

2022年09月20日

兴发转债：磷化工与精细化工领军企业

事件

- **兴发转债(110089.SH)于2022年9月22日开始网上申购：**总发行规模为28.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于新建20万吨/年磷酸铁项目、10万吨/年湿法磷酸精制技术改造项目、新建8万吨/年功能性硅橡胶项目和偿还银行贷款。
- **当前债底估值为94.84元，YTM为2.40%。**兴发转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为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%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA+中债企业债到期收益率3.31%（2022-09-19）计算，纯债价值为94.87元，纯债对应的YTM为2.40%，债底保护较好。
- **当前转换平价为91.55元，平价溢价率为9.23%。**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2023年03月28日至2028年09月21日。初始转股价39.54元/股，正股兴发集团9月19日的收盘价为36.20元，对应的转换平价为91.55元，平价溢价率为9.23%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为5.99%。**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39.54元计算，转债发行28.00亿元对总股本稀释率为5.99%，对流通盘的稀释率为6.04%，对股本摊薄压力较小。
- **我们预计兴发转债上市首日价格在108.34~120.70元之间，我们预计中签率为0.0094%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到兴发转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在25%左右，对应的上市价格在108.34~120.70元之间。我们预计网上中签率为0.0094%，建议积极申购。

观点

- 湖北兴发化工集团股份有限公司是一家以磷化工系列产品和精细化产品的开发、生产和销售为主业的上市公司。主营业务为磷化工系列产品生产、销售和进出口；磷矿石的开采和销售；硅石矿开采、加工和销售；化学肥料的生产和销售。
- **2018年以来公司营收持续增长，2018-2021年复合增速为9.91%。**公司2021年实现营业收入237.06亿元，同比增加28.91%，实现归母净利润42.37亿元，同比增加585.25%。自2018年以来，公司营业收入持续增长，与2021年增幅最大，2018-2021年复合增速为9.91%。与此同时，归母净利润也大幅上升，2018-2021年复合增速为119.21%。
- 公司营业收入构成较为稳定，主营业务收入来源为草甘膦及甘氨酸等、氯碱及有机硅等、肥料、贸易产品、磷矿石、黄磷和下游产品，主营业务收入占比各年均超过90%。自2019年至2021年，草甘膦及甘氨酸等、磷矿石、黄磷和下游产品、氯碱及有机硅等产品占比逐年上升，贸易产品占比逐年缩小，主营业务收入占营业收入的比重各年均超过90%。
- 公司销售净利率、毛利率自2018年上市起总体波动有升，销售费用率和管理费用率总体波动下降，财务费用率自2018年起逐年下降。2018-2021年，公司销售净利率分别4.45%、2.16%、3.23%和19.80%，销售毛利率分别为17.91%、13.63%、13.41%和33.44%。销售费用率和管理费用率波动下降，财务费用率自2018年起逐年下降
- **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

《周观：存款利率下调的正反馈机制（2022年第36期）》
2022-09-18

《心定，法不定——可转债周报20220916》
2022-09-18

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	9

图表目录

图 1: 2018-2022H1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2: 2018-2022H1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3: 2019-2021 年营业收入构成	8
图 4: 2018-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5: 2018-2022H1 销售费用率水平 (%)	9
图 6: 2018-2022H1 财务费用率水平 (%)	9
图 7: 2018-2022H1 管理费用率水平 (%)	9
表 1: 兴发转债发行认购时间表.....	4
表 2: 兴发转债基本条款.....	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: 相对价值法预测兴发转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1：兴发转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-09-20	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-09-21	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-09-22	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-09-23	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-09-26	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
T+3	2022-09-27	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	2022-09-28	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：兴发转债基本条款

转债名称	兴发转债	正股名称	兴发集团
转债代码	110089.SH	正股代码	600141.SH
发行规模	28.00亿元	正股行业	基础化工-农化制品-磷肥及磷化工
存续期	6年（2022年09月22日至2028年09月21日）	主体评级/债项评级	AA+/AA+
转股价	39.54元/股	转股期	6月（2023年03月28日至2028年09月21日）
票面利率	0.20%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%		
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110%（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
新建20万吨/年磷酸铁项目	218414.19	83100.00
10万吨/年湿法磷酸精制技术改造项目	55088.00	43900.00
新建8万吨/年功能性硅橡胶项目	103428.49	75700.00
偿还银行贷款	77300.00	77300.00
合计	454230.68	280000.00

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	94.87元	转换平价（以2022/9/19收盘价）	91.55元
纯债溢价率（以面值100计算）	5.41%	平价溢价率（以面值100计算）	9.23%
纯债到期收益率YTM	2.40%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前债底估值为94.87元，YTM为2.40%。兴发转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为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%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA+中债企业债到期收益率3.31%（2022-09-19）计算，纯债价值为94.87元，纯债对应的YTM为2.40%，债底保护较好。

当前转换平价为91.55元，平价溢价率为9.23%。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2023年03月28日至2028年09月21日。初始转股价39.54元/股，正股兴发集团9月19日的收盘价为36.20元，对应的转换平价为91.55元，平价溢价率为9.23%。

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5.99%。按初始转股价39.54元计算，转债发行28.00亿元对总股本稀释率为5.99%，对流通盘的稀释率为6.04%，对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计兴发转债上市首日价格在108.34~120.70元之间。按兴发集团2022年9月19日收盘价测算，当前转换平价为91.55元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的天业转债（转换平价90.87元，评级AA+，发行规模30.00亿元）、绿动转债（转换平价77.16元，评级AA+，发行规模23.60亿元）。

科伦转债（转换平价 132.19 元，评级 AA+，发行规模 30.00 亿元），9月 19 日转股溢价率分别为 31.77%、44.03%、10.90%。

2) 参考近期上市的天箭转债（上市日转换平价 79.57 元）、瑞科转债（上市日转换平价 79.79 元）、顺博转债（上市日转换平价 83.65 元）、上市当日转股溢价率分别为 49.57%、51.97%、49.91%。

3) 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，构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型，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。基于我们已经构建好的实证模型，其中，基础化工行业的转股溢价率为 25.63%，2022 年 9 月 19 日 6 年 AAA 中债企业债到期收益为 3.31%，2022 年半年报显示兴发集团前十大股东持股比例为 45.31%，2022 年 9 月 19 日中证转债成交额为 42,255,494,149 元，取对数得 24.47。因此，可以计算出兴发转债上市首日转股溢价率 (y) 为 23.16%。

综合可比标的、实证模型结果及至上市当日正股股价变动预期，考虑到兴发转债的债底保护较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 108.34~120.70 元之间。

表 5：相对价值法预测兴发转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	34.39	104.37	106.11	108.72	111.33	113.07
-3%	35.11	106.57	108.34	111.01	113.67	115.45
2022/09/19 收盘价	36.20	109.86	111.69	114.44	117.19	119.02
3%	37.29	113.16	115.05	117.87	120.70	122.59
5%	38.01	115.36	117.28	120.16	123.05	124.97

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 **63.59%**。兴发集团的前十大股东合计持股比例为 45.31% (2022/3/31)，股权较为集中。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 63.59%。

我们预计中签率为 **0.0098%**。兴发转债发行总额为 28.00 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 63.59%，剩余网上投资者可申购金额为 10.19 亿元。兴发转债仅设置网上发行，近期发行的金盘转债（评级 AA，规模 9.77 亿元）1032.29 万户，密卫转债（评级 AA-，规模 8.72 亿元）1039.71 万户，常银转债（评级 AA+，规模 60.00 亿元）

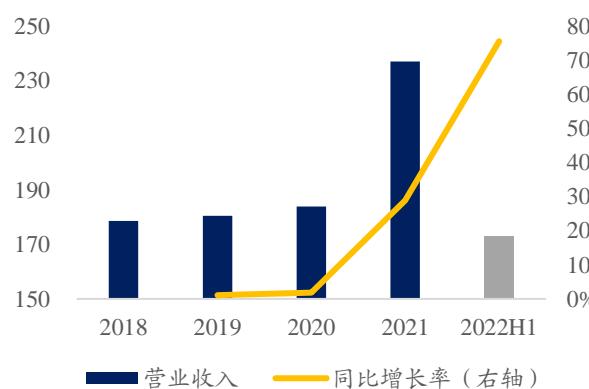
1034.50万户。我们预计兴发转债网上有效申购户数为1035.5万户，平均单户申购金额100万元，我们预计网上中签率为0.0098%。

3. 正股基本面分析

湖北兴发化工集团股份有限公司是一家以磷化工系列产品和精细化工产品的开发、生产和销售为主业的上市公司。主营业务为磷化工系列产品生产、销售和进出口；磷矿石的开采和销售；硅石矿开采、加工和销售；化学肥料的生产和销售。主营产品为兴发二甲基亚砜、兴发黄磷、兴发磷矿石、兴发六偏磷酸钠和兴发三聚磷酸钠。公司长期专注于精细磷化工产品开发，形成了品种多、规模大、门类齐全、精细化程度、产品附加值和技术含量较高的产品链，现拥有工业级、食品级、医药级、电子级、肥料级产品多个系列品种。公司持续推进磷化工资源和企业的重组整合，在国内率先建立起“矿电化”运行模式，实现了磷矿全部自给，电力自给率达50%以上。

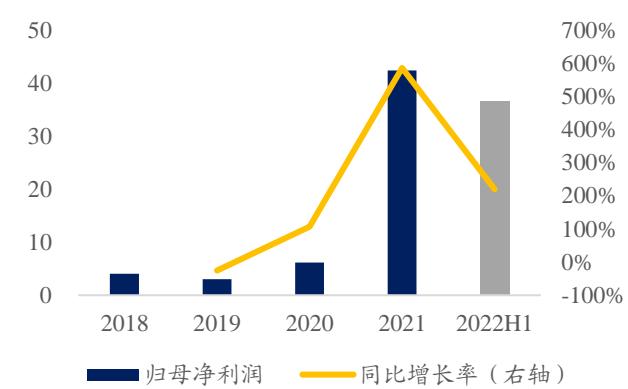
2018年以来公司营收持续增长，2018-2021年复合增速为9.91%。公司2021年完成了对荆州荆化的收购，2022年第一季度完成了对宁通物流的收购，因此2021年及2022年H1的财务数据相应出现了较大变动。公司营业收入逐年持续增长，2018-2021年复合增速为9.91%，因2021和2022年的收购，2021年至2022年H1营业收入同比增长率大幅上升。与此同时，归母净利润自2018年起实现波动增长，2018-2021年复合增速为119.21%，2021年增幅最大。公司2021年实现营业收入237.06亿元，同比增加28.91%，实现归母净利润42.37亿元，同比增加585.25%，此后2022年H1同比增幅有所放缓。2021年化工整体较为景气，公司联营和合营企业利润增长。

图1：2018-2022H1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

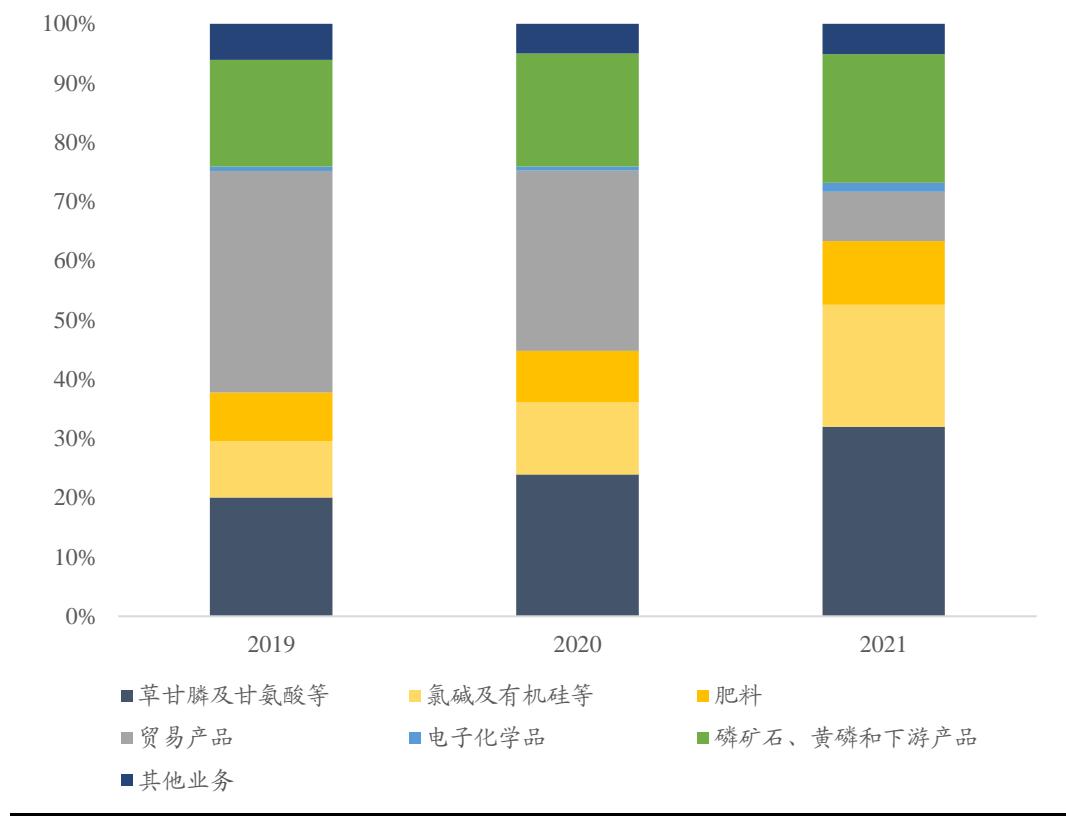
图2：2018-2022H1归母净利润及同比增速（亿元）



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，主营业务为草甘膦及甘氨酸等、氯碱及有机硅等、肥料、贸易产品、磷矿石、黄磷和下游产品，主营业务收入占比各年均超过 90%。自 2019 年至 2021 年，草甘膦及甘氨酸等、磷矿石、黄磷和下游产品、氯碱及有机硅等产品占比逐年上升，贸易产品占比逐年缩小，主营业务收入占营业收入的比重各年均超过 90%。

图 3：2019-2021 年营业收入构成



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

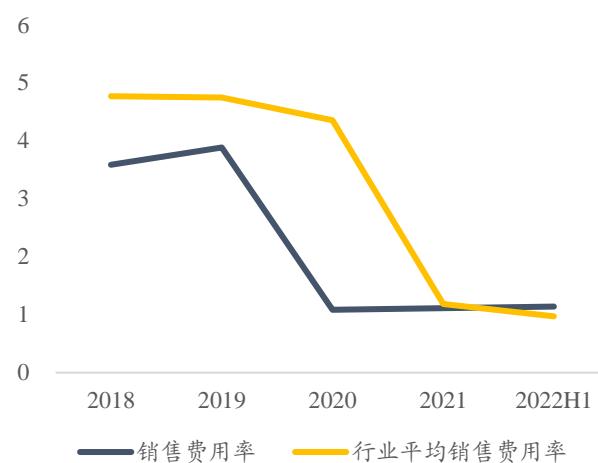
公司销售净利率、毛利率自 2018 年上市起总体波动有升，销售费用率和管理费用率总体波动下降，财务费用率自 2018 年起逐年下降。2018-2021 年，公司销售净利率分别 4.45%、2.16%、3.23% 和 19.80%，销售毛利率分别为 17.91%、13.63%、13.41% 和 33.44%，销售净利率和销售毛利率均因公司 2021 年完成了对荆州荆化的收购，2022 年第一季度完成了对宁通物流的收购而在 2021 年和 2022 年 H1 大幅上升，明显高于行业平均水平。销售费用率自 2018 年以来波动下降，变动趋势早于行业平均水平变动趋势。财务费用率自 2018 年逐年下降，与行业平均水平相近，与行业平均变化趋势趋同；管理费用率大幅低于行业平均水平。

图 4：2018-2022H1 销售毛利率和净利率水平（%）



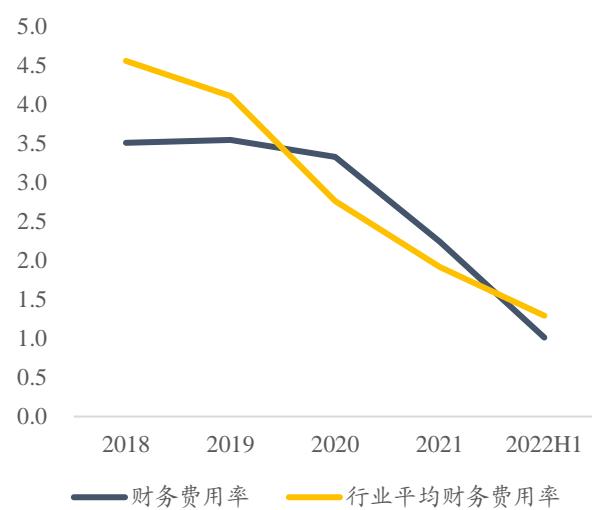
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 5：2018-2022H1 销售费用率水平（%）



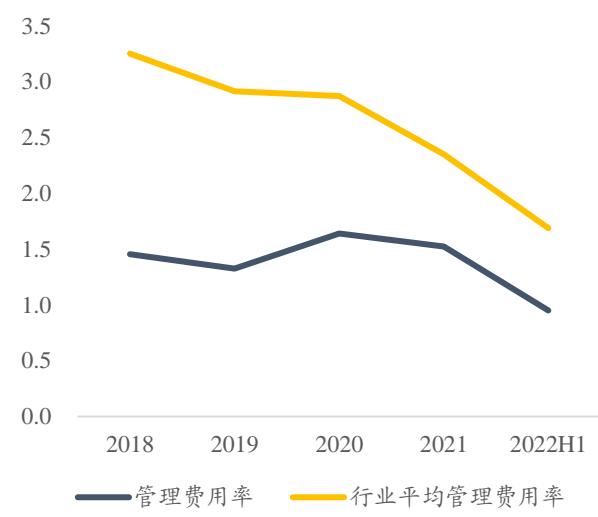
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 6：2018-2022H1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 7：2018-2022H1 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的额相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

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>