

2022 年 10 月 22 日

固定收益研究团队

奕瑞转债投资价值分析：数字化 X 线探测器龙头

——固收专题

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

梁吉华（联系人）

liangjihua@kysec.cn

证书编号：S0790121120045

● 正股分析：数字化 X 线探测器龙头

奕瑞科技是国内领先的数字化 X 线探测器生产企业，主要从事数字化 X 线探测器研发、生产、销售与服务，产品广泛应用于医学诊断与治疗、工业检测、安全检查等领域。

公司掌握核心技术。公司是全球为数不多的、掌握全部主要核心技术的数字化 X 线探测器生产商之一，在传感器设计和制程技术方面，公司是全球少数几家同时掌握非晶硅、IGZO、柔性和 CMOS 四大传感器技术并具备量产能力的厂商；公司是工信部“专精特新”小巨人，拥有各类专利数量超过 200 项。

公司坚持全球化布局战略，积累了海内外优质客户资源。公司产品远销亚洲、美洲、欧洲等地共计 80 余个国家和地区，数字化 X 线探测器是影像设备的核心部件，国内外知名影像设备厂商均与公司建立了良好的合作关系，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。在医用、齿科、工业领域，公司均与主要厂商建立了合作关系，同时公司也是国内主要新能源电池和电子检测设备供应商。

公司深耕探测器领域多年，不断扩大产能，市占率不断提高。2019-2021 年，公司在全球 X 线探测器市场份额始终位列国内第一；根据 Yole Developpement 的数据，2018 年公司数字化 X 线探测器全球市场占有率为 5.30%，2021 年公司市场占有率达到了 16.90%，较 2018 年增长超过 10%。

公司未来的增长点主要在于：（1）公司致力于进口替代，产品在图像性能、质量稳定性和可靠性等方面已达到全球领先水平，主动采取“以价换量”的方式快速抢占市场份额，打破外资巨头的垄断，市占率不断上升；（2）随着国内 X 线影像设备相关医疗器械由三甲医院向乡镇卫生院等基层医疗机构渗透，医疗领域探测器需求有望保持稳定增长；工业领域，新能源电池检测设备、电子及半导体检测设备 etc 新兴领域有望带来增量需求（3）公司积极布局新产品、新零部件、新材料，发行转债募资研发新型探测器及闪烁体材料产业化项目，有助于保持公司竞争力，开辟新的增长曲线。

● 转债分析：转股稀释率较小，正股估值处于历史中位

奕瑞转债将于 2022 年 10 月 24 日发行，发行规模 14.35 亿元，评级为 AA，预计上市后流动性较好。转股对股本的摊薄压力较小，对流通股稀释率是 6.54%。

正股的估值处于历史中位水平。截至 10 月 21 日，公司的 PE（TTM）是 66.35，处于上市（2020/9/18）以来 47.18%分位数。转债条款常规设置。下修条款为“15/30、85%”，可破净下修，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“最后 2 年，30/30、70%”。**转债债底保护较好。**面值对应的 YTM 为 2.34%，以 10 月 21 日 6 年期 AA 中债企业债到期收益率计算，纯债价值是 92.14 元，债底保护较好。正股 10 月 21 日的收盘价为 503.66 元，对应转债平价为 100.75 元，高于面值。参考相近平价、规模的杭叉转债，预计奕瑞转债溢价率在 20%-25%左右，价格在 120.90-125.94 元，预计中签率在 0.002589018%-0.003880527%之间。

● **风险提示：**产品价格下行；新增产能释放不及预期；经济超预期下行。

相关研究报告

《进军国际市场的胶带行业龙头——永 22 转债投资价值分析》-2022.7.28

《氯碱化工行业龙头——天业转债投资价值分析》-2022.6.23

《积极拓展风电领域的通用设备制造商——通裕转债投资价值分析》-2022.6.19

表1：奕瑞转债申购信息

转债基本信息	
转债代码	118025.SH
转债名称	奕瑞转债
正股代码	688301.SH
正股名称	奕瑞科技
评级	AA
发行额(亿元)	14.35
期限(年)	6
利率	0.2%；0.4%；0.8%；1.5%；1.8%；2.0%
预计发行/起息日期	2022-10-24
转股起始日期	2023-04-28
转股价(元)	499.89
赎回条款	转股期，15/30，130%
向下修正条款	存续期，15/30，85%
有条件回售条款	最后两个计息年度，30/30，70%
到期赎回价(元)	110
原始股东股权登记日	2022-10-21
网上申购及配售日期	2022-10-24
申购代码/配售代码	718301/726301

资料来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4/C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4/C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn