

新星转债投资价值分析

报告日期: 2020-08-12

分析师: 邹坤

执业证书号: S0010520040001

邮箱: zoukun@hazq.com

新星转债于 08 月 13 号进行网上申购: 总发行规模为 5.95 亿元, 占目前深圳新星市值的比例约为 15.46%。新星转债存续期为 6 年, 中证鹏元评级为 AA-/AA-; 下修条款为 15/30, 85%。按照 2020 年 08 月 10 日中债 6 年 AA- 级企业债到期收益率 6.7751% 计算, 债底价值为 91.14 元。按照 2020 年 08 月 10 日的深圳新星收盘价 24.05 元/股计算, 初始平价为 100.84 元, 平价溢价率为 -0.83%。

上市价格预计在 111 元左右: 估计新星转债的转股溢价率在 7.5% 到 12.5% 之间。通过相对价值法得到的结果 104 元到 118 元之间, 我们认为其上市价格在 111 元左右。

公司本次拟公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过 5.95 亿元。本次募集资金扣除发行费用后, 2.00 亿元用于年产 3 万吨铝中间合金项目, 2.00 亿元用于年产 10 万吨颗粒精炼剂项目, 1.00 亿元用于工程研发中心建设项目, 0.95 亿元用于补充流动资金。

铝晶粒细化剂龙头, 全产业链布局完整。公司是国内铝晶粒细化剂制造领域居于龙头地位, 公司是目前国内行业内唯一一家拥有完整产业链且自主研发制造关键生产设备电磁感应炉、连轧机的铝晶粒细化剂制造商, 也是国内唯一一家可以在技术水平上和欧美发达国家铝晶粒细化剂制造商包括英国的 LSM、美国的 KBAlloys、荷兰的 KBM 相提并论的铝晶粒细化剂制造企业。截至目前, 公司已经拥有了从萤石矿、氢氟酸、氟盐等原料到铝晶粒细化剂、铝中间合金等产品铝晶粒细化剂研发生产的全产业链, 全产业链布局较为完整。

铝材消费不断升级, 公司有望发挥技术优势。公司作为铝晶粒细化剂领域的细分行业龙头, 2018 年市场占有率为 43.10%。公司下游承接航空、航天、航海、建筑、化工、交通、机械制造、军工、消费包材行业。与公司业绩紧密相关的, 是下游对铝材量和质两方面的需求情况。从量上看, 根据中国有色网预测, 铝细化剂市场规模在未来五年增速基本稳定在 7% 左右, 整体市场空间增速可能有所放缓。从质上看, 未来, 随着航空铝材、国防军工用铝材、消费电子用铝材、印刷版基等高端铝材需求进一步释放, 公司的产品结构可能越来越向高端铝晶粒细化剂集中, 行业消费升级有望使以技术优势见长的公司持续收益。

公司 19 年营收和归母净利有所下滑, 成本费控能力尚可, 盈利能力有提升空间。2019 年, 受宏观经济下行以及中美贸易摩擦的影响, 公司 2019 年营收同比下滑 6%, 归母净利润同比下滑 24.8%。2019 年, 公司 ROE、净利率、毛利率、三费率分别为 6.46%、9.12%、20.87%、11.28%。相较于同业可比, 公司毛利率、净利率高于同业可比, ROE、三费率基本和同业可比持平。未来, 随着国内下游产业对于铝材消费的升级, 公司盈利能力有望得到改善。

风险提示: 宏观经济风险; 铝锭价格波动超预期

目 录

1 发行安排.....	3
2 主要条款及分析.....	3
3 上市价格预测.....	4
4 正股分析.....	4

图 目 录

图 1: 铝晶粒细化剂产业链.....	5
图 2: 铝材下游产品主要用途.....	5
图 3: 公司 2015-2019 营收及增速 (亿元)	5
图 4: 公司 2019 年营收结构 (分业务)	5
图 5: 公司 2015-2019 年分业务营收情况 (亿元)	6
图 6: 公司 2015-2019 年归母净利润及增速 (%)	6
图 7: 公司铝晶粒细化剂 2017-2020Q1 产销情况	6
图 8: 公司氟铝酸钾 2017-2020Q1 产销情况	6
图 9: 公司 2019 年分地区营收情况	7
图 10: 公司 2015-2019 年分地区营收情况 (亿元)	7
图 11: 2017 年铝材下游应用结构	7
图 12: 2014-2021E 国内铝晶粒细化剂市场规模 (万吨)	7
图 13: 2015-2020H1 中国铝材产量 (万吨)	8
图 14: 2015-2020Q1 国内精炼铝消费量 (千吨)	8
图 15: 公司 2015-2019 年毛利率 (%)	8
图 16: 公司 2019 年毛利结构 (亿元)	8
图 15: 2015-2019 年公司细分业务毛利结构 (亿元)	9
图 16: 市场价:铝锭:A00:全国 (元/吨)	9
图 18: 2015-2020Q1 同业 ROE (%)	9
图 19: 2015-2020Q1 同业净利率 (%)	9
图 20: 2015-2020Q1 同业毛利率 (%)	10
图 21: 2015-2020Q1 同业三费对比 (%)	10

表 目 录

表 1: 新星转债发行认购时间表	3
表 2: 新星转债主要条款	3
表 3: 债性、股性指标	4
表 4: 相对价值法下, 预测新星转债上市价格	4

1 发行安排

表 1：新星转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2 日	2020 年 08 月 11 日	刊登《募集说明书》、《募集说明书摘要》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1 日	2020 年 08 月 12 日	原 A 股股东优先配售股权登记日；网上路演
T 日	2020 年 08 月 13 日	刊登《发行提示性公告》；原 A 股股东优先配售日；网上申购
T+1 日	2020 年 08 月 14 日	刊登《网上发行中签率及优先配售结果公告》；网上申购摇号抽签
T+2 日	2020 年 08 月 17 日	刊登《网上发行中签结果公告》；网上中签缴款
T+3 日	2020 年 08 月 18 日	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
T+4 日	2020 年 08 月 19 日	刊登《发行结果公告》

资料来源：发行公告、华安证券研究所

截至 2020 年 08 月 11 日，新星转债已发布《募集说明书》、《募集说明书摘要》、《发行公告》、《网上路演公告》。

深圳新星目前总市值为 38.48 亿元，若本次发行的可转债全部如期转股，约占市值的 15.46%，对原股东股权的稀释程度较大。

2 主要条款及分析

表 2：新星转债主要条款

项目	内容
转债名称	新星转债
债券代码	113600.SH
主体及债项评级	AA-/AA- (中证鹏元)
发行规模	5.95 亿元
存续期	6 年（2020 年 08 月 13 日到 2026 年 08 月 12 日）
票面利率	0.40%，0.60%，1.00%，1.50%，2.50%，3.00%
转股价格	23.85 元/股
转股期	自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即 2021 年 02 月 19 日至 2026 年 08 月 12 日止。
向下修正条款	存续期内，15/30，85%
赎回条款	<p>(1) 到期赎回：期满后五个交易日内，按债券面值的 120%（含最后一期利息）赎回</p> <p>(2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额不足 3000 万元</p>
回售条款	<p>(1) 有条件回售条款：在最后两个计息年度，若公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价 70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加当期应计利息的价格回售给公司。</p> <p>(2) 附加回售条款：若募集资金运用的实施情况与募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权在</p>

项目	内容
	公司公告后的附加回售申报期内，将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。
网络申购限额	100 万元/账户

资料来源：发行公告、华安证券研究所

表 3：债性、股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	91.14	平价	100.84
底价溢价率（以面值计算）	9.72%	平价溢价率（以面值计算）	-0.83%

资料来源：Wind，华安证券研究所

按照 2020 年 08 月 10 日中债 6 年 AA- 级企业债到期收益率 6.7751% 计算，债底价值为 91.14 元。按照 2020 年 08 月 10 日的深圳新星收盘价 24.05 元/股计算，初始平价为 100.84 元，平价溢价率为 -0.83%。

3 上市价格预测

表 4：相对价值法下，预测新星转债上市价格

转股溢价率/正股价	7.50%	8.75%	10.00%	11.25%	12.50%
21.65	97.56	98.70	99.83	100.96	102.10
22.85	102.98	104.18	105.38	106.57	107.77
24.05	108.40	109.66	110.92	112.18	113.44
25.25	113.82	115.15	116.47	117.79	119.12
26.46	119.24	120.63	122.01	123.40	124.79

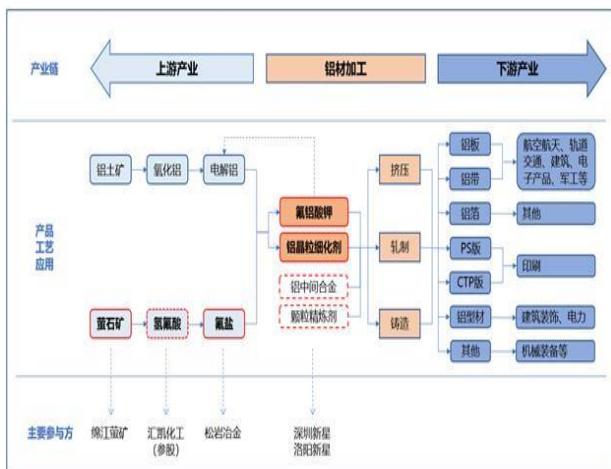
资料来源：Wind，华安证券研究所

根据 2020 年 08 月 10 日的收盘价，新星转债初始平价为 100.84 元。综合考虑公司的基本面情况、以及近期转债市场的行情，我们估计新星转债的转股溢价率在 7.5% 到 12.5% 之间。通过相对价值法得到的结果 104 元到 118 元之间，我们认为其上市价格在 111 元左右。

4 正股分析

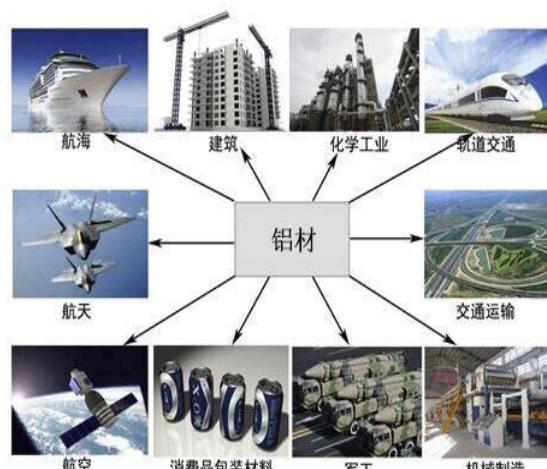
深圳新星全称深圳市新星轻合金材料股份有限公司，公司主营铝晶粒细化剂的生产、研发、销售。公司实际控制人、控股股东为陈学敏，截至 2020 年 3 月 31 日，其直接控制公司 27.13% 的股份，通过岩岱投资、辉科公司分别间接控制公司 15.79%、9.50% 的股份，合计控制公司 52.42% 的股份。公司是目前国内行业内唯一一家拥有完整产业链且自主研发制造关键生产设备电磁感应炉、连轧机的铝晶粒细化剂制造商，目前公司拥有国内外发明专利及实用新型专利共计 248 项，其中国内实用新型专利 3 项、国内发明专利 48 项、美国发明专利 35 项、英国发明专利 37 项、德国发明专利 31 项、法国发明专利 29 项、荷兰发明专利 33 项、西班牙发明专利 32 项。公司也是业内标准的制定者，公司负责起草了《铝及铝合金晶粒细化用合金线材第 1 部分：铝钛硼合金线材》(YS/T447.1-2011)、《铝及铝合金晶粒细化用合金线材第 2 部分：铝钛碳合金线材》(YS/T447.2-2011) 和《铝及铝合金晶粒细化用合金线材第 3 部分：铝钛合金线材》(YS/T447.3-2011) 等行业标准。

图 1：铝晶粒细化剂产业链



资料来源：募集说明书、华安证券研究所

图 2：铝材下游产品主要用途

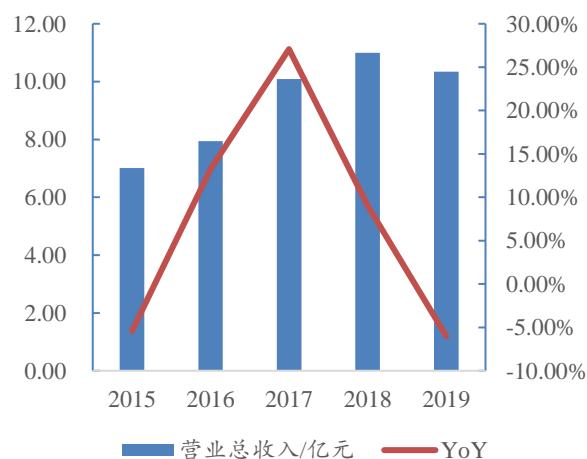


资料来源：募集说明书、华安证券研究所

铝晶粒细化剂龙头，全产业链布局完整。公司是国内铝晶粒细化剂制造领域居于龙头地位，公司是目前国内行业内唯一一家拥有完整产业链且自主研发制造关键生产设备电磁感应炉、连轧机的铝晶粒细化剂制造商，也是国内唯一一家可以在技术水平上和欧美发达国家铝晶粒细化剂制造商包括英国的 LSM、美国的 KBAlloys、荷兰的 KBM 相提并论的铝晶粒细化剂制造企业。公司不断完善全产业链布局，2010 年公司收购了瑞金市绵江萤矿有限公司，保障了氟盐制造原材料供应；2011 年公司成立松岩冶金材料（全南）有限公司，进一步保障氟盐供应；2017 年，公司成立全资子公司洛阳新星，进一步加强在铝晶粒细化剂和铝基中间合金产品的研发；2018 年，公司增资江西省汇凯化工有限责任公司，保障了上游原材料氢氟酸的供应。截至目前，公司已经拥有了从萤石矿、氢氟酸、氟盐等原料到铝晶粒细化剂、铝中间合金等产品铝晶粒细化剂研发生产的全产业链，全产业链布局较为完整。

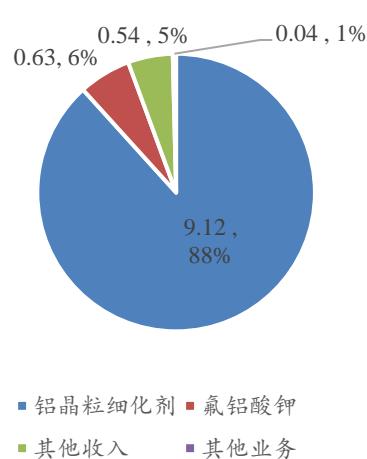
公司本次拟公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过 5.95 亿元。本次募集资金扣除发行费用后，2.00 亿元用于年产 3 万吨铝中间合金项目，2.00 亿元用于年产 10 万吨颗粒精炼剂项目，1.00 亿元用于工程研发中心建设项目，0.95 亿元用于补充流动资金。

图 3：公司 2015-2019 营收及增速（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 4：公司 2019 年营收结构（分业务）



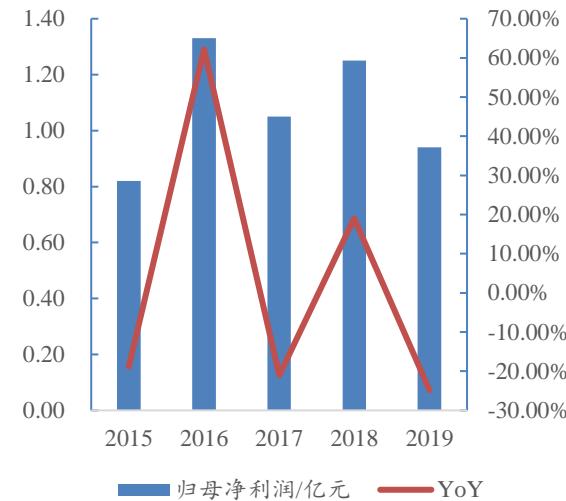
资料来源：Wind、华安证券研究所

图 5：公司 2015-2019 年分业务营收情况（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

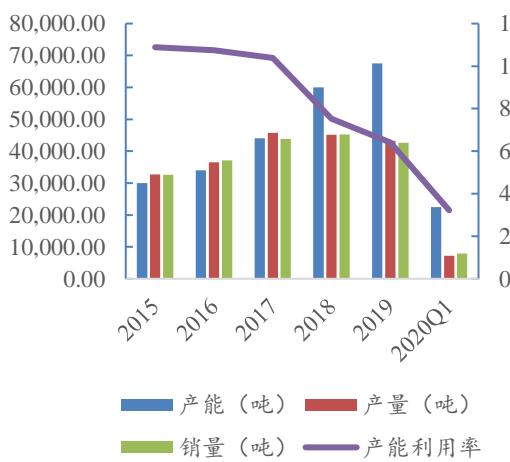
图 6：公司 2015-2019 年归母净利润及增速（%）



资料来源：Wind、华安证券研究所

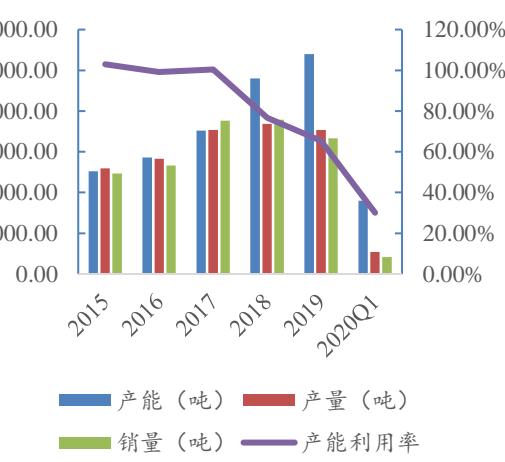
主营铝晶粒细化剂及相关副产品，受下游需求影响 19 年营收和归母净利有所下滑。从 2019 年公司的营收结构来看，铝晶粒细化剂占 88%，是公司目前最主要的产品板块。2019 年，受宏观经济下行以及中美贸易摩擦的影响，公司下游需求萎缩，公司 2019 年营收同比下滑 6%，归母净利润同比下滑 24.8%。报告期内，公司营收 CAGR 为 10.20%，归母净利润 CAGR 为 3.40%，尚处于扩张区间。

图 7：公司铝晶粒细化剂 2017-2020Q1 产销情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

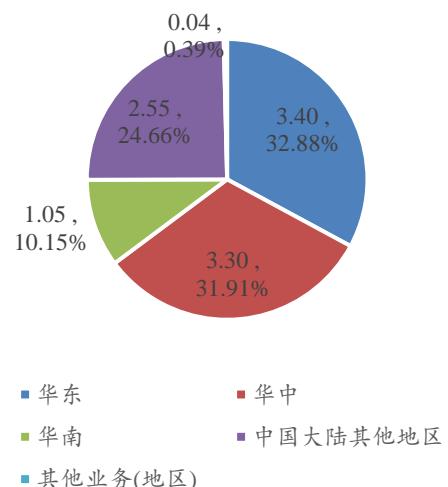
图 8：公司氟铝酸钾 2017-2020Q1 产销情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

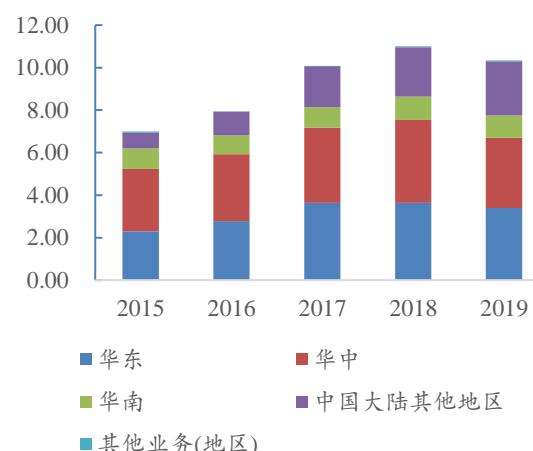
主要产品产能利用率下滑。受下游需求萎缩影响，公司近 3 年主要产品的产能利用率均持续下滑，其中，2019 年公司铝晶粒细化剂的产能利用率为 64.10%，富力城酸价的产能利用率为 65.44%，较 2017 年均出现了较大幅度的下跌。2020Q1，受疫情影响，公司产销率下跌至近 5 年低点，铝晶粒细化剂为 32%，氟铝酸钾为 30%。公司产能利用率的大幅下跌原因主要可归于下游需求不足，公司的产能一直处于稳步扩张态势，但是产量却没有跟上，其中，铝晶粒细化剂的产量自 2017 年起基本维持在 4.5 万吨左右，氟铝酸钾产量自 2017 年起基本稳定在 1.8 万吨左右，

图 9：公司 2019 年分地区营收情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

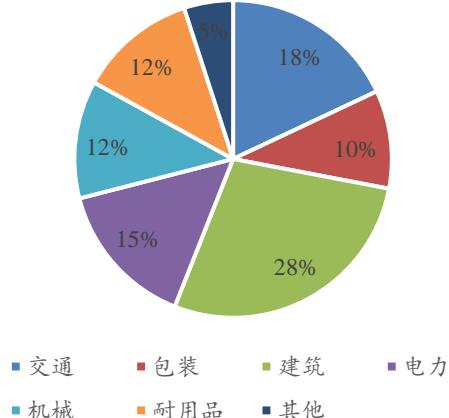
图 10：公司 2015-2019 年分地区营收情况 (亿元)



资料来源：Wind、华安证券研究所

主营华中、华东两大地区，业务布局稳定。公司业务布局主要取决于下游企业分布。华东、华中两大地区铝生产及加工企业较为密集，是公司重点布局的两大地区。2019 年，公司营收中，华东地区占比 32.88%，华中地区占比 31.91%，两大地区合计占比 64.79%。

图 11：2017 年铝材下游应用结构



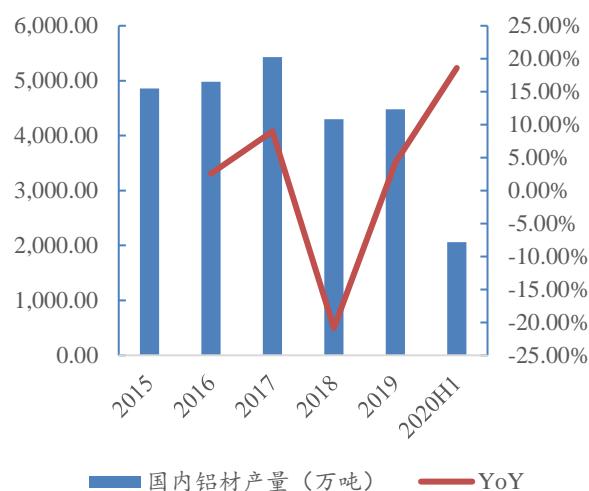
资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

图 12：2014-2021E 国内铝晶粒细化剂市场规模 (万吨)



资料来源：中国有色网《铝加工及铝晶粒细化剂市场概况与前瞻》、华安证券研究所

图 13: 2015-2020H1 中国铝材产量 (万吨)



资料来源: Wind、华安证券研究所

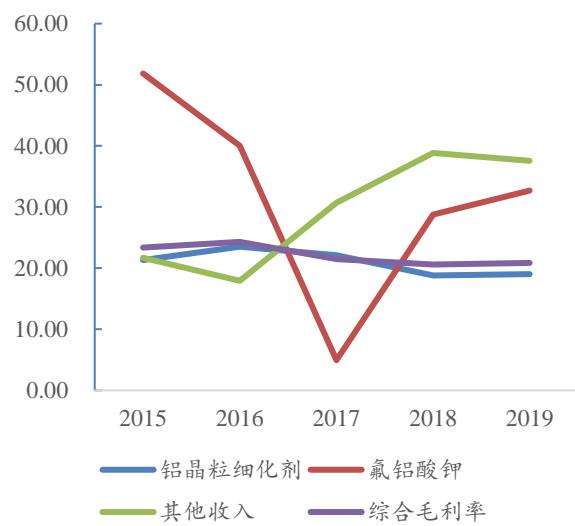
图 14: 2015-2020Q1 国内精炼铝消费量 (千吨)



资料来源: Wind、华安证券研究所

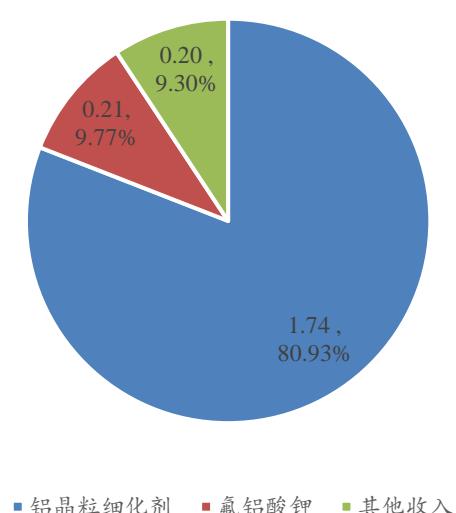
铝材消费不断升级，公司有望发挥技术优势。铝晶粒细化剂被称为“母铝合金”，其对于提升铝材的塑性、强度、韧性至关重要，可以防止铝材出现裂痕。公司作为铝晶粒细化剂领域的细分行业龙头，2018年市场占有率为43.10%。公司下游承接航空、航天、航海、建筑、化工、交通、机械制造、军工、消费包材行业。与公司业绩紧密相关的，是下游对铝材量和质两方面的需求情况。工信部发布的《有色金属工业发展规划（2016-2020年）》中提出：到“十三五”末我国有色金属工业迈入制造强国行列。其中，航空铝材、电子材料、动力电池材料、高性能硬质合金等精深加工产品综合保障能力超过70%。从量上看，根据中国有色网预测，铝细化剂市场规模在未来五年增速基本稳定在7%左右，整体市场空间增速可能有所放缓。从质上看，未来，随着航空铝材、国防军工用铝材、消费电子用铝材、印刷版基等高端铝材需求进一步释放，公司的产品结构可能越来越向高端铝晶粒细化剂集中，行业消费升级有望使以技术优势见长的公司持续收益。

图 15: 公司 2015-2019 年毛利率 (%)



资料来源: Wind、华安证券研究所

图 16: 公司 2019 年毛利结构 (亿元)



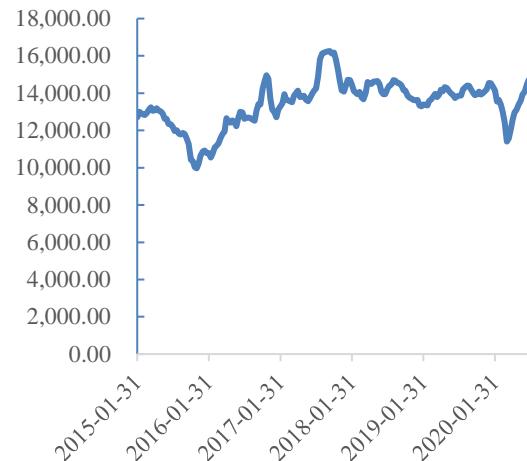
资料来源: Wind、华安证券研究所

图 17: 2015-2019 年公司细分业务毛利结构 (亿元)



资料来源: Wind、华安证券研究所

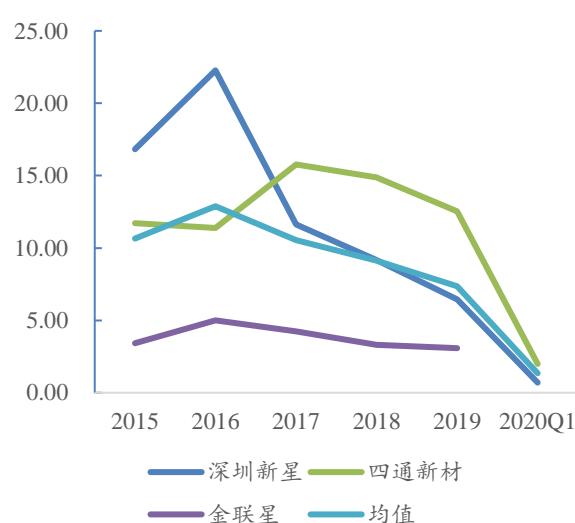
图 18: 市场价:铝锭:A00:全国 (元/吨)



资料来源: Wind、华安证券研究所

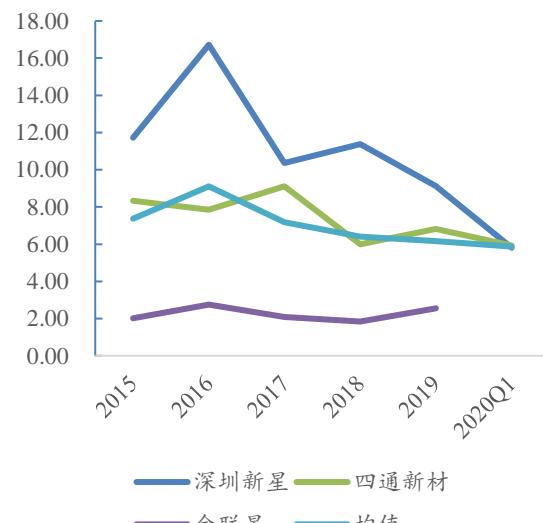
公司毛利率总体平稳。报告期内,公司毛利率基本平稳。2019年,公司综合毛利率为20.87%,与上年相比提升了0.28个百分点。究其原因,主要是由于2019年铝锭市场价出现了一定程度上的下滑使得公司铝晶粒细化剂业务毛利率有所上升,2019年铝锭市场价均价为13954.71元,较2018年同比下滑1.90%。报告期内,公司毛利率基本平稳,且基本决定于毛利中占比最高的铝晶粒细化业务。

图 19: 2015-2020Q1 同业 ROE (%)



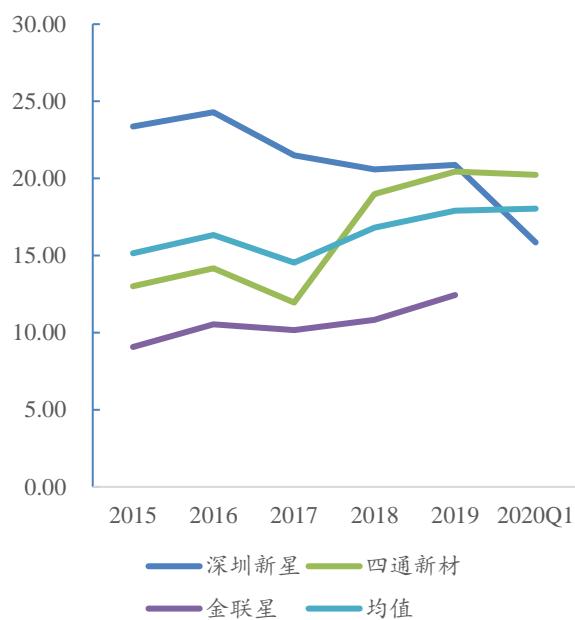
资料来源: Wind、华安证券研究所

图 20: 2015-2020Q1 同业净利润率 (%)



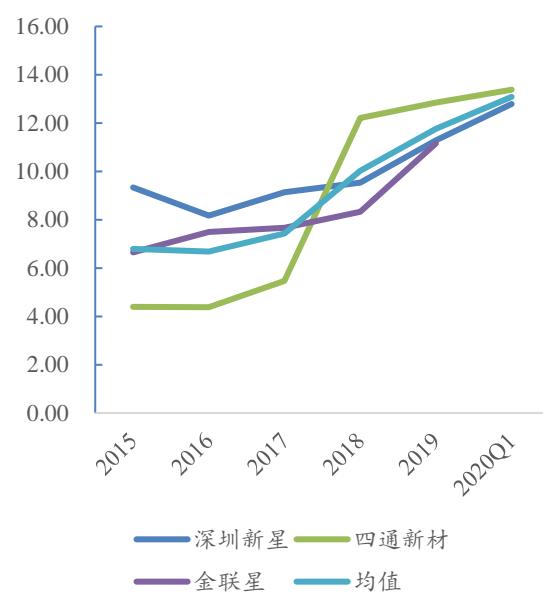
资料来源: Wind、华安证券研究所

图 21：2015-2020Q1 同业毛利率 (%)



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 22：2015-2020Q1 同业三费对比 (%)



资料来源：Wind、华安证券研究所

成本费控能力尚可，盈利能力有提升空间。2019 年，公司 ROE、净利率、毛利率、三费率分别为 6.46%、9.12%、20.87%、11.28%。相较于同业可比，公司毛利率、净利率高于同业可比，ROE、三费率基本和同业可比持平。2019 年，公司三费率受子公司洛阳新星铝晶粒细化剂生产线建成投产影响有所上升。报告期内，受制于行业整体需求增加的放缓，公司盈利能力有所减弱。未来，随着国内下游产业对于铝材消费的升级，公司盈利能力有望得到改善。

重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。