

2022 年 10 月 19 日

## 百川转 2：中国精细化化工领军企业

### 事件

- 百川转 2 (127075.SZ) 于 2022 年 10 月 19 日开始网上申购：总发行规模为 9.7800 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 3 万吨负极材料(8 万吨石墨化)项目。
- 当前债底估值为 85.29 元，YTM 为 3.30%。百川转 2 存续期为 6 年，上海新世纪资信评估投资服务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：0.3%、0.5%、1.0%、1.8%、2.5%、3.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息)，以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.14% (2022-10-17) 计算，纯债价值为 85.29 元，纯债对应的 YTM 为 3.30%，债底保护一般。
- 当前转换平价为 103.67 元，平价溢价率为 -3.54%。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 04 月 25 日至 2028 年 10 月 18 日。初始转股价 10.36 元/股，正股百川股份 10 月 19 日的收盘价为 10.74 元，对应的转换平价为 103.67 元，平价溢价率为 -3.54%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 13.73%。下修条款为“15/30, 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 10.36 元计算，转债发行 9.7800 亿元对总股本稀释率为 13.73%，对流通盘的稀释率为 15.94%，对股本有一定的摊薄压力。

### 观点

- 我们预计百川转 2 上市首日价格在 122.68~136.68 元之间，我们预计中签率为 0.0037%。综合可比标的以及实证结果，考虑到百川转 2 的债底保护性较一般评级和规模吸引力一般，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 122.68~136.68 元之间。我们预计网上中签率为 0.0037%，建议积极申购。
- 百川股份是专业从事高新技术精细化化工产品生产的企业。长期致力于乙酸酯类、丙二醇醚及其酯类、酸酐类、增塑剂、多元醇类以及绝缘树脂和漆包线漆等多种环保节能型化工产品的研发生产，是多家世界 500 强涂料企业稳定的原材料供应商和合作伙伴。
- 2017 年以来公司营收波动增长，2017-2021 年复合增速为 13.02%。公司 2021 年实现营业收入 40.21 亿元，同比增加 83.88%，实现归母净利润 2.28 亿元，同比增加 243.58%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“倒 V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 13.02%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 21.56%。
- 公司营业收入构成较为稳定，精细化产品为主要收入来源。其中，2019 和 2020 年精细化产品营收占总营收的 100%，2021 年精细化产品营收占总营收的 87%，是公司营业收入的最主要来源。
- 公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 4.24%、3.50%、2.51%、3.04% 和 5.80%，销售毛利率分别为 12.48%、10.92%、10.54%、7.44% 和 12.54%。财务费用率有所上升，管理费用率较为平稳，销售费用率下降，其中管理费用率占比最大。
- 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

《绿色债券专题报告之八：枯荣有数，韬晦待时（上）——环保固废处理行业可转债梳理》

2022-10-17

《绿色债券专题报告之九：枯荣有数，韬晦待时（下）——环保水处理行业可转债梳理》

2022-10-17

## 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 .....	6
3.1 财务数据分析 .....	7
3.2 公司亮点分析 .....	9
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 2017-2022H1 营业收入及同比增速 (亿元) .....	7
图 2: 2017-2022H1 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: 2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%) .....	9
图 5: 2017-2022H1 销售费用率水平 (%) .....	9
图 6: 2017-2022H1 财务费用率水平 (%) .....	9
图 7: 2017-2022H1 管理费用率水平 (%) .....	9
表 1: 百川转 2 发行认购时间表 .....	4
表 2: 百川转 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: 相对价值法预测百川转 2 上市价格 (单位: 元) .....	6

## 1. 转债基本信息

表1：百川转2发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-10-17	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-10-18	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-10-19	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	2022-10-20	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	2022-10-21	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	2022-10-24	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	2022-10-25	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2：百川转2基本条款

转债名称	百川转2	正股名称	百川股份
转债代码	127075.SZ	正股代码	002455.SZ
发行规模	9.7800 亿元	正股行业	基础化工-化学制品-其他化学制品
存续期	2022 年 10 月 19 日至 2028 年 10 月 18 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	10.36 元/股	转股期	2023 年 04 月 25 日至 2028 年 10 月 18 日
票面利率	0.30%、0.50%、1.00%、1.80%、2.50%、3.00%。		
向下修正条款	存续期，15/30，90%		
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%（含 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
年产3万吨负极材料(8万吨石墨化)项目	142,012.63	97,800.00
<b>合计</b>	<b>142,012.63</b>	<b>97,800.00</b>

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	85.29元	转换平价（以2022/10/17收盘价）	103.6元
纯债溢价率（以面值100计算）	17.25%	平价溢价率（以面值100计算）	-3.54%
纯债到期收益率YTM	3.30%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**当前债底估值为85.29元，YTM为3.30%。**百川转2存续期为6年，上海新世纪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：0.3%、0.5%、1.0%、1.8%、2.5%、3.0%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.14%（2022-10-17）计算，纯债价值为85.29元，纯债对应的YTM为3.30%，债底保护一般。

**当前转换平价为103.67元，平价溢价率为-3.54%。**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04月25日至2028年10月18日。初始转股价10.36元/股，正股百川股份10月17日的收盘价为10.74元，对应的转换平价为103.67元，平价溢价率为-3.54%。

**转债条款中规中矩。**下修条款为“15/30, 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13.73%。**按初始转股价10.36元计算，转债发行9.7800亿元对总股本稀释率为13.73%，对流通盘的稀释率为15.94%，对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

**我们预计百川转2上市首日价格在122.68~136.68元之间。**按百川股份2022年10月17日收盘价测算，当前转换平价为103.67元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的九强转债（转换平价104.99元，评级AA-，发行规模11.39亿元）、永东转2（转换平价111.21元，评级AA-，发行规模7.2亿元）、中环转2（转换平价107.09元，评级AA-，发行规模11.54亿元），10月17日转股溢价率分别为25.53%、29.03%、15.26%。

2) 参考近期上市的大中转债（上市日转换平价86.97元）、嘉诚转债（上市日转换

平价 77.02 元)、金盘转债(上市日转换平价 103.11 元), 上市当日转股溢价率分别为 29.12%、47.84%、29.06%。

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 28.36%, 2022 年 10 月 17 日 A 级中债企业债到期收益为 6.14%, 2022 年半年报显示百川股份前十大股东持股比例为 28.36%, 2022 年 10 月 17 日中证转债成交额为 50,257,967,957 元, 取对数得 24.64。因此, 可以计算出百川转 2 上市首日转股溢价率为 19.28%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到百川转 2 的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 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 122.68~136.68 元之间。

表5: 相对价值法预测百川转 2 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%	10.20	118.18	120.15	123.11	126.06
-3%	10.42	120.67	122.68	125.70	128.71
2022/10/17 收盘价	10.74	124.40	126.47	129.58	132.69
3%	11.06	128.13	130.27	133.47	136.68
5%	11.28	130.62	132.80	136.06	139.33
					141.51

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 **58.51%**。百川股份的前十大股东合计持股比例为 29.93% (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 58.51%。

我们预计中签率为 **0.0037%**。百川转 2 发行总额为 9.78 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 58.51%, 剩余网上投资者可申购金额为 4.06 亿元。百川转 2 仅设置网上发行, 近期发行的莱克转债(评级 A+, 规模 7.70 亿元)网上申购数约 1095.68 万户, 金沃转债(评级 AA, 规模 14.77 亿元)网上申购数约 1088.83 万户, 东杰转债(评级 A+, 规模 4.10 亿元)网上申购数约 1091.73 万户。我们预计百川转 2 网上有效申购户数为 1092.08 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0037%。

### 3. 正股基本面分析

### 3.1 财务数据分析

百川股份公司是专业从事高新技术精细化工产品生产的企业。长期致力于乙酸酯类、丙二醇醚及其酯类、酸酐类、增塑剂、多元醇类以及绝缘树脂和漆包线漆等多种环保节能型化工产品的研发生产。产品被广泛应用于涂料油漆、胶粘剂、医药医疗、家用电器、木器家具、装饰装潢、儿童玩具、文体用品、包装印刷、工业设备、道路标线等各行各业，是多家世界 500 强涂料企业稳定的原材料供应商和合作伙伴。

2017 年以来公司营收波动增长，2017-2021 年复合增速为 13.02%。公司 2021 年实现营业收入 40.21 亿元，同比增加 83.88%，实现归母净利润 2.28 亿元，同比增加 243.58%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现波动增长态势，同比增长率“倒 V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 13.02%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 21.56%。主要原因受益于下游市场需求在国内外疫情形势稳定后复苏，同时随着上游原油价格的大幅上涨以及国内“能耗双控”政策的深入落实，主要精细化工产品的价格均出现较大幅度的上涨。

图1：2017-2022H1 营业收入及同比增速（亿元）

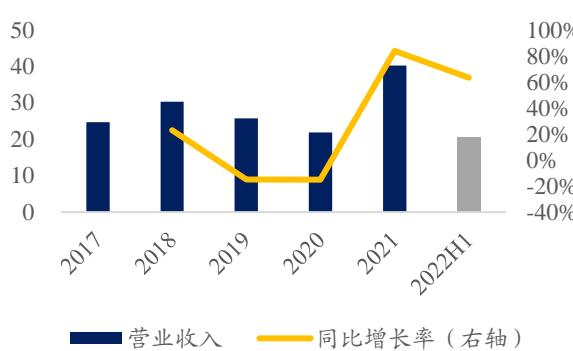


图2：2017-2022H1 归母净利润及同比增速（亿元）

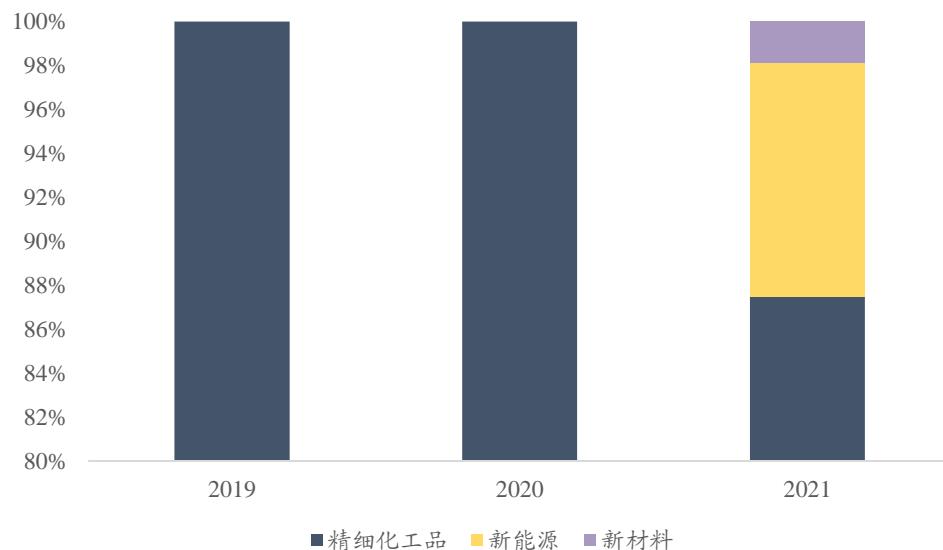


数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司营业收入构成呈增长趋势，精细化工品为公司主要收入来源。其中，2019 年精细化工品营收占总营收的 100%，2020 精细化工品营收占比仍为 100%，是公司营业收入的最主要来源，2021 年精细化工品营收占比下降至 87%，新能源营收占比增加至 10.6%，新材料营收占比为 2.4%。

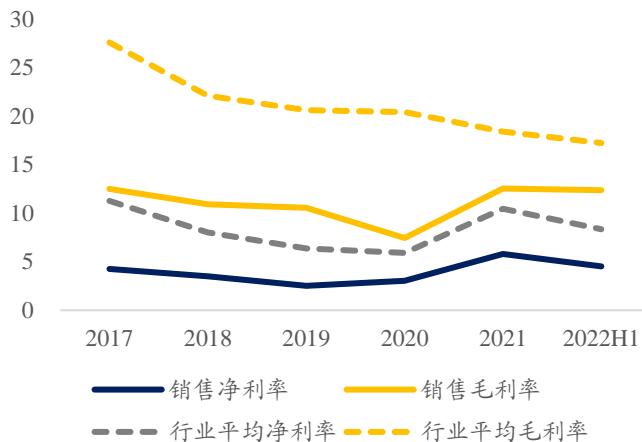
图3：2019-2021年营业收入构成



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

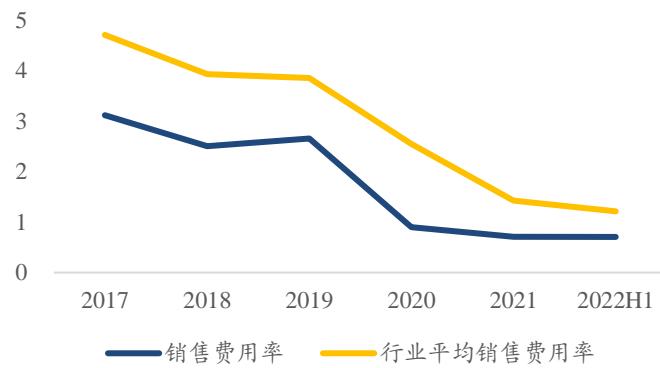
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降。财务费用率有所上升，管理费用率较为稳定，销售费用率下降，其中管理费用率占比最大。2017-2021年，公司销售净利率分别为4.24%、3.50%、2.51%、3.04%和5.80%，销售毛利率分别为12.48%、10.92%、10.54%、7.44%和12.54%。2020-2021年销售毛利率的波动原因是受2020受新冠疫情影响公司主要生产产品供应和需求端均有所下降，因此2020年销售毛利率水平下滑，2021年国外产能不稳定，产品市场需求偏紧，销售毛利率因此回升。销售净利率相应在2020年抬升。2020-2021年销售费用率下降，主要原因是公司根据新收入准则规定，将运费调整至主营业务成本。

图4：2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平（%）



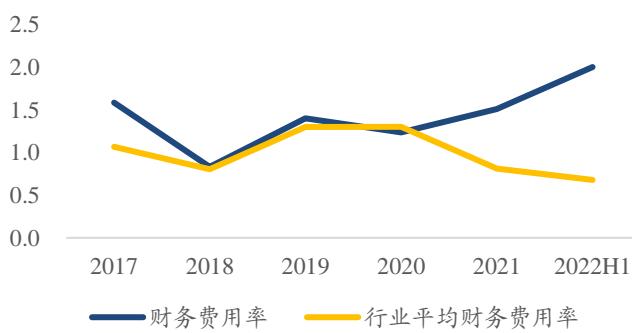
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2022H1 销售费用率水平（%）



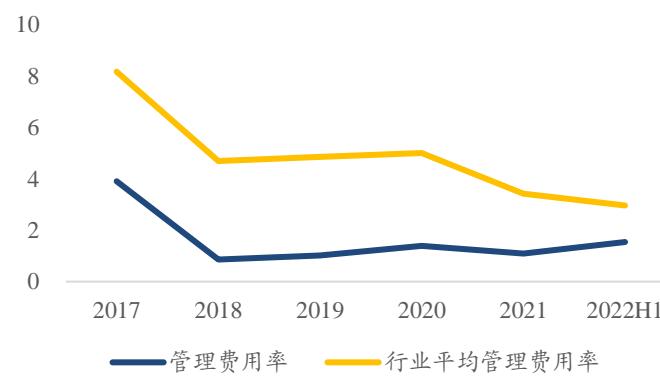
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2017-2022H1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2022H1 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。

### 3.2 公司亮点分析

**持股海基新能源，涉足新能源行业。**公司于2016年参股海基新能源，目前直接间接持股共计30.86%的股份。海基新能源是一家从事锂电池及电池组的技术开发、制造和销售的企业，目前计划投资20亿元，分两期建设产能20亿瓦时的锂电池全自动生产线，一期年产10亿瓦时的项目已于2017年5月进入安装调试阶段。海基远期规划产能60亿瓦时，同时配套建设电池组PACK生产线。新能源项目的如期投产将成为公司

新的业务增长点，2021年公司新能源营收占比增加至10.6%。

**认购MTC股权布局钴锂资源，打通新能源产业链。**公司与澳大利亚MetalsTechLimited（MTC）签订《约束性交易条款》，拟认购MTC新发行的1000万股股权。MTC拥有6个锂矿+1个钴矿勘探权，锂探矿权总计面积约51989公顷，其中，Cancet锂项目为目前重点勘探的旗舰项目，地表采样矿石的氧化锂品位在1.19%-5.58%之间。钴矿勘探权总计面积约3122公顷。此次合作将为公司未来锂电产业发展提供资源储备，打通新能源上下游产业链，为做强锂产业提供有力的资源支撑。

**开展合作，研发石墨烯电池。**2017年6月，公司与北京石墨烯技术研究院（BGI）和深圳前海新能源签定协议，共同针对石墨烯锂电池正极材料、石墨烯新原理电池技术展开研究。BGI的研发优势与公司先进生产经验相结合，有望推动石墨烯的科技转化。

#### 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提供。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>