

固收点评 20230727

立中转债：多业务板块布局，实现细分引领

关键词：#产能扩张 #进口替代

事件

- **立中转债（123212.SZ）于2023年7月27日开始网上申购：**总发行规模为9.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于墨西哥立中年产360万只超轻量化铝合金车轮项目、免热处理、高导热、高导电材料研发中心项目和补充流动资金。
- **当前债底估值为82.33元，YTM为2.89%。**立中转债存续期为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：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的113.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.34%（2023-07-26）计算，纯债价值为82.33元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护一般。
- **当前转换平价为103.5元，平价溢价率为-3.40%。**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2024年02月02日至2029年07月26日。初始转股价23.57元/股，正股立中集团7月26日的收盘价为24.40元，对应的转换平价为103.52元，平价溢价率为-3.40%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为5.76%。**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23.57元计算，转债发行9.00亿元对总股本稀释率为5.76%，对流通盘的稀释率为6.73%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计立中转债上市首日价格在119.49~133.28元之间，我们预计中签率为0.0026%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到立中转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在22%左右，对应的上市价格在119.49~133.28元之间。我们预计网上中签率为0.0026%，建议积极申购。
- **立中四通轻合金集团股份有限公司是国家级专精特新“小巨人”企业，已实现了功能合金新材料、再生铸造铝合金、铝合金车轮三大细分行业的引领。**公司作为近四十年致力于汽车轻量化铸造铝合金材料和铝合金车轮的配套制造商，始终以行业发展的前瞻趋势开展现实研究。
- **2018年以来公司营收快速增长，2018-2022年复合增速为33.77%。**归母净利润增速呈“M”型波动，2018-2022年复合增速为5.98%。2022年，公司主营业务收入利润实现双增长，实现营业收入213.71亿元（同比+14.69%），实现归母净利润4.92亿元（同比+9.41%）。
- **公司主要营收构成稳定，再生铸造铝合金材料、铝合金车轮产品和中间合金新材料为其主要营收来源。**2020-2022年，公司再生铸造铝合金材料占营收的比例为57.96%、59.02%和54.30%，铝合金车轮产品占营收的比例为30.84%、27.62%和33.25%，中间合金新材料占营收的比例为6.95%、7.79%和9.03%。
- **公司销售净利率和毛利率近年波动下行，销售和管理费用率总体波动下行，财务费用率呈“W”型波动。**2022年度，公司销售费用较上年同期增长20.27%，主要系销售规模扩大，仓储费及海外佣金增加；管理费用较上年同期增长44.68%，主要系公司限制性股票股权激励产生的股份支付费用增加；财务费用较上年同期下降32.20%，主要系人民币贬值，汇兑收益增加。
- **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。

2023年07月27日

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

《信服转债：网络安全龙头企业》

2023-07-27

《阳谷转债：橡胶助剂龙头企业》

2023-07-27

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:	2018-2023Q1 营业收入及同比增速 (亿元, %)	8
图 2:	2018-2023Q1 归母净利润及同比增速 (亿元, %)	8
图 3:	2020-2022 年营业收入构成 (%)	8
图 4:	2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023Q1 管理费用率水平 (%)	9
表 1:	立中转债发行认购时间表	4
表 2:	立中转债基本条款	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:	相对价值法预测转债上市价格 (单位: 元)	6
表 6:	立中集团新能源锂电新材料项目建设内容 (吨)	10

1. 转债基本信息

表1: 立中转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-07-25	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-07-26	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-07-27	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	2023-07-28	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	2023-07-31	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	2023-08-01	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	2023-08-02	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: 立中转债基本条款

转债名称	立中转债	正股名称	立中集团
转债代码	123212.SZ	正股代码	300428.SZ
发行规模	9.00 亿元	正股行业	汽车-汽车零部件-轮胎 轮毂
存续期	2023 年 07 月 27 日至 2029 年 07 月 26 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	23.57 元	转股期	2024 年 02 月 02 日至 2029 年 07 月 26 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.50%,2.00%,2.50%.		
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，公司将以本次可转债票面面值的 113%（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
墨西哥立中年产 360 万只超轻量化铝合金车轮项目	115,600.27	60,000.00
免热处理、高导热、高导电材料研发中心项目	3,150.00	3,000.00
补充流动资金	26,980.00	26,980.00
合计	145,730.27	89,980.00

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	82.33 元	转换平价 (以 2023/7/26 收盘价)	103.52 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	21.46%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-3.40%
纯债到期收益率 YTM	2.89%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 82.33 元, YTM 为 2.89%。立中转债存续期为 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: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%, 公司到期赎回价格为票面面值的 113.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.34% (2023-07-26) 计算, 纯债价值为 82.33 元, 纯债对应的 YTM 为 2.89%, 债底保护一般。

当前转换平价为 103.5 元, 平价溢价率为-3.40%。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 2024 年 02 月 02 日至 2029 年 07 月 26 日。初始转股价 23.57 元/股, 正股立中集团 7 月 26 日的收盘价为 24.40 元, 对应的转换平价为 103.52 元, 平价溢价率为-3.40%。

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 5.76%。按初始转股价 23.57 元计算, 转债发行 9.00 亿元对总股本稀释率为 5.76%, 对流通盘的稀释率为 6.73%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计立中转债上市首日价格在 119.49~133.28 元之间。按立中集团 2023 年 7 月 26 日收盘价测算, 当前转换平价为 103.52 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的隆华转债(转换平价 103.11 元, 评级 AA-, 剩余规模 7.98 亿元)、豪美转债(转换平价 102.84 元, 评级 AA-, 剩余规模 8.24 亿元)、普利转债(转换平价 102.53 元, 评级 AA-, 剩余规模 8.50 亿元), 7 月 26 日转股溢价率分别为 26.88%、23.45%、23.69%。

2) 参考近期上市的祥源转债(上市日转换平价 101.07 元)、力合转债(上市日转换平价 99.50 元)、赫达转债(上市日转换平价 107.30 元), 上市当日转股溢价率分别为 33.69%、46.37%、25.91%。

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上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 汽车行业的转股溢价率为 15.96%, 中债企业债到期收益为 6.34%, 2023 年一季报显示立中集团前十大股东持股比例为 73.67%, 2023 年 7 月 26 日中证转债成交额为 38,415,539,274 元, 取对数得 24.37。因此, 可以计算出立中转债上市首日转股溢价率为 20.31%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到立中转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 22%左右, 对应的上市价格在 119.49~133.28 元之间。

表5: 相对价值法预测转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		17.00%	19.00%	22.00%	25.00%	27.00%
-5%	23.18	115.06	117.03	119.98	122.93	124.90
-3%	23.67	117.49	119.49	122.51	125.52	127.53
2023/07/26 收盘价	24.40	121.12	123.19	126.30	129.40	131.47
3%	25.13	124.75	126.89	130.09	133.28	135.42
5%	25.62	127.18	129.35	132.61	135.87	138.05

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 72.10%。立中集团的前十大股东合计持股比例为 73.67% (2023/03/31), 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 72.10%。

我们预计中签率为 0.0026%。立中转债发行总额为 9.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 72.10%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.51 亿元。立中转债仅设置网上发行, 近期发行的聚隆转债(评级 A+, 规模 2.19 亿元)网上申购数约 952.38 万户, 神通转债(评级 AA-, 规模 5.77 亿元)1005.60 万户, 宏微转债(评级 A, 规模 4.30 亿元)

1001.74 万户。我们预计立中转债网上有效申购户数为 977.06 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0026%。

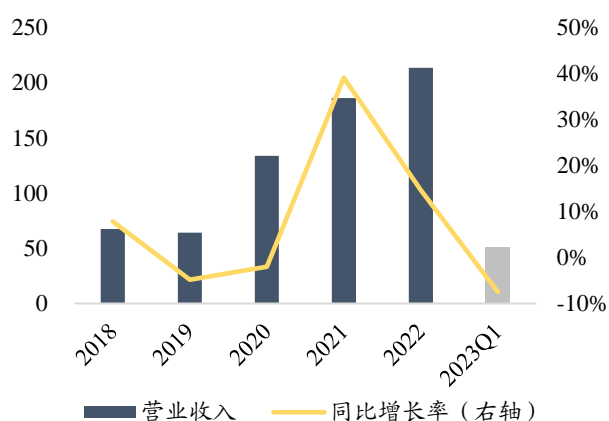
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

立中四通轻合金集团股份有限公司是国家级专精特新“小巨人”企业，已实现了功能合金新材料、再生铸造铝合金、铝合金车轮三大细分行业的引领。公司作为近四十年致力于汽车轻量化铸造铝合金材料和铝合金车轮的配套制造商，始终以行业发展的前瞻趋势开展现实研究，以满足客户需求。公司从 2016 年开始立项免热处理合金项目的研发，于 2020 年申请并相继获得了国家发明专利证书，打破了国外在该领域的产品垄断和技术封锁，并逐步实现了该材料的市场化应用和推广；公司是国内再生铝合金行业的领军企业，拥有强大的再生铝处理和使用能力，专业和规范化的再生铝回收平台，领先的产能规模和贴近用户的铝液供应优势；公司凭借 30 多年来在新能源汽车和新材料领域积累的客户和市场资源，投资建设立中集团新能源锂电新材料项目，该项目建成将进一步完善公司上游氟化盐产业链建设，推动公司在新能源汽车锂、钠电池材料方面的市场布局，丰富公司在新能源汽车新材料领域的产品种类。

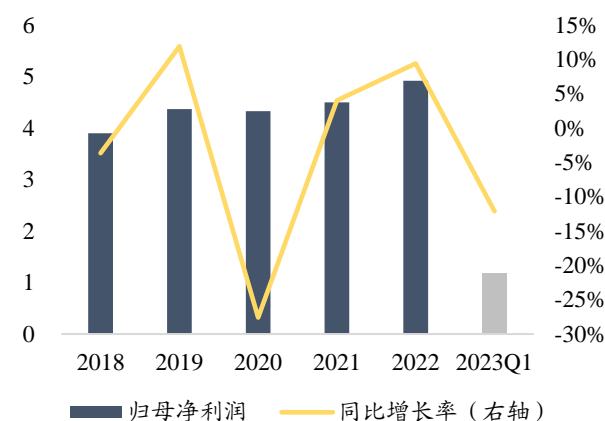
2018 年以来公司营收快速增长，2018-2022 年复合增速为 33.37%。2018 年以来，公司营业收入快速增长，2018-2022 年复合增速为 33.37%。与此同时，归母净利润增速呈“M”型波动，2018-2022 年复合增速为 5.98%。2022 年，公司主营业务收入利润实现双增长，实现营业收入 213.71 亿元（同比+14.69%），实现归母净利润 4.92 亿元（同比+9.41%）；其中功能中间合金和铝合金车轮量利齐升，再生铸造铝合金业务克服市场压力，销量收入保持稳定。功能中间合金新材料业务方面，2022 年公司高端晶粒细化剂销量为 9433 吨（同比+123.81%），实现销售收入 2.78 亿元（同比+131.67%），航空航天级特种中间合金销量 408.25 吨（同比+58.28%），实现销售收入 1 亿元（同比+64.88%），高端产品占比增加为公司贡献了更多业绩增量。再生铸造铝合金业务方面，受全球流动性变化、地缘政治以及能源因素影响，铝价高位震荡导致公司存货跌价，叠加国内外多重超预期因素冲击导致汽车产业链停摆，使得公司铸造铝合金产品库存较高不能及时消耗，业绩承压。铝合金车轮业务方面，公司采用的金属材料 and 海运费联动的定价模式，降低了材料成本和海运费对公司利润的影响，叠加人民币贬值和国内外铝价正挂等因素的影响，使得公司铝合金车轮业务的利润水平大幅增长。

图1: 2018-2023Q1 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

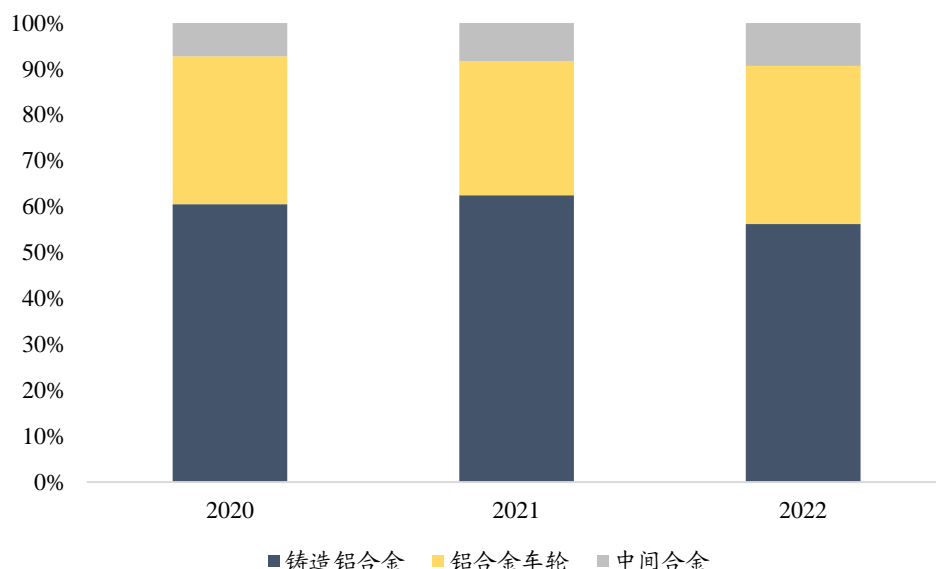
图2: 2018-2023Q1 归母净利润及同比增速(亿元, %)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司主要营收构成稳定,再生铸造铝合金材料、铝合金车轮产品和中间合金新材料为其主要营收来源。2020-2022年,公司再生铸造铝合金材料占营业收入的比例分别为57.96%、59.02%和54.30%,铝合金车轮产品占营业收入的比例分别为30.84%、27.62%和33.25%,中间合金新材料占营业收入的比例分别为6.95%、7.79%和9.03%。公司是行业内拥有熔炼设备和车轮模具研发制造,再生铝资源回收利用,再生铸造铝合金研发制造,功能中间合金新材料研发制造,汽车铝合金车轮及轻量化底盘零部件设计研发制造的完整产业链公司。同时公司正积极布局锂、钠电池新材料领域,进一步实现公司产业链的双向拓展。

图3: 2020-2022年营业收入构成 (%)

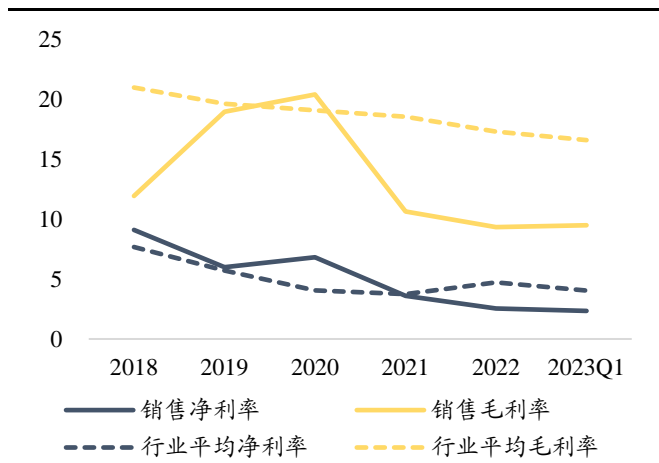


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率近年波动下行,销售和管理费用率总体波动下行,财务费用率呈“W”型波动。2018-2022年,公司销售净利率分别为6.00%、6.82%、3.61%、

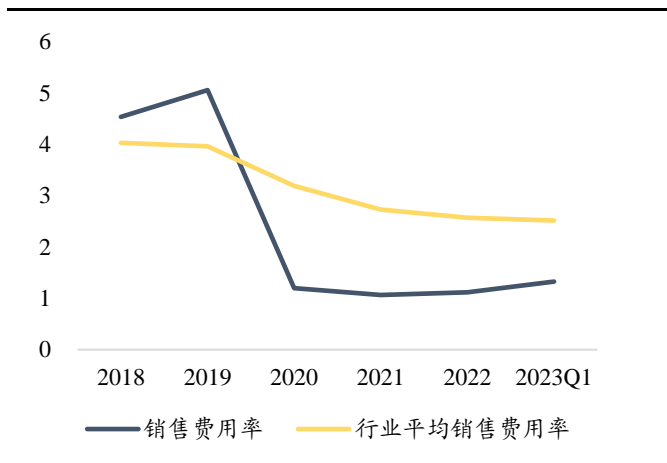
2.55%和 2.35%，销售毛利率分别为 18.99%、20.44%、10.65%、9.35%和 9.51%。2022 年度，公司销售费用较上年同期增长 20.27%，主要系销售规模扩大，仓储费及海外佣金增加；管理费用较上年同期增长 44.68%，主要系公司限制性股票股权激励产生的股份支付费用增加；财务费用较上年同期下降 32.20%，主要系人民币贬值，汇兑收益增加。

图4：2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



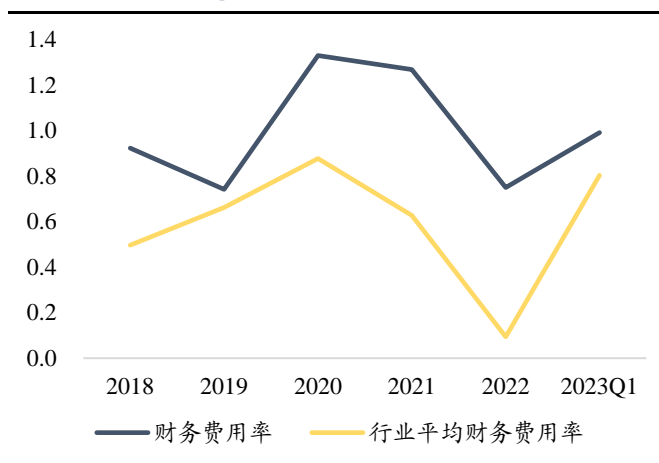
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023Q1 销售费用率水平（%）



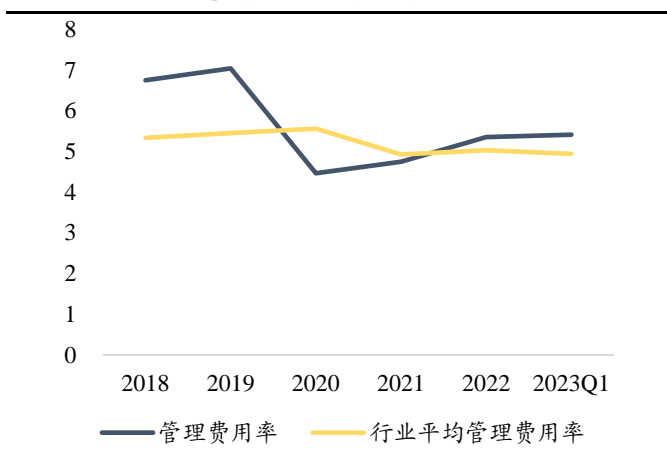
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023Q1 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

公司作为免热合金龙头，优势显著，在技术专利、客户开拓、产能建设方面具备比较优势。1) 技术专利方面，公司自 2016 年开始立项免热处理合金项目的研发，于 2020 年申请并相继获得了国家发明专利证书，打破了国外在该领域的产品垄断和技术封锁，

实现免热处理高性能材料的国产化，同时价格较国外产品价格低 15%-20%。由于公司采用了独特的 Mo 变质技术，铸件在达到与国际同类材料的同等性能的同时，在抗拉强度和屈服强度方面性能更高、更稳定，且避免了国际同类高 Mo 材料的偏析和性能下降风险。

2) **客户开拓方面**，2022 年 5 月公司与文灿股份在新能源汽车的大型一体化车身结构件、一体化铸造电池盒箱体等产品的材料开发和工艺应用领域建立战略合作关系；同时，公司已与众多下游整车厂及压铸厂展开合作，完成了多家新能源汽车和传统汽车后纵梁、后底板、电池包、前舱上横梁、减震塔等项目的前期验证；同时公司还积极加强与 CTC、CTB、CTP 技术公司的合作，持续加快免热处理合金的市场推广和量产进程。

3) **产能建设方面**，2022 年 10 月，公司宣布拟在六安投资建设 12 万吨高性能铝合金新材料生产基地项目和新能源汽车零部件生产基地项目，2023 年 6 月宣布拟在重庆投资建设年产 10 万吨高性能铝合金新材料项目，包括一体化压铸用免热处理铝合金材料、高性能铝合金新材料等产品，并且公司目前 160 万吨的铸造铝合金产能亦可用于生产免热处理合金。

锂钠电池新材料即将投产，打造第二增长曲线。公司投资建设的新能源锂、钠电新材料项目共两期，共涵盖六氟磷酸锂 (LiPF₆) 1.8 万吨，双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI) 0.8 万吨，电子级氟化钠 (NaF) 0.3 万吨，氟化盐 2 万吨及其他氟盐产品 1.2 万吨。2022 年，公司项目建设进展迅速，生产车间及其他配套工程已基本完工，设备已安装到位，市场开发同步进行中，预计一期项目投产在即。该业务是公司在产业链上的双向拓展，其中锂、钠电池材料是公司在汽车产业链的横向拓展，产品将直接对外销售，为公司在原有业务领域之外，打造第二增长曲线；氟化盐系列产品是公司向上游产业链的纵向延伸，量产后将与中间合金业务协同发展，进一步实现降本提质的目标。纵横双重布局为公司未来的降本增效和可持续发展打下坚实基础。

表6: 立中集团新能源锂电新材料项目建设内容 (吨)

产品	一期产能 (2021 年 11 月-2023 年 3 月)	二期产能 (2023 年 4 月-2024 年 8 月)	小计
六氟磷酸锂	10,000	8,000	18,000
双氟磺酰亚胺锂	-	8,000	8,000
氟钛酸钾	3,000	-	3,000
氟硼酸钾	6,000	-	6,000
氟锆酸钾	2,000	-	2,000
其他氟盐	16,000	-	16,000
氟化钙	-	13,000	13,000
盐酸	-	76,000	76,000
氟化钠 (电子级)	-	3,000	3,000
合计	37,000	108,000	145,000

数据来源：公司公告，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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>