

固收点评 20230318

平煤转债：低硫优质主焦煤主要供应商

2023年03月18日

事件

- **平煤转债 (113066.SH) 于 2023 年 3 月 16 日开始网上申购：**总发行规模为 29.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于煤矿智能化改造项目与偿还金融机构借款。
- **当前债底估值为 91.38 元，YTM 为 1.81%。**平煤转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限公司资信评级为 AAA/AAA，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%、0.80%、1.20%、1.60%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 107.00%（含最后一期利息），以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.37%（2023-03-15）计算，纯债价值为 91.38 元，纯债对应的 YTM 为 1.81%，债底保护较好。
- **当前转换平价为 93.72 元，平价溢价率为 6.70%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即 2023 年 9 月 22 日至 2029 年 3 月 15 日。初始转股价 11.79 元/股，正股平煤股份 3 月 15 日的收盘价为 11.05 元，对应的转换平价为 93.72 元，平价溢价率为 6.70%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 9.60%。**下修条款为“15/30，80%”，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 11.79 元计算，转债发行 29.00 亿元对总股本稀释率为 9.60%，对流通盘的稀释率为 9.68%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计平煤转债上市首日价格在 110.91~123.57 元之间，我们预计中签率为 0.0088%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到平煤转债的债底保护性良好，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 110.91-123.57 元之间。我们预计网上中签率为 0.0088%，建议积极申购。
- **平煤股份有限公司主营业务为煤炭开采、煤炭洗选加工，煤炭销售。**下属生产单位包括十七个生产矿和三个精选煤厂。公司的煤炭品种主要有 1/3 焦煤、焦煤及肥煤。煤炭产品主要有动力煤和冶炼煤两大类。
- **2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 9.39%。**自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率呈“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 9.39%。2021 年，公司实现营收 296.99 亿元，同比增加 32.60%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 20.70%。2021 年实现归母净利润 29.22 亿元，同比增加 110.61%。
- **公司的主要营收构成稳定，冶炼焦煤、混煤为主要营收来源。**2019-2022 年 1-6 月，冶炼焦煤收入占主营业务收入的比重为 58.18%、64.00%、67.02%和 72.10%。混煤收入占主营业务收入的比重为 34.12%、29.70%、27.10%和 22.24%。冶炼焦煤业务占比呈每年递增的趋势。
- **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 7.43%、4.38%、5.62%、7.27%和 11.01%，销售毛利率分别为 21.45%、19.81%、20.71%、27.99%和 27.58%。随着煤炭行业景气度显著上升，煤炭价格不断上升，公司深入贯彻“大焦煤战略”进一步优化产品结构，经济运行质量稳步提升，同时公司还在智能矿山建设、减员提效等方面做了一些工作。
- **风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《二级资本债周度数据跟踪
(20230313-20230317)》

2023-03-18

《绿色债券周度数据跟踪
(20230313-20230317)》

2023-03-18

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
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022Q1-3 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:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	8
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2015-2021 年煤炭能源消费 (万吨标准煤)	10
图 9:	2017-2021 年动力煤消费量 (亿元)	10
表 1:	平煤转债发行认购时间表	4
表 2:	平煤转债基本条款	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:	相对价值法预测平煤转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 平煤转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-03-14	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-03-15	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-03-16	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	2023-03-17	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	2023-03-20	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	2023-03-21	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	2023-03-22	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: 平煤转债基本条款

转债名称	平煤转债	正股名称	平煤股份
转债代码	113066.SH	正股代码	601666.SH
发行规模	29.00 亿元	正股行业	煤炭-煤炭开采-焦煤
存续期	2023 年 03 月 16 日至 2029 年 03 月 15 日	主体评级/债项评级	AAA/AAA
转股价	11.79 元	转股期	2023 年 09 月 22 日至 2029 年 03 月 15 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,1.20%,1.60%,2.00%.		
向下修正条款	存续期，15/30，80%		
赎回条款	(1) 到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的 107%（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
煤矿智能化建设改造项目	385,246.70	260,000.00
偿还金融机构借款	30,000.00	30,000.00
合计	415,246.70	290,000.00

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	91.38 元	转换平价 (以 2023/03/15 收盘价)	93.72 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	9.43%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	6.70%
	1.81%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 91.38 元, YTM 为 1.81%。平煤转债存续期为 6 年, 中诚信国际信用评级有限公司资信评级为 AAA/AAA, 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%、0.80%、1.20%、1.60%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 107.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.37% (2023-03-15) 计算, 纯债价值为 91.38 元, 纯债对应的 YTM 为 1.81%, 债底保护较好。

当前转换平价为 93.72 元, 平价溢价率为 6.70%。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 09 月 22 日至 2029 年 03 月 15 日。初始转股价 11.79 元/股, 正股平煤股份 3 月 15 日的收盘价为 11.05 元, 对应的转换平价为 93.72 元, 平价溢价率为 6.70%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 80%”, 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 9.60%。按初始转股价 11.79 元计算, 转债发行 29.00 亿元对总股本稀释率为 9.60%, 对流通盘的稀释率为 9.68%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计平煤转债上市首日价格在 110.91-123.57 元之间。按平煤股份 2023 年 3 月 15 日收盘价测算, 当前转换平价为 93.72 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的苏租转债 (转换平价 101.58 元, 评级 AAA, 发行规模 50.00 亿元)、北港转债 (转换平价 96.45 元, 评级 AAA, 发行规模 30.00 亿元)、长汽转债 (转换平价 89.67 元, 评级 AAA, 发行规模 35.00 亿元), 3 月 15 日转股溢价率分别为 16.92%、25.96%、40.10%。

2) 参考近期上市的天 23 转债(上市日转换平价 81.73 元)、精锻转债(上市日转换平价 87.32 元)、睿创转债(上市日转换平价 119.86 元), 上市当日转股溢价率分别为 43.40%, 40.71%, 20.71%。

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上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 煤炭行业的转股溢价率为 26.14%, 中债企业债到期收益率为 3.37%, 2022 年三季报显示平煤股份前十大股东持股比例为 62.10%, 2023 年 3 月 15 日中证转债成交额为 67,643,869,920 元, 取对数得 24.94。因此, 可以计算出平煤转债上市首日转股溢价率为 25.15%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到平煤转债的债底保护性良好, 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 110.91~123.57 元之间。

表5: 相对价值法预测平煤转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	10.50	106.84	108.63	111.30	113.97	115.75
-3%	10.72	109.09	110.91	113.64	116.64	118.19
2023/03/15 收盘价	11.05	112.47	114.34	117.15	119.97	121.84
3%	11.38	115.84	117.77	120.67	123.57	125.50
5%	11.60	118.09	120.06	123.01	125.96	127.93

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 **68.63%**。平煤股份的前十大股东合计持股比例为 62.10% (2022/9/30), 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 68.63%。

我们预计中签率为 **0.0088%**。平煤转债发行总额为 29.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 68.63%, 剩余网上投资者可申购金额为 9.10 亿元。平煤转债仅设置网上发行, 近期发行的浙矿转债(评级 AA-, 规模 3.20 亿元)网上申购数约 1037.38 万户, 亚科转债(评级 AA, 规模 12.00 亿元)网上申购数约 1037.42 万户, 建龙转债(评级 AA-, 规模 7 亿元)网上申购数约 1026.1 万户。我们预计平煤转债网上有效申购户数为 1033.63 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0088%。

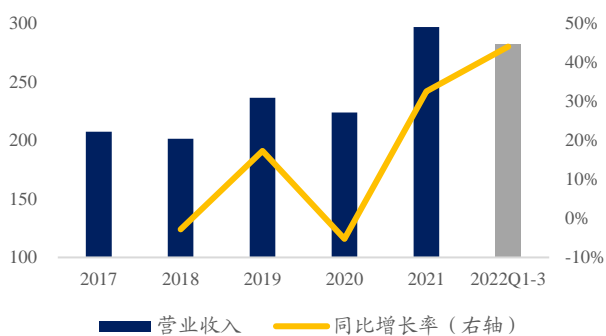
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

平煤股份有限公司主营业务为煤炭开采、煤炭洗选加工，煤炭销售。下属生产单位包括十七个生产矿和三个精选煤厂。公司位于中国中部，区域优势明显，铁路、公路运输便利。公司的煤炭品种主要有 1/3 焦煤、焦煤及肥煤。煤炭产品主要有动力煤和冶炼精煤两大类。主要用于电力、石油化工和建材等行业；冶炼精煤主要用于钢铁制造业，平煤股份“天喜”牌精煤为河南省免检产品。公司成立以来，生产经营稳健，安全状况良好，主营业务收入逐年增长，得到了社会各界的广泛认同，目前已成为上证 180、沪深 300 和中证 100 指数样本股，连续多年位列中证上市公司百强之列。平煤股份丰富的煤炭储量为企业快速发展提供了充足的战略资源。

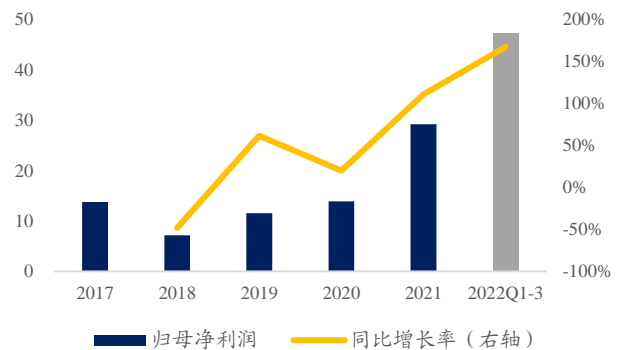
2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 9.39%。公司 2021 年实现营业收入 296.99 亿元，同比增加 32.60%，实现归母净利润 29.22 亿元，同比增加 110.61%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2017-2021 年复合增速为 9.39%，同比增长率呈“V”型波动。与此同时，归母净利润也不断波动，2017-2021 年复合增速为 20.70%。

图1：2017-2022Q1-3 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

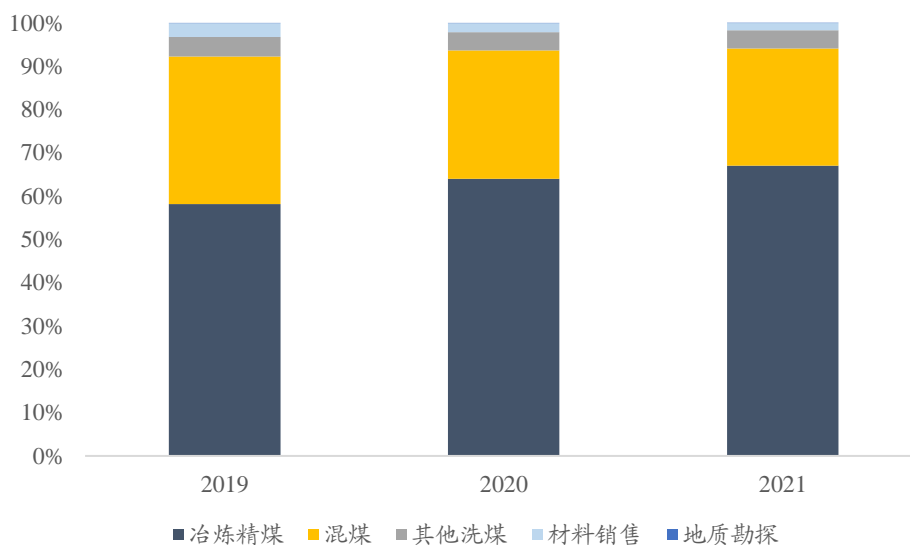
图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的主要营收构成稳定，冶炼精煤，混煤为主要营收来源。2019 年-2022 年 1-6 月，冶炼精煤收入占主营业务收入的比重为 58.18%、64.00%、67.02%和 72.10%。混煤收入占主营业务收入的比重为 34.12%，29.70%，27.10%和 22.24%。公司冶炼精煤业务呈逐年增长趋势，主要系公司积极调整产品结构和煤炭行业景气度显著提升，加之煤炭产品价格上涨所致。

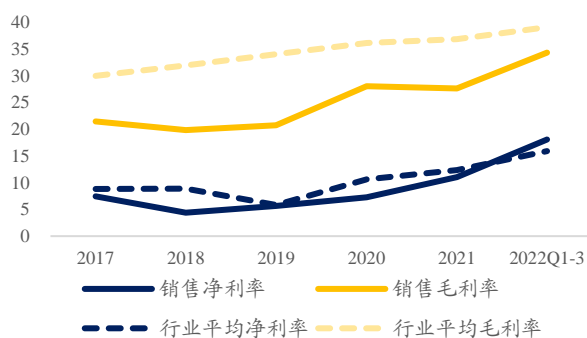
图3: 2019-2021 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

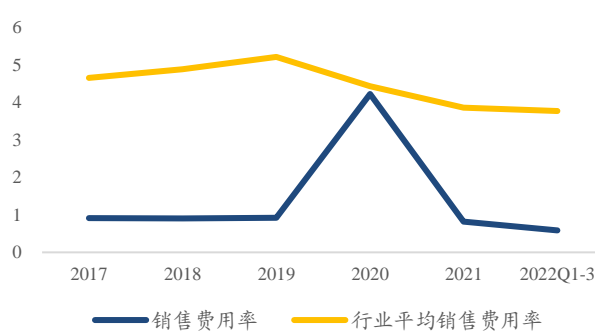
公司销售净利率和毛利率维稳, 销售费用率下降。2017-2021 年, 公司销售净利率分别 7.43%、4.38%、5.62%、7.27%和 11.01%, 销售毛利率分别为 21.45%、19.81%、20.71%、27.99%和 27.58%。随着煤炭行业景气度显著上升, 煤炭价格不断上升, 公司深入贯彻“大精煤战略”进一步优化产品结构, 经济运行质量稳步提升, 同时公司还在智能矿山建设、减员提效等方面做了一些工作。

图4: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



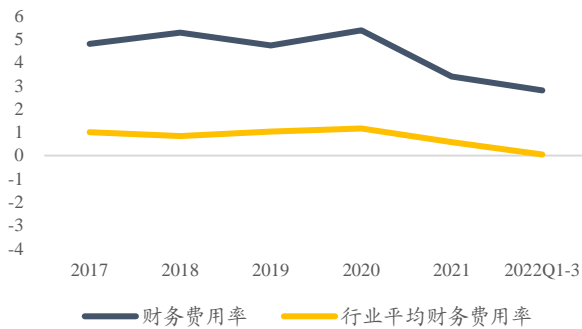
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



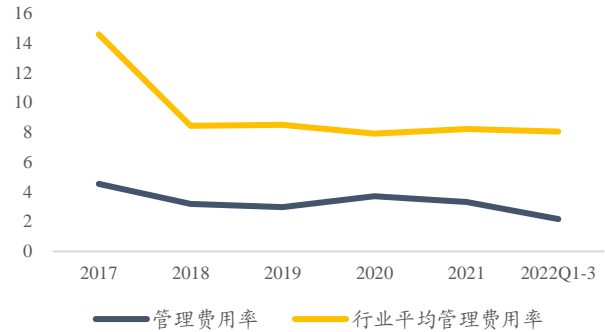
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6：2017-2022Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2022Q1-3 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

产品质量优势。公司煤种主要是主焦煤、1/3 焦煤、肥煤，具有低硫、低灰、低磷、低碱金属、热态指标好、有害元素少等先天优势，是全球稀缺的战略资源，主焦煤品质、产能全国第一，部分指标优于进口煤，深受市场青睐。

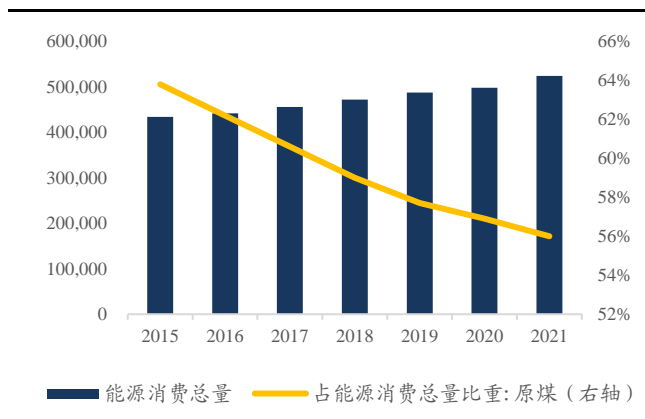
区位和运输优势。公司地处中原腹地，依托京广、焦柳等铁路干线和内部铁路专线，辐射华东、华中、西南等区域市场，运输条件便利，保障能力强。

煤炭洗选工艺优势。公司依托焦煤资源禀赋优势，大力发展煤炭洗选深加工。公司现有焦煤选煤厂 4 座，入选能力 2750 万吨/年，技术水平居行业前列，产品质量稳定，为公司实施精煤战略提供了有力保障。

品牌及客户优势。公司与国内多家大型钢铁企业建立长期稳定的战略合作伙伴关系，公司的焦煤作为其炼焦的骨架煤种具有不可替代性。

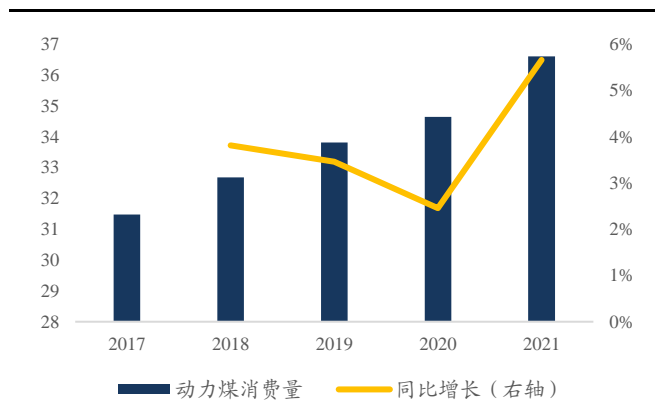
技术创新优势。公司在矿井瓦斯治理、破解煤炭深部开采技术难题等方面始终走在全国前列。公司以煤矿生产安全高效、绿色可持续发展为目标，大力推进智能矿山建设，累计建成智能化采煤工作面 12 个，智能化掘进工作面 19 个，国家首批智能化示范煤矿一座、省级智能化示范煤矿四座，智能化建设水平已有一定基础。

图8: 2015-2021年煤炭能源消费(万吨标准煤)



数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

图9: 2017-2021年动力煤消费量(亿元)



数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

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>

