国城转债的下修条款为：15/30，85%，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%，下修条款对投资者较友好。

图表 2：国城转债基本信息梳理

| | | 具体内容 |
|------|------------|--|
| 转债信息 | 转债名称/代码 | 国城转债/ 127019.SZ |
| | 发行规模 | 8.5 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 0.50%、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 21 日）起满 6 个月后的第一个交易日（2021 年 1 月 21 日）至转债到期日（2026 年 7 月 14 日）止 |
| | 主体/债项评级/担保 | AA（联合）/AA（联合）/无 |

| | | |
|------|---------|-----------------------|
| | 初始转股价格 | 21.07 元/股 |
| | 募集资金用途 | 硫钛铁资源循环综合利用项目（8.5 亿元） |
| | 主承销商 | 红塔证券股份有限公司 |
| 重要条款 | 下修条款 | 15/30, 85% |
| | 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 3.55%。若按国城转债初始转股价计算, 转债发行对总股本和流通盘的稀释率分别为 3.55%和 3.55%, 对股本造成的摊薄压力较小。

2、投资申购建议

预计国城转债上市首日价格在 110.42~117.66 元之间。按国城矿业最新收盘价测算, 当前转债平价为 99.15 元, 略低于面值。

- 1) 参照平价和评级可比标的滨化转债、永鼎转债和合兴转债, 当前转股溢价率分别为 9.66%、10.02%和 13.30%;
- 2) 参照同属有色金属板块的华钰转债、寒锐转债和盛屯转债, 当前转股溢价率分别为-3.93%、12.83%和 16.26%;
- 3) 参考近期上市的永兴转债、寿先转债和中矿转债, 上市首日转股溢价率分别为 11.60%、4.01%和 5.87%;
- 4) 正股估值当期创新高, 处于行业较高水平, 股价弹性一般;

综合可比标的, 预计上市首日转股溢价率在 15%左右, 对应的上市价格在 110.42~117.66 元区间。

图表 3: 国城转债上市价格敏感性分析

| 转股溢价率 股价变动 | 对应正股价格 | 转股溢价率 | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 10.0% | 12.5% | 15.0% | 17.5% | 20.0% |
| -5% | 19.85 | 103.61 | 105.96 | 108.32 | 110.67 | 113.03 |
| -2% | 20.47 | 106.88 | 109.31 | 111.74 | 114.17 | 116.60 |
| -1% | 20.68 | 107.97 | 110.42 | 112.88 | 115.33 | 117.79 |
| 0% | 20.89 | 109.06 | 111.54 | 114.02 | 116.50 | 118.97 |
| 1% | 21.10 | 110.15 | 112.65 | 115.16 | 117.66 | 120.16 |
| 2% | 21.31 | 111.24 | 113.77 | 116.30 | 118.83 | 121.35 |
| 5% | 21.93 | 114.51 | 117.12 | 119.72 | 122.32 | 124.92 |

来源: Wind, 国金证券研究所

预计原股东优先配售比例为 69.85%。国城矿业的主要股东包括甘肃建新实业集团有限公司以及浙江国城控股集团有限公司、重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司等, 最新持股比例分别为 40.99%、32.99%和 0.88%, 国城控股直接和间接持有公司 73.98%股份, 为公司控股股东, 吴城先生为实际控制人。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 75.53%。

预计中签率为 0.0035%~0.0052%。国城转债发行总额为 8.5 亿元, 预计原股东优先配售比例为 75.53%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.08 亿元, 预计网上有效申购户数中枢为 500 万户, 平均单户申购金额为 100 万元, 预计网上中签率在 0.0035%~0.0052%之间。

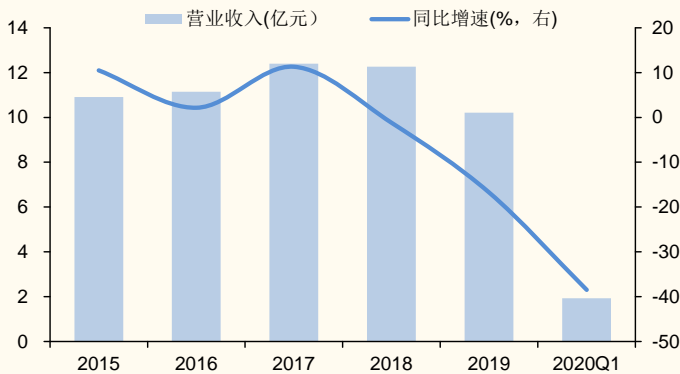
整体来看，国城转债当前平价略低于面值，下修条款对投资者较友好，具有一定的吸引力。国城矿业是国内规模较大的有色金属开采商，受有色金属行情走弱影响，近两年业绩有所下滑，但二季度锌精矿价格开始反弹，公司业绩有望迎来恢复性增长，具备一定的配售价值，建议积极参与一级申购。

3、正股基本面分析

国城矿业的主营业务为有色金属采选，产品包括锌精矿、铅精矿、铜精矿、硫精矿和硫铁粉。公司拥有东升庙矿业、金鹏矿业等主要矿山。

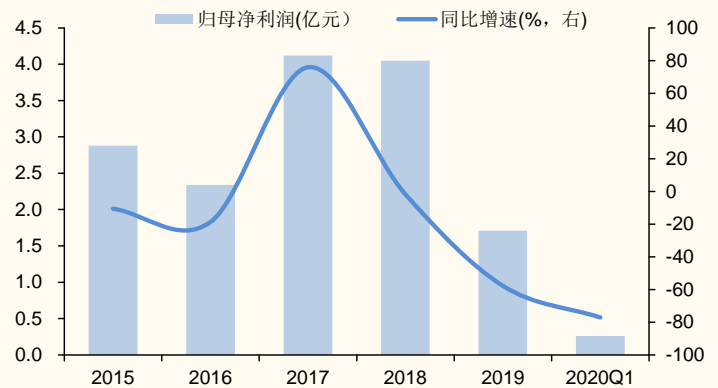
营收和净利润增速持续下滑。2019 年公司实现营收 10.21 亿元，同比减少 16.75%；实现归母净利润 1.71 亿元，同比减少 57.82%。根据公司的业绩预告，2020 年上半年公司实现归母净利润 0.43-0.55 亿元，同比减少 72.23%-64.48%。2019 年公司业绩下滑主要由于公司主要产品铅锌矿的市场价格发生了较大幅度下滑，以及公司存在部分库存商品尚未出售。2020 年上半年归母净利润下滑幅度较大主要系受新冠疫情影响，公司铅锌原矿开采量同比下降了 39.84%。盈利能力方面，2020Q1 公司毛利率为 33.62%，净利率为 13.62%，盈利能力较强。

图表 4：国城矿业历年营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

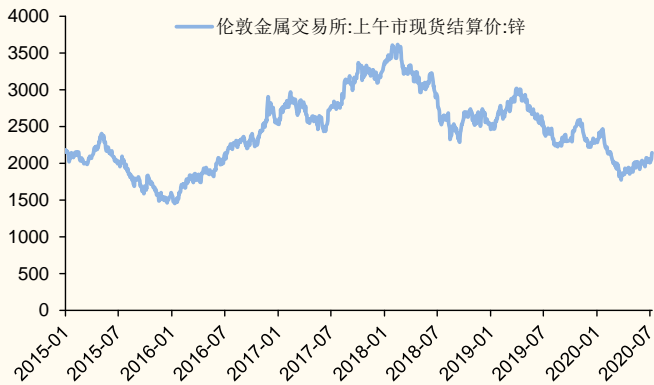
图表 5：国城矿业历年归母净利润



来源：Wind，国金证券研究所

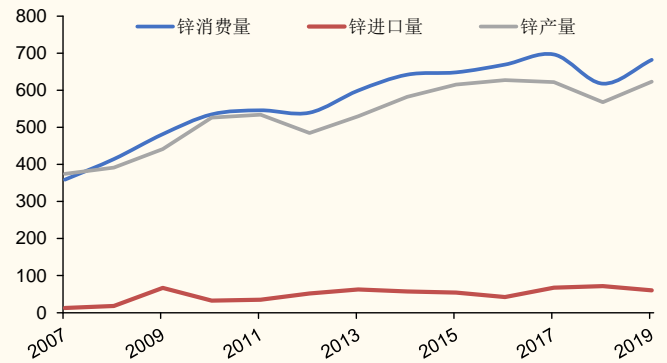
锌精矿价格开始反弹。中国的锌精矿供给主要靠国内矿山生产，部分靠进口，产量和消费量总体呈现逐年增长的趋势。锌供给在 2017 年出现一定缺口后，近两年供给充足。2019 年上半年国内矿山产量下降，下半年产量回升，全年产量累计同比小幅增长 9.8%。价格方面，锌精矿销售价格在 2018 年初达到高点 3600 美元/吨后开始下降，2020 年 3 月底下滑至低点 1800 美元/吨，此后开始反弹，截止 2020 年 7 月上旬锌精矿价格约为 2100 美元/吨。

图表 6：锌精矿价格走势（美元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：中国锌产量及增速（万吨）

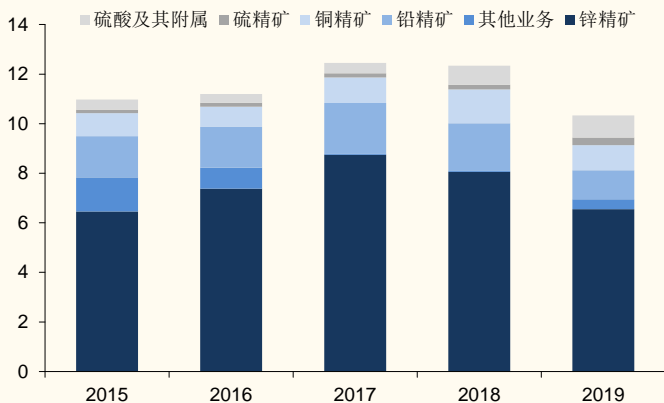


来源：Wind，国金证券研究所

锌精矿是公司的核心产品。2019 年公司锌精矿/铅精矿/铜精矿分别实现营收 1.09 亿元/0.25 亿元/0.26 亿元，分别占总营收的 59.69%/13.77%/ 14%，锌精矿贡献了超过 50% 的营业收入，但收入份额有所下滑。受铅锌精矿销售价格大幅降低影响，公司有色金属采选业务毛利率近两年大幅下降。

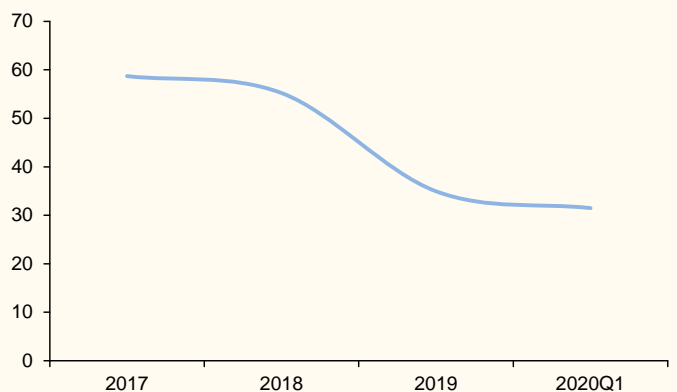
锌精矿市场占有率稳定。公司主要矿山东升庙矿山位于内蒙古，其铅锌矿石储量、品位在内蒙古地区具有优势，单一矿山铅、锌精矿产量均位居全国前列。内蒙古地区为中国铅锌矿主要产地之一，锌资源储量全国占比排名第二，该地区有色金属采选和冶炼均形成了完整的产业链。截至 2020 年 3 月末，公司下属各矿山企业保有资源（矿石）总量合计 16,232.40 万吨，锌金属量 170.74 万吨。2019 年公司锌精矿/铅精矿/铜精矿产量分别为 5.7 万吨/ 0.83 万吨/ 0.22 万吨，市场占有率分别为 2.06%/ 0.67%/ 0.14%，锌精矿市占率保持稳定，铅精矿逐年下降。

图表 8：国城矿业营业收入结构-按产品（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

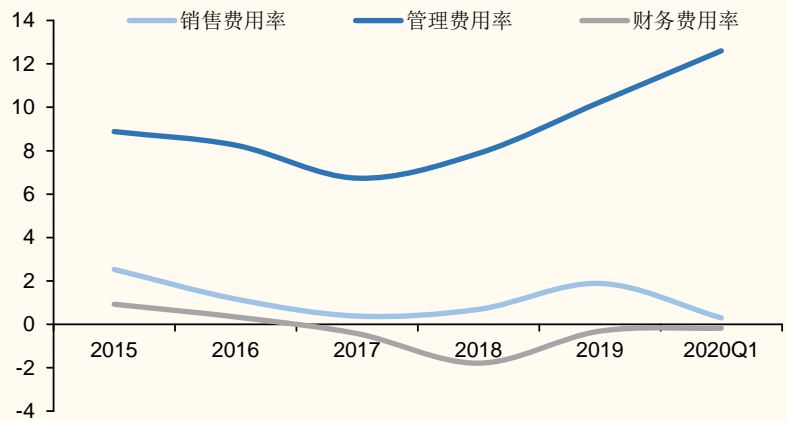
图表 9：国城矿业有色金属采选业务毛利率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

期间费用率逐年提升。公司的期间费用以管理费用为主，近年来由于业务发展，公司管理人员增多，管理费用有较大幅度增长。2017-2019 年公司的期间费用率分别为 6.69%、6.78%和 11.81%，呈逐年提升的趋势。

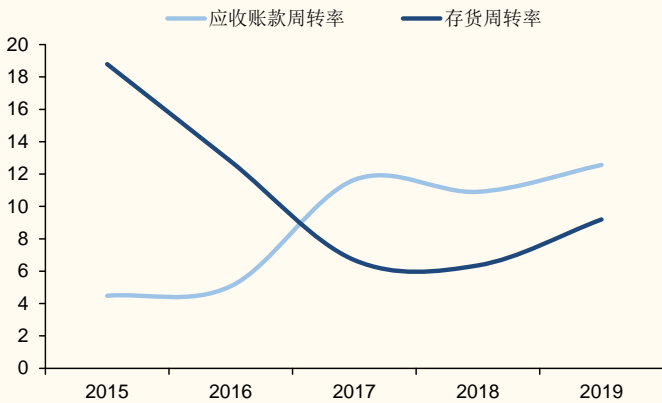
图表 10：国城矿业期间费用率情况 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

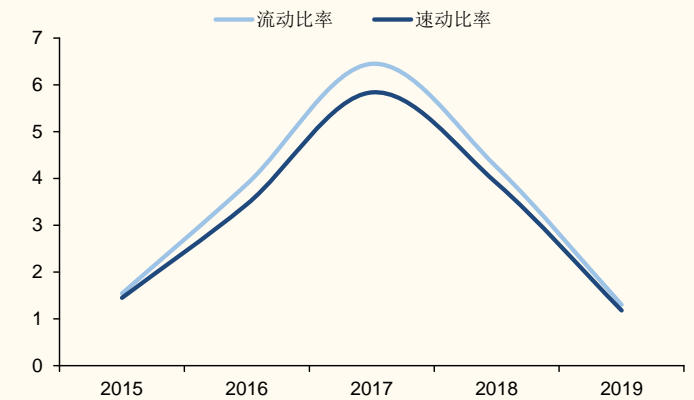
营运能力保持稳定，偿债能力有所下滑。2019 年公司应收账款周转率为 12.56，近两年保持稳定；2019 年存货周转率为 9.19，公司存货周转率整体呈上升趋势，主要系有色金属行情走弱，公司减少了库存商品备货，存货余额逐渐减少。偿债能力方面，2017 年以来，公司流动比率和速动比率呈下降趋势。2019 年公司的流动比率为 1.3，速动比率为 1.18，偿债能力增强。

图表 11：国城矿业营运能力情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：国城矿业偿债能力情况



来源：Wind，国金证券研究所

4、风险提示

有色金属价格波动、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