

固收点评 20200920

奇正转债：持续温和发展的传统藏药中药标的

2020 年 09 月 20 日

事件

- **奇正转债 (113601.SH) 计划于 9 月 22 日开始申购：**总发行规模为 8.00 亿元，将全部用于奇正藏药医药产业基地建设项目。
- **条款中规中矩，上市价格预计在 101 元到 114 元之间：**转债存续期为 6 年，联合信用评级为 AA/AA，初始转股价为 30.12 元/股。下修条款为“10/20、90%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30、70%”。以中债 6 年期 AA 级企业债到期收益率 4.7232% 计算，纯债价值为 89.39 元，债底保护较强。按照 9 月 18 日奇正藏药的收盘价 27.52 元计算，转换平价为 91.37 元。参考相似转债，我们预计奇正转债的转股溢价率为 15%-20% 左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 101-114 元的区间。

观点

- **研发、生产、销售全面布局，“一轴两翼三支撑”战略持续推进。**奇正藏药以“做强镇痛”为使命，多年来围绕核心产品“消痛贴膏”发展，并在 2018 年提出“一轴两翼三支撑”的发展战略，开始大力发展二三梯队产品加快市场覆盖和渠道下沉。奇正藏药于 2018 年加大了研发投入，力度远超同业平均水平。2020 年受新冠疫情影响，公司灵活调整了营销策略和推广方式，加快了学术营销和品牌营销的互联网转型。一系列应对措施使营业收入在 2020 年第二季度大幅回暖。
- **业绩增长稳定，品牌效应持续增长。**奇正藏药自 2017 年以来实现营业收入双位数的增长，营业收入与净利润同比增长率均高于中药行业平均数。自 2018 实施全新战略以来，公司营收能力实现大幅增长，2019 年净利润增长率为 14.27%，远超中药行业中位值 9.08%。2020 年，奇正藏药与腾讯和 NKA 合作，发力三方零售模式，通过朋友圈广告定向投放，精准触达重点 NKA 会员的核心人群、腾讯大数据中的潜在客户人群及兴趣人群，全面推动品牌数字化。
- **资产变现能力强，现金流状况优于行业平均水平。**2020 上半年奇正藏药经营活动产生的现金流量净额 3.97 亿元，同比增长 100.67%，偿债能力优于同类企业。营业周期、营业现金流净额占比角度，奇正藏药的表现超过行业龙头公司；销售毛利率角度，奇正藏药销售毛利率达到 86% 以上，远远超过行业平均值 57.93%，中位值 62.87%。公司货币资金占到总资产的 32%，流动性风险较小。
- **正股估值较低，股票弹性一般。**公司股价为 27.52 元 (9/18)，PE (TTM) 为 38.27x，低于贵州百灵 (68.07x)、西藏药业 (52.43x) 等可比公司。该股近 100 周年化波动率为 53.61%，弹性位于同业平均水平。
- **风险提示：**两票制影响行业格局；业务拓展不及预期；收入单一风险；原材料价格波动风险；股权质押风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收点评 20200913：欧央行留政策后手，无协议脱欧概率增》2020-09-13
- 2、《固收点评 20200913：国内经济恢复企稳，国际形势复杂多变》2020-09-13
- 3、《固收点评 20200914：信用债收益率整体上升，信用利差扩大》2020-09-14
- 4、《固收点评 20200915：工欲善其事必先利其器：可转债选择逻辑 1：周期篇》2020-09-15
- 5、《东吴固收李勇 1-8 月经济数据点评：经济回暖态势明显，外部环境依旧复杂》2020-09-16

内容目录

1. 转债信息	3
2. 基本面分析	5
3. 风险提示	7

图表目录

图 1: 分产品营收 (单位: 亿元)	5
图 2: 研发投入行业对比 (单位: %)	5
图 3: 营业收入、归母净利润、归母净利润增长率、销售毛利率	6
图 4: 2010-2020 年营业周期同行业比较 (单位: 天)	6
图 5: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入(%)	6

表 1: 奇正转债发行认购时间表	3
表 2: 奇正转债基本条款	3
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	4
表 4: 债性和股性指标	4
表 5: 相对价值法预测奇正转债上市价格 (单位: 元)	4

1. 转债信息

表 1: 奇正转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2020 年 9 月 18 日	刊登募集说明书及其摘要、发行公告； 网上路演公告
T-1	2020 年 9 月 21 日	原股东优先配售股权登记日； 网上路演
T	2020 年 9 月 22 日	刊登发行提示性公告； 原股东优先配售； 网上申购； 确定网上中签率；
T+1	2020 年 9 月 23 日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》； 网上发行摇号抽签
T+2	2020 年 9 月 24 日	刊登《网上中签结果公告》； 网上申购中签缴款
T+3	2020 年 9 月 25 日	确定最终配售结果和包销金额
T+4	2020 年 9 月 26 日	刊登《发行结果公告》； 募集资金划至发行人账户

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 2: 奇正转债基本条款

转债名称	奇正转债	正股名称	奇正藏药
转债代码	128133.SZ	正股代码	002287.SZ
发行规模	8.00 亿元	正股行业	制药——中药
存续期	6 年（2020/08/21-2026/08/21）	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	30.12 元/股	转股期	6 个月（2021/02/19-2026/08/12）
票面利率	0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%、2.50%		
向下修正条款	存续期内，10/20，90%		
赎回条款	（1）到期赎回：到期后五个交易日内，按债券面值的 112%（含最后一期利息）的价格赎回 （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额不足 3,000 万元		
回售条款	（1）有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于当期转股价 70% （2）附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
奇正藏药医药产业基地建设项目	119,885.52	80,000.00
合计	119,885.52	80,000.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所整理

表 4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	89.39 元	转换平价 (以 09/18 收盘价)	91.37 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	11.87%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	9.45%

数据来源: 东吴证券研究所整理

根据奇正藏药 9 月 18 日公告, 原 A 股股东最多可优先认购约 7,999,974 张, 约占本次发行总量的 99.9997%, 由于不足 1 张的部分按照中国结算深圳分公司配股业务指引执行, 最终优先配售总数可能略有差异。

转债存续期为 6 年, 联合信用评级为 AA/AA, 初始转股价为 30.12 元/股。下修条款为“10/20、90%”, 有条件赎回为“15/30、130%”, 有条件回售为“30、70%”, 条款中规中矩。按照 2020 年 9 月 19 日中债 6 年期 AA 企业债到期收益率 4.7232% 计算, 纯债价值为 89.39 元, 债底保护较强。按照 9 月 18 日奇正藏药的收盘价 27.52 元计算, 转换平价为 91.37 元, 平价溢价率为 9.45%。

表 5: 相对价值法预测奇正转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		15%	16.25%	17.50%	18.75%	20.00%
-10%	24.77	94.57	95.59	96.62	97.65	98.68
-5%	26.14	99.82	100.90	101.99	103.07	104.16
09/08 收盘价	27.52	105.07	106.22	107.36	108.50	109.64
5%	28.90	110.33	111.53	112.73	113.92	115.12
10%	30.27	115.58	116.84	118.09	119.35	120.61

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

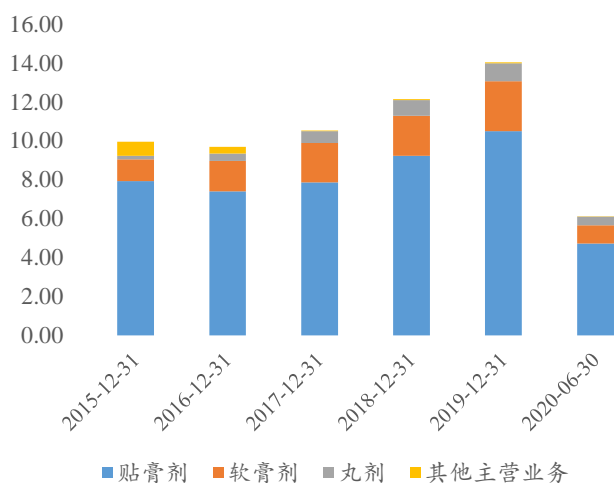
根据 2020 年 9 月 18 日奇正藏药收盘价 27.52 元计算, 初始转换平价为 91.37 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况, 我们估计奇正转债的转股溢价率在 15% 到 20% 之间。根据相对价值法估计奇正转债上市价格约 101 元到 114 元之间。

2. 基本面分析

奇正藏药的主营业务是藏药的研发、生产及销售，包括外用止痛药物和口服藏成药等。目前，奇正藏药生产的主要药品包括以消痛贴膏、青鹏软膏、白脉软膏、止痛膏为主的外用系列产品，以及红花如意丸、仁青芒觉胶囊等口服藏药产品，涵盖骨科、神经科、妇科、消化科多个治疗领域。2020 年上半年实现营业收入 6.12 亿元，同比增长 0.37%；归母净利润 2.21 亿元，同比增长 9.48%；归母扣非净利润 1.69 亿元，同比下降 9.61%。按产品看，目前公司主要产品为外用药物，包括贴膏剂、软膏剂，占到主营业务的 90% 以上。

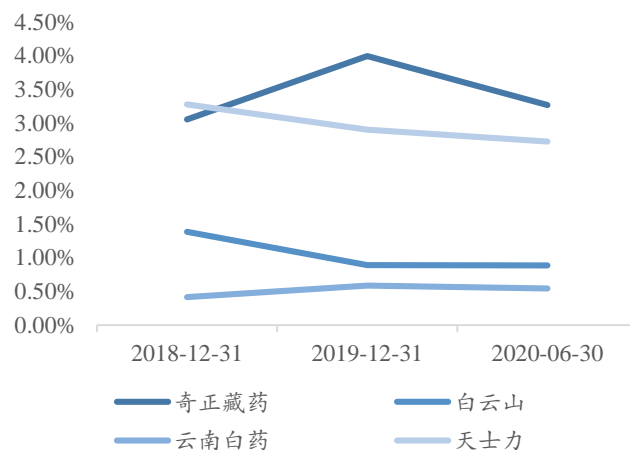
研发、生产、销售全面布局，“一轴两翼三支撑”战略持续推进。奇正藏药以“做强镇痛”为使命，多年来围绕核心产品“消痛贴膏”发展，并在 2018 年提出“一轴两翼三支撑”的发展战略，开始大力发展二三梯队产品加快市场覆盖和渠道下沉。奇正藏药于 2018 年加大了研发投入，力度远超同业平均水平。2020 年受新冠疫情影响，公司灵活调整了营销策略和推广方式，加快了学术营销和品牌营销的互联网转型。一系列应对措施使营业收入在 2020 年第二季度大幅回暖(2020 年第一季度营收同比减少 39.97%)。

图 1：分产品营收（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

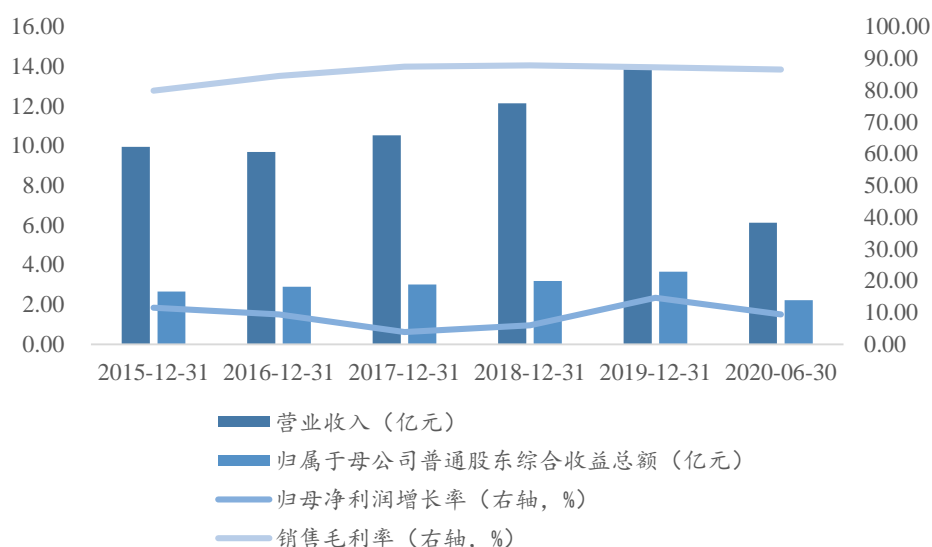
图 2：研发投入行业对比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

业绩增长稳定，品牌效应持续增长。奇正藏药自 2017 年以来实现营业收入双位数的增长，营业收入与净利润同比增长率均高于中药行业平均数。自 2018 年实施全新战略以来，公司营收能力实现大幅增长。2019 年净利润增长率为 14.27%，远超中药行业中位值 9.08%。2020 年，奇正藏药与腾讯和 NKA 合作，发力三方零售模式，通过朋友圈广告定向投放，精准触达重点 NKA 会员的核心人群、腾讯大数据中的潜在客户人群及兴趣人群，全面推动品牌数字化。

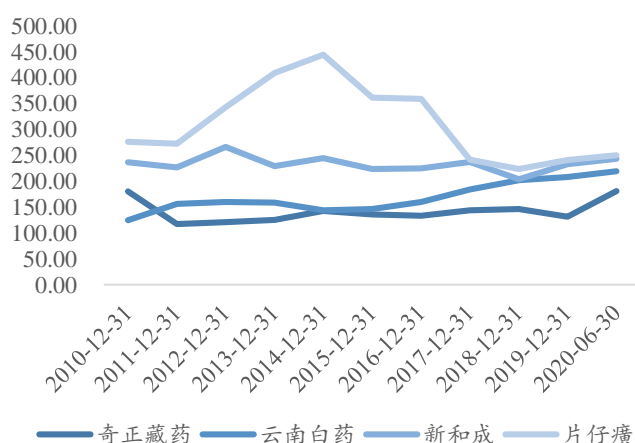
图 3: 营业收入、归母净利润、归母净利润增长率、销售毛利率



数据来源: Wind、东吴证券研究所

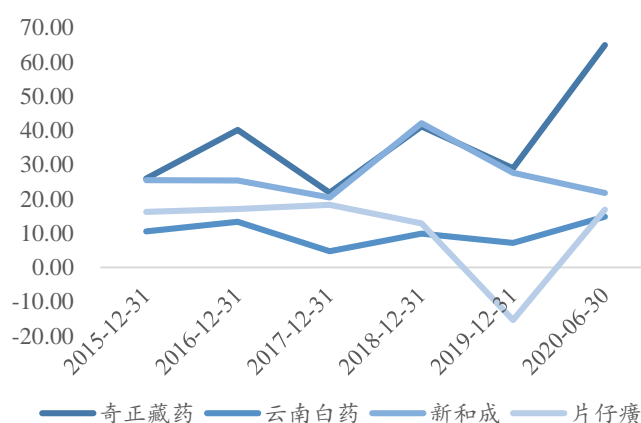
资产变现能力强, 现金流状况优于行业平均水平。2020 上半年奇正藏药经营活动产生的现金流量净额 3.97 亿元, 同比增长 100.67%, 偿债能力优于同类企业。营业周期、营业现金流净额占比角度, 奇正藏药的表现超过行业龙头公司; 销售毛利率角度, 奇正藏药销售毛利率达到 86% 以上, 远远超过行业平均值 57.93%, 中位值 62.87%。公司货币资金占到总资产的 32%, 流动性风险较小。

图 4: 2010-2020 年营业周期同行业比较 (单位: 天)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图 5: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入(%)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

3. 风险提示

两票制影响行业格局；业务拓展不及预期；收入单一风险；原材料价格波动风险；股权质押风险。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>