

固收点评 20211231

2021年12月31日

博瑞转债：研发驱动的化学制药全产业链企业

事件：

■ **博瑞转债(118004.SH)于2022年1月4日开始网上申购：**总发行规模为4.65亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于博瑞生物医药(苏州)股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目(一期)项目。

■ **当前债底估值为82.80元，YTM为3.29%。**博瑞转债存续期为6年，东方金诚评级为AA-/AA-，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.50%、3.00%，到期赎回价格为票面面值的115%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.6607%（2021/12/30）计算，纯债价值为82.80元，纯债对应的YTM为3.29%，债底保护性一般。

■ **当前转换平价为102.75元，平价溢价率为-2.67%。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2022年7月11日至2028年1月3日。初始转股价35.68元/股，正股博瑞医药12月30日的收盘价为36.66元，对应的转换平价为102.75元，平价溢价率为-2.67%。

■ **转债条款中规中矩，总股本稀释率为3.93%。**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“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价35.68元计算，转债发行4.65亿对总股本和流通盘的稀释率分别为3.08%和5.82%，会对股本造成一定的摊薄压力。

■ **我们预计博瑞转债上市首日价格在117.60~129.11元之间，我们预计中签率为0.0019%。**综合可比标的，考虑到博瑞转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力中等，我们预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在117.60~129.11元区间。我们预计网上中签率为0.0019%，建议积极申购。

点评：

■ **公司是一家研发驱动的化学制药全产业链产品和技术平台型企业。**公司主要从事高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，主要产品包括米卡芬净、卡泊芬净和阿尼芬净等高端仿制特色原料药。经过多年的技术积累，形成了多手性药物合成技术、发酵半合成技术、靶向高分子偶联技术等多项具有全球先进水平的核心技术平台。

■ **公司研发人员数量较大，研发费用占比较高。**截至2021年9月末，公司研发人员数量248名，2018-2020年研发费用占比均超15%。

■ **近年来公司营收快速增长，2016-2020年复合增速为40.61%。**2016年以来，公司营业收入增速均保持在20%以上，2016-2020年复合增速为40.61%，保持快速增长。与此同时，归母净利润也快速增长，归母净利润增速保持在45%以上，2016-2020年复合增速为77.64%。

■ **2018-2021年Q1-3公司销售毛利率、净利率和三费费用率较为稳定。**2018-2021年Q1-3，公司销售毛利率、净利率和三费费用率较为稳定，2020年公司销售毛利率为54.93%，销售净利率为21.56%，三费费用率为12.88%，其中管理费用率较高，为10.07%。

■ **风险提示：**正股价格下跌风险、项目进展不及预期风险、违约风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收点评 20211228：如何理解“跨周期与逆周期政策有机结合”？》2021-12-28
- 2、《固收点评 20211228：台21转债：中国高档功能性面料龙头企业》2021-12-28
- 3、《固收周报 20211226：周观：专项债发行蓄势待发（2021年第47期）》2021-12-26
- 4、《惟变所出，万变不从：2022年固定收益策略》2021-12-22
- 5、《固收点评 20211220：LPR下调对债券市场是利多还是利空？》2021-12-20

内容目录

1. 转债基本信息	3
2. 投资申购建议	4
3. 正股基本面分析	6
4. 风险提示	8

图表目录

图 1: 截至 2021 年 9 月末研发人员构成 (人)	6
图 2: 2018-2021Q1-3 研发费用及占比 (亿元)	6
图 3: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 4: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 5: 2016-2021Q1-3 内销及外销金额 (亿元)	7
图 6: 2016-2021Q1-3 营业收入构成 (亿元)	7
图 7: 2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 8: 2016-2021Q1-3 三费率水平 (%)	8

表 1: 博瑞转债发行认购时间表	3
表 2: 博瑞转债基本条款	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: 相对价值法预测博瑞转债上市价格 (单位: 元)	5

1. 转债基本信息

表 1: 博瑞转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2021-12-30	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2021-12-31	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2022-01-04	发行首日; 刊登《发行提示性公告》; 原股东优先配售认购日(缴付足额资金); 网上申购日(无需缴付申购资金);
T+1	2022-01-05	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 进行网上申购摇号抽签
T+2	2022-01-06	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2022-01-07	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	2022-01-10	《刊登发行结果公告》; 向发行人划付募集资金

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 2: 博瑞转债基本条款

转债名称	博瑞转债	正股名称	博瑞医药
转债代码	118004.SH	正股代码	688166.SH
发行规模	4.65 亿元	正股行业	医药生物-化学制药-化学制剂
存续期	6 年(2022 年 01 月 04 日至 2028 年 01 月 04 日)	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	35.68	转股期	6 月(2022 年 07 月 11 日至 2028 年 01 月 03 日)
票面利率	0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以面值的 115% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%; 未转股余额不足 3000 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
博瑞生物医药(苏州)股份有限公司吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目(一期)	56,681.17	46,500.00
合计	56,681.17	46,500.00

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	82.80 元	转换平价 (以 2021/12/30 收盘价)	102.75 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	20.77%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-2.67%
纯债到期收益率 YTM	3.29%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 82.80 元, YTM 为 3.29%。博瑞转债存续期为 6 年, 东方金诚评级为 AA-/AA-, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.50%、3.00%, 到期赎回价格为票面面值的 115% (含最后一期利息), 以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.6607% (2021/12/30) 计算, 纯债价值为 82.80 元, 纯债对应的 YTM 为 3.29%, 债底保护性一般。

当前转换平价为 102.75 元, 平价溢价率为-2.67%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2022 年 7 月 11 日至 2028 年 1 月 3 日。初始转股价 35.68 元/股, 正股博瑞医药 12 月 30 日的收盘价为 36.66 元, 对应的转换平价为 102.75 元, 平价溢价率为-2.67%。

转债条款中规中矩。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“30、70%”, 条款中规中矩。

总股本稀释率为 3.08%。按初始转股价 35.68 元计算, 转债发行 4.65 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 3.08%和 5.82%, 会对股本造成一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计博瑞转债上市首日价格在 117.60 ~129.11 元之间。按博瑞医药最新收盘价

测算，当前转换平价为 102.75 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的拓尔转债(转换平价 103.41 元)、博杰转债(转换平价 102.75 元)和岭南转债(转换平价 102.33 元)当前转股溢价率分别为 23.48%、38.98%和 18.34%;

2) 参照同属医药板块的普利转债(转换平价 116.19 元)、灵康转债(转换平价 111.50 元)和美诺转债(转换平价 92.71 元),当前转股溢价率分别为 22.06%、11.25%和 38.58%;

3) 参考近期上市的 N 升 21 转(上市日转换平价 106.81 元)、山玻转债(上市日转换平价 106.83 元)和帝欧转债(上市日转换平价 104.07 元),上市当日转股溢价率分别为 24.41%、25.84%和 18.29%。

上述 1) 和 2) 的转换平价及转股溢价率皆为 2021/12/30 收盘数据。综合可比标的,考虑到博瑞转债的债底保护性一般,评级和规模吸引力中等,我们预计上市首日转股溢价率在 20%左右,对应的上市价格在 117.60~129.11 元区间。

表 5: 相对价值法预测博瑞转债上市价格(单位:元)

转股溢价率/正股价		15%	18.00%	20.00%	22.00%	25.00%
-5%	34.83	112.25	115.18	117.13	119.08	122.01
-3%	35.56	114.61	117.60	119.60	121.59	124.58
2021/12/30 收盘价	36.66	118.16	121.24	123.30	125.35	128.43
3%	37.76	121.70	124.88	126.99	129.11	132.29
5%	38.49	124.07	127.30	129.46	131.62	134.85

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 53.91%。博瑞医药持股 5%以上的股东已出具承诺函,前两大股东参与优先认购,合计持股比例为 37.25%,认购比例暂未确定,另两位持股 5%以上的股东承诺不参与优先认购。假设前两大股东 80%参与优先配售,持股 5%以下的股东中有 50%参与优先配售,我们预计原股东优先配售比例为 53.91%。

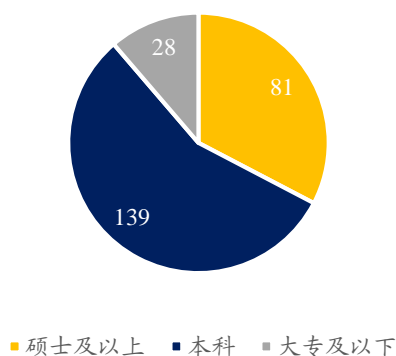
我们预计中签率为 0.0019%。博瑞转债发行总额为 4.65 亿元,我们预计原股东优先配售比例为 53.91%,剩余网上投资者可申购金额为 2.14 亿元。博瑞转债仅设置网上发行,近期发行的台 21 转债(评级 AA,规模 6 亿元)网上申购数约 1,106.89 万户,兴业转债(评级 AAA,规模 500 亿元)网上申购数约 1,091.31 万户,贵燃转债(评级 AA,规模 10 亿元)网上申购数约 1,119.11 万户。我们预计博瑞转债网上有效申购户数为 1106 万户,平均单户申购金额 100 万元,我们预计网上中签率为 0.0019%。

3. 正股基本面分析

公司是一家研发驱动的化学制药全产业链产品和技术平台型企业。公司主要从事高端仿制原料药和制剂产品的研发、生产和销售，主要产品包括米卡芬净、卡泊芬净和阿尼芬净等高端仿制特色原料药。经过多年的技术积累，形成了多手性药物合成技术、发酵半合成技术、靶向高分子偶联技术、非生物大分子技术以及吸入制剂技术等多项具有全球先进水平的核心技术平台。这些技术为行业公认的技术难度大、进入门槛高的领域，公司通过构建高端药物开发技术平台，树立了较高的市场竞争壁垒，为公司不断研发出高价值属性的产品打下了扎实的基础。

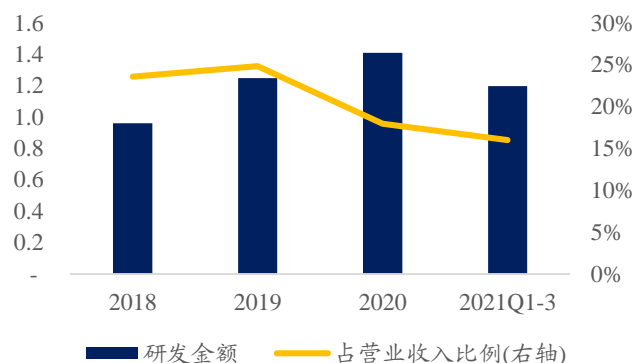
公司研发人员数量较大，研发费用占比较高。截至 2021 年 9 月末，公司拥有 248 名研发人员，其中 81 人具有硕士及以上学历，139 人为本科学历，研发费用占营业收入的比例较高，2018-2020 年均保持在 15% 以上。

图 1：截至 2021 年 9 月末研发人员构成（人）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

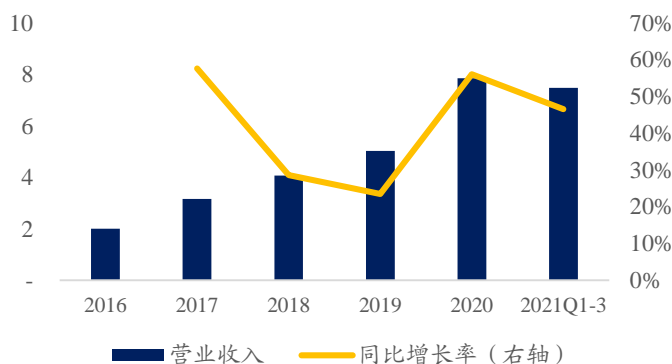
图 2：2018-2021Q1-3 研发费用及占比（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

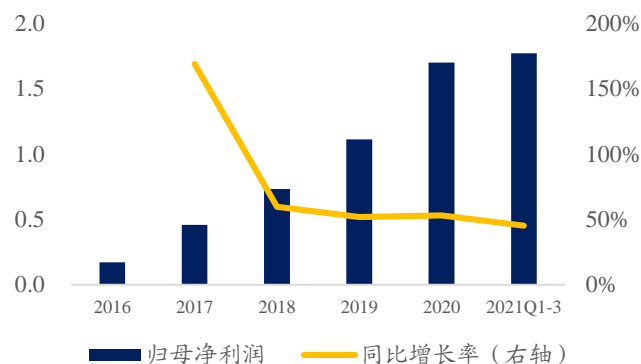
近年来公司营收快速增长，2016-2020 年复合增速为 40.61%。2016 年以来，公司营业收入增速均保持在 20% 以上，2016-2020 年复合增速为 40.61%，保持快速增长。与此同时，归母净利润也快速增长，归母净利润增速保持在 45% 以上，2016-2020 年复合增速为 77.64%。

图 3: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, wind, 东吴证券研究所

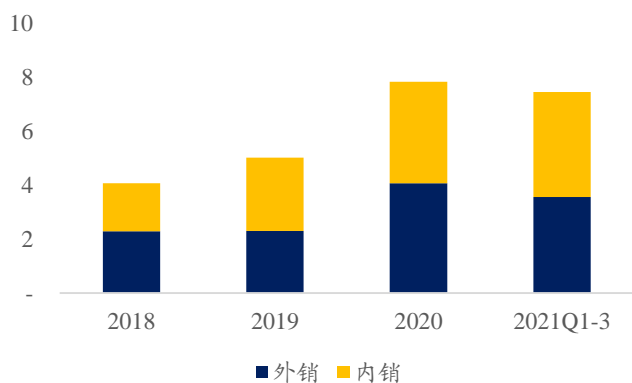
图 4: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, wind, 东吴证券研究所

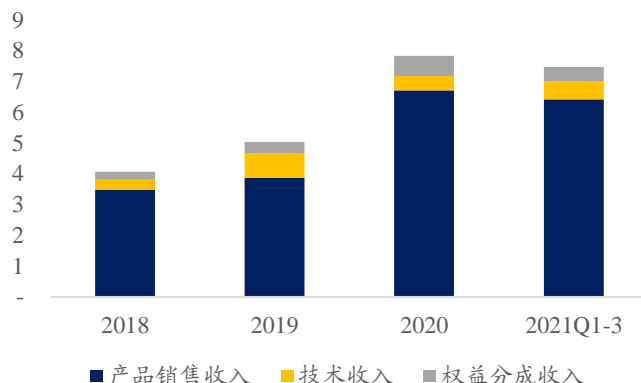
公司产品国内国外销售占比较为均衡, 收入构成较为稳定。2020 年, 公司产品国外销售额 4.08 亿元, 占比 52.04%; 公司收入主要由产品销售收入构成, 2020 年, 产品销售收入 6.70 亿元, 占营业收入比例为 85.55%, 另外, 技术转让收入 0.47 亿元, 权益分成收入 0.66 亿元。

图 5: 2016-2021Q1-3 内销及外销金额 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

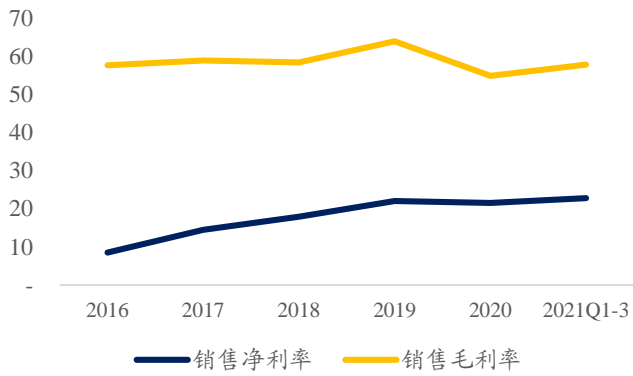
图 6: 2016-2021Q1-3 营业收入构成 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

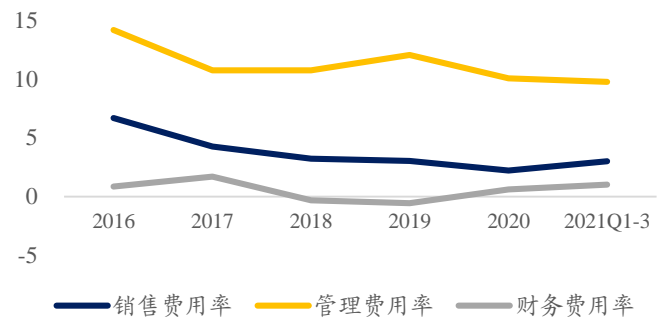
2018-2021 年 Q1-3 公司销售毛利率、净利率和三费费用率较为稳定。2018-2021 年 Q1-3, 公司销售毛利率、净利率和三费费用率较为稳定, 2020 年公司销售毛利率为 54.93%, 销售净利率为 21.56%, 三费费用率为 12.88%, 其中管理费用率较高, 为 10.07%。

图 7: 2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2016-2021Q1-3 三费率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

正股价格下跌风险、项目进展不及预期风险、违约风险。

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>

