

# 永东转 2：煤焦油资源研发及应用的优质高新技术企业

## 事件

- **永东转 2 (127059.SZ) 于 2022 年 4 月 8 日开始网上申购：**总发行规模为 3.80 亿元，2.90 亿元用于煤焦油精细加工及特种炭黑综合利用项目、0.90 亿元用于补充流动资金。
- **当前债底估值为 82.49 元，YTM 为 3.22%。**永东转 2 存续期为 6 年，联合评级为 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%、2.00%、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 6.6487% (2022/4/6) 计算，纯债价值为 82.49 元，纯债对应的 YTM 为 3.22%，债底保护尚可。
- **当前转换平价为 103.27 元，平价溢价率为 -3.17%。**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 10 月 14 日至 2028 年 4 月 7 日。初始转股价 8.86 元/股，正股永东股份 4 月 6 日的收盘价为 9.15 元，对应的转换平价为 103.27 元，平价溢价率为 -3.17%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.25%。**下修条款为“10/20、90%”，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 8.68 元计算，转债发行 3.80 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 10.25% 和 15.03%，对股本造成的摊薄压力较小。
- **我们预计永东转 2 上市首日价格在 117.20~130.84 元之间，我们预计中签率为 0.0010%。**综合可比标的和实证结果，考虑到永东转 2 的债底保护性尚可，评级和规模吸引力一般，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 117.20~130.84 元区间。我们预计网上中签率为 0.0010%，建议积极申购。

## 观点

- **永东股份是一家基于对煤焦油资源深入研发及应用的高新技术企业。**自设立以来一直致力于高品质炭黑产品、煤焦油精细加工产品的研发和生产，通过“煤焦油加工+炭黑生产+尾气发电+精细化工”的有机结合形成可持续循环的产业模式。主要产品为炭黑及工业萘、轻油、洗油、改质沥青等煤焦油加工产品。
- **2020 年以来公司营收增长迅猛，2016-2020 年复合增速为 21.53%。**公司 2021 年前三季度实现营业收入 27.34 亿元，同比增长 68.07%，实现归母净利润 2.68 亿元，同比增长 290.05%。自 2016 年以来，公司营业收入总体呈现增长态势，同比增长率持续波动，2016-2020 年复合增速为 21.53%。与此同时，归母净利润也随之浮动，2016-2020 年复合增速为 18.88%。
- **公司营业收入构成较为稳定，炭黑系列产品为主要收入来源。**报告期内，公司炭黑系列产品收入占营业收入的比重均在 65% 以上，是公司营业收入的主要来源，营业收入构成较为稳定。
- **公司销售净利率和毛利率波动较大，三费费用率总和下滑。**2019-2021Q1-3，公司销售净利率分别为 3.19%、6.62% 和 9.80%，销售毛利率分别为 13.39%、11.98% 和 15.72%。三费费用率总和呈下降趋势，其中销售费用率下滑明显。
- **风险提示：**项目进展不及预期风险、违约风险。

2022 年 04 月 07 日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016

chenbm@dwzq.com.cn

## 相关研究

《地产企业信用利差群像之央企篇》  
2022-04-07

《对 5.5% 经济增长目标的进一步测算》  
2022-04-07

《“宽货币”周期中利差曲线形态如何演绎？》  
2022-04-07

2022-04-07

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	5
3. 正股基本面分析 .....	7
4. 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元) .....	7
图 2: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元) .....	7
图 3: 2016-2020 营业收入构成 .....	8

表 1: 永东转 2 发行认购时间表 .....	4
表 2: 永东转 2 基本条款 .....	4
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	5
表 4: 债性和股性指标 .....	5
表 5: 相对价值法预测永东转 2 上市价格 (单位: 元) .....	6

## 1. 转债基本信息

表1：永东转2发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-04-06	1、刊登《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-04-07	1、原股东优先配售股权登记日；2、网上路演
T	2022-04-08	1、刊登《可转债发行提示性公告》； 2、原股东优先配售认购日（缴付足额资金）； 3、网上申购（无需缴付申购资金）； 4、确定网上中签率
T+1	2022-04-11	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
T+2	2022-04-12	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 日终有足额的认购资金）
T+3	2022-04-13	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	2022-04-14	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：永东转2基本条款

转债名称	永东转2	正股名称	永东股份
转债代码	127059.SZ	正股代码	002753.SZ
发行规模	3.80亿元	正股行业	基础化工-橡胶-炭黑
存续期	6年（2022年04月08日至2028年04月08日）	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	8.86元/股	转股期	6月（2022年10月14日 至2028年04月07日）
票面利率	0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%		
向下修正条款	存续期，10/20，90%		
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
煤焦油精细加工及特种炭黑综合利用项 目	29,389.38	29,000.00
补充流动资金	9,000.00	9,000.00
合计	38,389.38	38,000.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

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	82.49 元	转换平价 (以 2022/4/6 收盘价)	103.27 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	21.22%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-3.17%
纯债到期收益率 YTM	3.22%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 82.49 元, YTM 为 3.22%。永东转 2 存续期为 6 年, 联合评级为 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%、2.00%、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 6.6487% (2022/4/6) 计算, 纯债价值为 82.49 元, 纯债对应的 YTM 为 3.22%, 债底保护尚可。

当前转换平价为 103.27 元, 平价溢价率为 -3.17%。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 10 月 14 日至 2028 年 4 月 7 日。初始转股价 8.86 元/股, 正股永东股份 4 月 6 日的收盘价为 9.15 元, 对应的转换平价为 103.27 元, 平价溢价率为 -3.17%。

转债条款中规中矩。下修条款为“10/20、90%”, 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 10.25%。按初始转股价 8.68 元计算, 转债发行 3.80 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 10.25% 和 15.03%, 对股本造成的摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

我们预计永东转 2 上市首日价格在 117.20~130.84 元之间。按永东股份 2022 年 4 月 6 日收盘价测算, 当前转换平价为 103.27 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的猜测转债(上市日转换平价 103.73 元, 评级 AA-,

发行规模 3.75 亿元)、斯莱转债(上市日转换平价 102.35 元, 评级 AA-, 发行规模 3.88 亿元)和银信转债(上市日转换平价 104.94 元, 评级 AA-, 发行规模 3.91 亿元)上市当日转股溢价率分别为 10.77%、7.50% 和 10.01%。

2) 参考近期上市的铂科转债(上市日转换平价 98.43 元)、天地转债(上市日转换平价 106.01 元)和绿动转债(上市日转换平价 89.51 元), 上市当日转股溢价率分别为 32.07%、27.34% 和 26.46%。

3) 基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 按照  $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$  这一回归结果对可转债上市首日的转股溢价率 ( $y$ ) 进行解释。其中, 计算机行业的转股溢价率 ( $x_1$ ) 为 16.81%, 2022 年 4 月 6 日 6 年 AA- 中债企业债到期收益 ( $x_2$ ) 为 6.65%, 2021 年三季度报显示永东股份前十大股东持股比例 ( $x_3$ ) 为 31.97%, 2022 年 4 月 6 日中证转债成交额为 64,181,437,879 元, 取对数 ( $x_4$ ) 得 24.89。因此, 可以计算出永东转 2 上市首日转股溢价率 ( $y$ ) 为 18.23%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到永东转 2 的债底保护性尚可, 评级和规模吸引力一般, 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 117.20~130.84 元区间。

表 5: 相对价值法预测永东转 2 上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价	15%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	8.69	112.83	114.79	117.73	120.67
-3%	8.88	115.20	117.20	120.21	123.22
2022/4/6 收盘价	9.15	118.76	120.83	123.93	127.03
3%	9.42	122.33	124.45	127.65	130.84
5%	9.61	124.70	126.87	130.12	133.38
					135.55

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 69.12%。永东股份的前两大股东为刘东良、刘东杰, 截至 2021 年 9 月 30 日最新持股比例分别为 25.84%、16.86%, 共合计持股 42.70%, 前十大股东合计持股比例为 63.74%, 股权结构较集中。截至 2022 年 4 月 6 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 69.12%。

我们预计中签率为 0.0010%。永东转 2 发行总额为 3.80 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 69.12%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.17 亿元。永东转 2 仅设置网上发行, 近期发行的风语转债(评级 AA-, 规模 6.00 亿元)网上申购数约 1,167.97 万户, 中银转债(评级 AAA, 规模 78.00 亿元)网上申购数约 1,144.08 万户, 重银转债(评级

AAA, 规模 130.00 亿元) 网上申购数约 1,151.56 万户。我们预计永东转 2 网上有效申购户数为 1,154.54 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0010%。

### 3. 正股基本面分析

永东股份是一家基于对煤焦油资源深入研发及应用的高新技术企业。自设立以来一直致力于高品质炭黑产品、煤焦油精细加工产品的研发和生产, 通过“煤焦油加工+炭黑生产+尾气发电+精细化工”的有机结合形成可持续循环的产业模式。主要产品为炭黑及工业萘、轻油、洗油、改质沥青等煤焦油加工产品。公司自成立以来, 依托当地资源优势, 致力于建设完整的产业链条, 通过一体化经营实现资源、能源的就地转化。目前公司已实现了“煤焦油加工+炭黑生产+尾气发电+精细化工”的产业链条。同时公司自设立以来一直非常重视科学技术的研究和发展, 通过不断的积累与创新, 提升了煤焦油领域开发利用的水平, 为炭黑生产及煤焦油加工行业转型升级起到一定示范作用。

2020 年以来公司营收增长迅猛, 2016-2020 年复合增速为 21.53%。公司 2021 年前三季度实现营业收入 27.34 亿元, 同比增长 68.07%, 实现归母净利润 2.68 亿元, 同比增长 290.05%。自 2016 年以来, 公司营业收入总体呈现增长态势, 同比增长率持续波动, 2016-2020 年复合增速为 21.53%。与此同时, 归母净利润也随之浮动, 2016-2020 年复合增速为 18.88%。

图 1: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)



图 2: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)

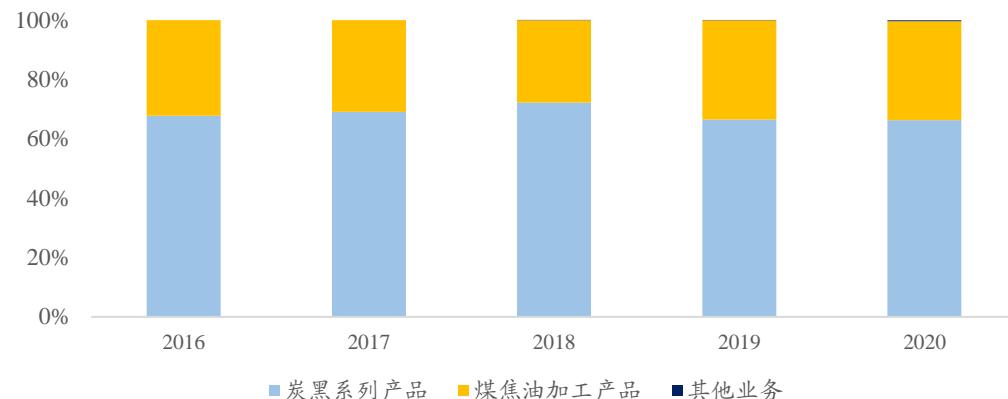


数据来源: 公司年报, wind, 东吴证券研究所

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, 炭黑系列产品为主要收入来源。报告期内, 公司炭黑系列产品收入占营业收入的比重均在 65%以上, 是公司营业收入的主要来源, 营业收入构成较为稳定。

图 3：2016-2020 营业收入构成



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

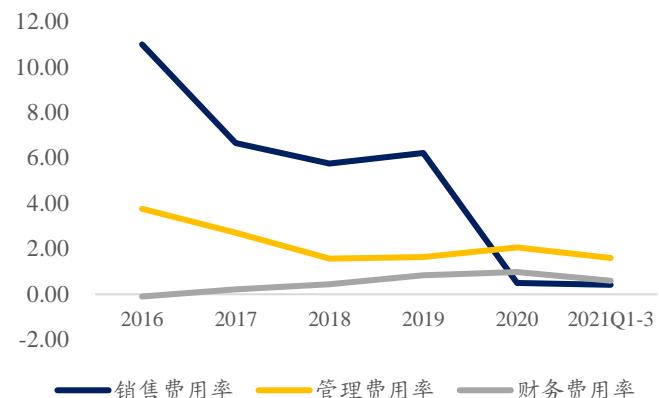
公司销售净利率和毛利率波动较大，三费用率总和下滑。2019-2021Q1-3，公司销售净利率分别为 3.19%、6.62% 和 9.80%，销售毛利率分别为 13.39%、11.98% 和 15.72%。三费用率总和呈下降趋势，其中销售费用率下滑明显。

图 4：2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：2016-2021Q1-3 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，并注明出自为东吴证券研究所，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>

<sup>1</sup> 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归，解释变量为：行业转股溢价率 ( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率 ( $x_2$ )、前十大股东持股比例 ( $x_3$ ) 和上市前一日中证转债成交额取对数 ( $x_4$ )，被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为： $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。