

固收点评 20220317

2022年03月17日

科伦转债：中国输液行业的龙头企业

事件：

■ **科伦转债(127058.SZ)于2022年3月18日开始网上申购：**总发行规模为30.00亿元，14.38亿元用于创新制剂生产线及配套建设项目、1.75亿元用于大输液和小水针产业结构升级建设项目、2.20亿元用于NDDS及抗肿瘤制剂产业化建设项目、3.56亿元用于数字化建设项目、8.10亿元用于补充营运资金项目。

■ **当前债底估值为90.32元，YTM为2.01%。**科伦转债存续期为6年，中诚信国际评级为AA+/AA+，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的108%（含最后一期利息），以6年AA+中债企业债到期收益率3.7827%（2022/3/16）计算，纯债价值为90.32元，纯债对应的YTM为2.01%，债底保护尚可。

■ **当前转换平价为93.63元，平价溢价率为6.80%。**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9月26日至2028年3月17日。初始转股价17.11元/股，正股科伦药业3月16日的收盘价为16.02元，对应的转换平价为93.63元，平价溢价率为6.80%。

■ **转债条款中规中矩，总股本稀释率为10.95%。**下修条款为“10/30、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17.11元计算，转债发行30.00亿对总股本和流通盘的稀释率分别为10.95%和13.95%，对股本造成的摊薄压力适中。

■ **我们预计科伦转债上市首日价格在116.25~127.30元之间，我们预计中签率为0.0093%。**综合可比标的，考虑到科伦转债的债底保护性尚可，评级和规模吸引力较高，我们预计上市首日转股溢价率在30%左右，对应的上市价格在116.25~127.30元区间。我们预计网上中签率为0.0093%，建议积极申购。

点评：

■ **科伦药业是我国输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一，也是目前国内产业链最为完善的大型医药集团之一。**科伦药业目前主要有三大业务板块，分别为输液板块、非输液制剂板块以及抗生素中间体板块。

■ **近年来公司营收呈现波动态势，2016-2020年复合增速为17.74%。**公司2021年前三季度实现营业收入126.86亿元，同比增长8.77%，实现归母净利润8.48亿元，同比增长69.16%。自2016年以来，公司营业收入呈现波动态势，同比增长率下降后有所抬升，2016-2020年复合增速为17.74%。与此同时，归母净利润也随之小幅波动，2016-2020年复合增速为9.14%。

■ **公司营业收入构成较为稳定，国外收入比重提高。**2018年-2021Q1-3，输液收入占营业收入的比重均在55%以上，是公司营业收入的主要来源，营业收入构成较为稳定。

■ **公司销售净利率整体较为平稳，毛利率略有提升，三费费用率波动中上升。**2019-2021Q1-3，公司销售净利率分别为5.79%、4.81%和5.88%，销售毛利率分别为60.18%、54.25%和55.82%。三费费用率波动中上升，其中销售费用率占比最大。

■ **风险提示：**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 20220118：从2022年一季度新增地方专项债发行计划看全年发行节奏、额度分配和资金投向》2022-01-18

2、《固收深度报告 20220118：绿色债券专题报告之一：九万里鹏风正举——绿色债券市场回眸2021，展望2022》2022-01-18

3、《固收点评 20220117：需求疲弱，降息再可期》2022-01-17

4、《固收周报 20220116：周观：出口对经济的拉动是否可持续（2022年第3期）》2022-01-16

5、《固收点评 20220113：黎明前仍有黑暗，攻防重在节奏》2022-01-13

内容目录

1. 转债基本信息.....	3
2. 投资申购建议.....	5
3. 正股基本面分析.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	6
图 2: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	6
图 3: 2018-2021Q1-3 营业收入构成	7
图 4: 2018-2021Q1-3 国内外收入构成	7
图 5: 2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	7
图 6: 2016-2021Q1-3 三费率水平 (%)	7

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

1. 转债基本信息

表 1: 科伦转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-03-16	1、刊登《募集说明书》及摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-03-07	1、网上路演；2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-03-18	1、刊登《发行提示性公告》； 2、原股东优先配售认购日（缴付足额资金）； 3、网上申购日（无需缴付申购资金）； 4、确定网上中签率
T+1	2022-03-21	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》； 2、进行网上申购摇号抽签
T+2	2022-03-22	1、刊登《中签号码公告》； 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 日日终有足额的可转债认购资金）
T+3	2022-03-23	1、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	2022-03-24	1、刊登《发行结果公告》 2、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: 科伦转债基本条款

转债名称	科伦转债	正股名称	科伦药业
转债代码	127058.SZ	正股代码	002422.SZ
发行规模	30.00 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 03 月 18 日至 2028 年 03 月 18 日）	主体评级/债项评级	AA+/AA+
转股价	17.11 元/股	转股期	6 月（2022 年 09 月 26 日至 2028 年 03 月 17 日）
票面利率	0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%		
向下修正条款	存续期，10/30，85%		
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 108%（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
创新制剂生产线及配套建设项目	158,794.17	143,841.69
大输液和小水针产业结构升级建设项目	18,460.77	17,523.08
NDDS 及抗肿瘤制剂产业化建设项目	22,706.35	22,045.00
数字化建设项目	36,660.79	35,593.00
补充营运资金项目	80,997.23	80,997.23
合计	317,619.31	300,000.00

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	90.32 元	转换平价 (以 2022/3/16 收盘价)	93.63 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	10.72%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	6.80%
纯债到期收益率 YTM	2.01%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前债底估值为 90.32 元，YTM 为 2.01%。科伦转债存续期为 6 年，中诚信国际评级为 AA+/AA+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的 108%（含最后一期利息），以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 3.7827%（2022/3/16）计算，纯债价值为 90.32 元，纯债对应的 YTM 为 2.01%，债底保护尚可。

当前转换平价为 93.63 元，平价溢价率为 6.80%。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 9 月 26 日至 2028 年 3 月 17 日。初始转股价 17.11 元/股，正股科伦药业 3 月 16 日的收盘价为 16.02 元，对应的转换平价为 93.63 元，平价溢价率为 6.80%。

转债条款中规中矩。下修条款为“10/30、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 10.95%。按初始转股价 17.11 元计算，转债发行 30.00 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 10.95% 和 13.95%，对股本造成的摊薄压力适中。

2. 投资申购建议

我们预计科伦转债上市首日价格在 116.25~127.30 元之间。按科伦药业最新收盘价测算，当前转换平价为 93.63 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的九典转债（转换平价 96.82 元）、普利转债（转换平价 92.83 元）和教东转债（转换平价 75.72 元）当前转股溢价率分别为 24.35%、32.16%和 42.50%；

2) 参考近期上市的双箭转债（上市日转换平价 84.58 元）、苏利转债（上市日转换平价 87.27 元）和豪美转债（上市日转换平价 83.03 元），上市当日转股溢价率分别为 33.73%、29.49%和 40.53%。

上述 1) 的转换平价及转股溢价率皆为 2022/3/16 收盘数据。综合可比标的，考虑到科伦转债的债底保护性尚可，评级和规模吸引力较高，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 116.25~127.30 元区间。

表 5: 相对价值法预测科伦转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		25%	28.00%	30.00%	32.00%	35.00%
-5%	15.22	111.18	113.85	115.63	117.41	120.08
-3%	15.54	113.53	116.25	118.07	119.88	122.61
2022/3/16 收盘价	16.02	117.04	119.85	121.72	123.59	126.40
3%	16.50	120.55	123.44	125.37	127.30	130.19
5%	16.82	122.89	125.84	127.80	129.77	132.72

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 64.05%。科伦药业的前两大股东为刘革新、雅安市国有资产经营有限责任公司，截至 2021 年 9 月 30 日最新持股比例分别为 26.60%、6.58%，共合计持股 33.18%，前十大股东合计持股比例为 46.83%，股权结构较集中。截至 2022 年 3 月 16 日，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 50%参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 64.05%。

我们预计中签率为 0.0093%。科伦转债发行总额为 30.00 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 64.05%，剩余网上投资者可申购金额为 10.79 亿元。科伦转债仅设置网上发行，近期发行的成银转债（评级 AAA，规模 80.00 亿元）网上申购数约 1,206.54 万户，上 22 转债（评级 AA-，规模 24.70 亿元）网上申购数约 1,179.03 万户，绿动转债（评级

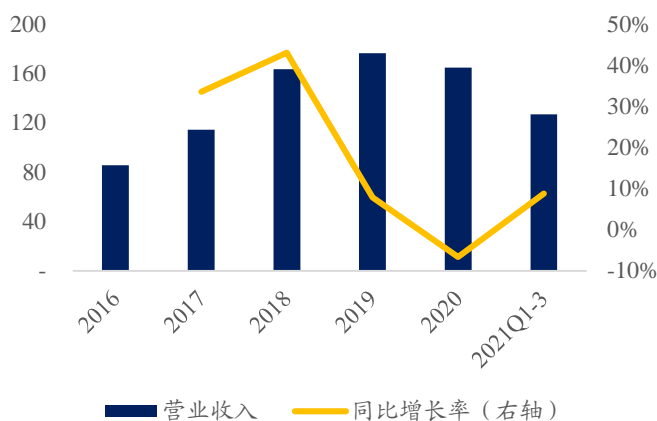
AA+，规模 23.60 亿元）网上申购数约 1,129.14 万户。我们预计科伦转债网上有效申购户数为 1154.09 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0093%。

3. 正股基本面分析

科伦药业是我国输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一，也是目前国内产业链最为完善的大型医药集团之一。科伦药业目前主要有三大业务板块，分别为输液板块、非输液制剂板块以及抗生素中间体板块。主要产品涵盖抗肿瘤类、心脑血管类、麻醉镇痛类、精神类、抗病原微生物类、营养输液、呼吸类、抗骨质疏松类、糖尿病、水电解质平衡类等。根据前瞻产业研究院及各公司年报数据，科伦药业、石四药集团、华润双鹤三输液巨头占据行业份额的 70% 左右，随着行业竞争的持续，行业内大型企业的研发优势、资金优势、成本优势等市场竞争优势越发显著，市场份额将进一步扩大，行业集中度将进一步提升。

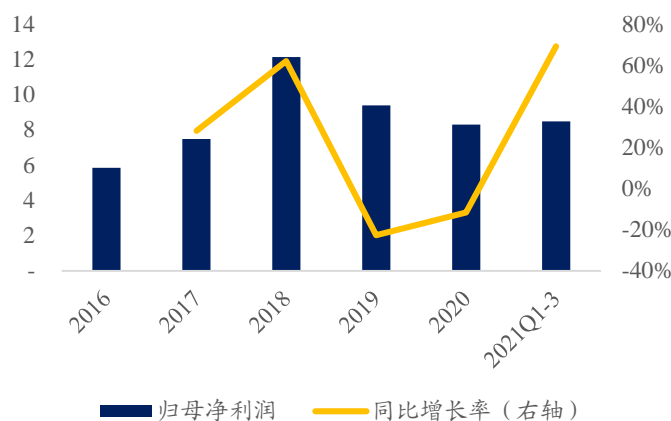
近年来公司营收呈现波动态势，2016-2020 年复合增速为 17.74%。公司 2021 年前三季度实现营业收入 126.86 亿元，同比增长 8.77%，实现归母净利润 8.48 亿元，同比增长 69.16%。自 2016 年以来，公司营业收入呈现波动态势，同比增长率下降后有所抬升，2016-2020 年复合增速为 17.74%。与此同时，归母净利润也随之小幅波动，2016-2020 年复合增速为 9.14%。

图 1：2016-2021Q1-3 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

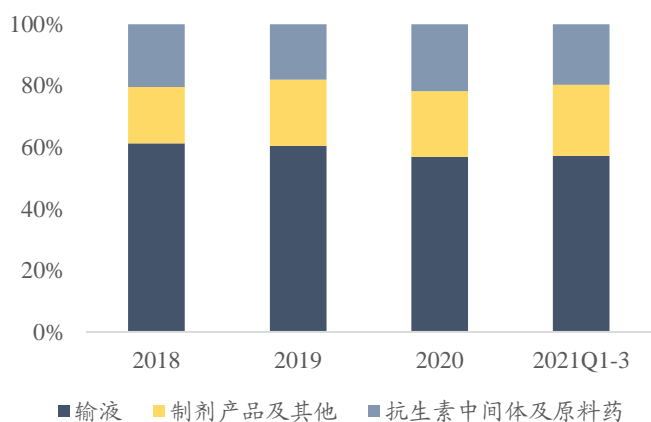
图 2：2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

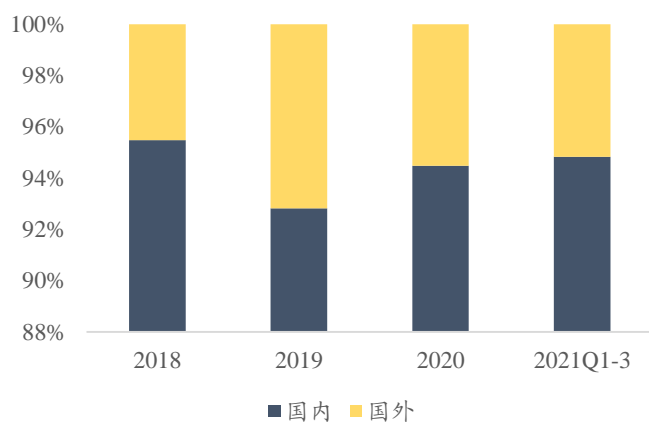
公司营业收入构成较为稳定，国外收入比重提高。2018 年-2021Q1-3，输液收入占营业收入的比重均在 55% 以上，是公司营业收入的主要来源，营业收入构成较为稳定。2018 年-2021Q1-3，公司产品销售以内销为主，境内收入占主营业务收入比例在 90% 以上，公司境内销售产品地区主要集中在西南、华东、华中及华北等地区。公司将继续推动国际化战略实施，持续开展海外市场拓展。

图 3：2018-2021Q1-3 营业收入构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

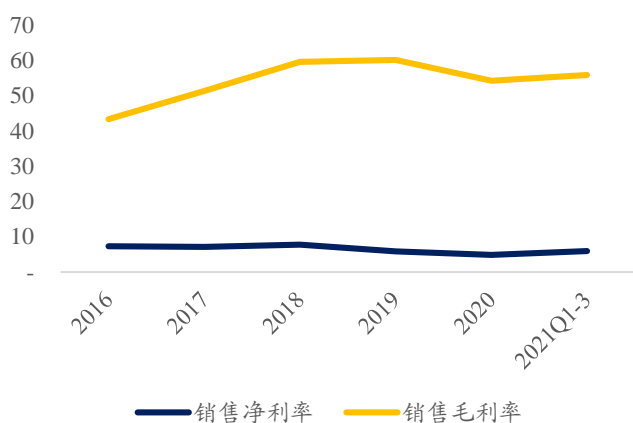
图 4：2018-2021Q1-3 国内外收入构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

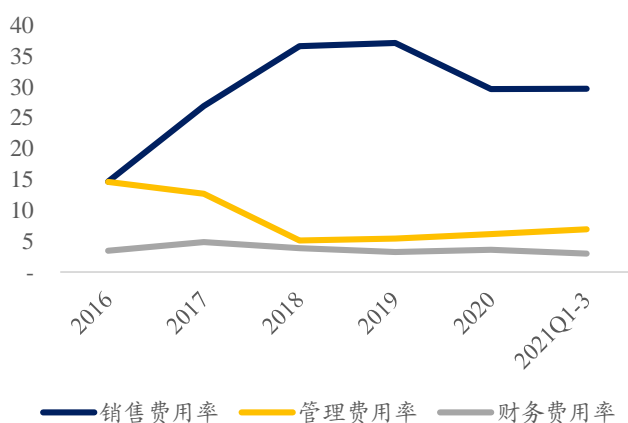
公司销售净利率整体较为平稳，毛利率略有提升，三费费用率波动中上升。2019-2021Q1-3，公司销售净利率分别为 5.79%、4.81%和 5.88%，销售毛利率分别为 60.18%、54.25%和 55.82%，。三费费用率波动中上升，其中销售费用率占比最大。

图 5：2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2016-2021Q1-3 三费率水平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

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>

