

2023年07月27日

## 天源转债（123213.SZ）申购分析

## 主题报告

## 环境综合治理与资源化全产业链一体化服务企业

## 投资要点

- ◆ 本次发行规模 10 亿元，期限 6 年，评级为 AA-/AA-（联合资信）。转股价 10.3 元，到期补偿利率为 9.5% 属一般水平。下修条款 15/30,90% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 26 日中债 6YAA- 企业债到期收益率 6.3421% 贴现率计算，纯债价值 81.64 元，对应 YTM 为 2.74%，债底保护性一般。
- ◆ 总股本稀释率 18.76%、流通股本稀释率 28.2%，有一定摊薄压力。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0031%。
- ◆ 截至 2023 年 7 月 26 日，公司 PE(TTM) 21.45，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 1.20%，高于同行业可比公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 22.04% 分位数，估值弹性较高。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于一般水平为 7.53%。
- ◆ 年初至今公司股价上升 11.86%，行业指数（申万三级-水务及水治理）上升 6.94%，公司跑赢行业指数。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 58.81%，剩余限售股将分别于 2024 年 12 月 30 日和 2025 年 6 月 30 日解禁，届时将面临一定的解禁风险。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 26.43% 左右，对应价格为 123.96 元~137 元。

## ◆ 风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号：S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

## 相关报告

汽车零配件行业国家级专精特新“小巨人”企业-立中转债（123212.SZ）申购分析

2023.7.26

综合性橡胶助剂供应商-阳谷转债（123211.SZ）申购分析 2023.7.26

国内网络安全领域领军企业-信服转债（123210.SZ）申购分析 2023.7.26

燃气行业综合性公用事业上市公司-燃 23 转债（113067.SH）申购分析 2023.7.26

改性塑料行业高新技术企业-聚隆转债（123209.SZ）申购分析 2023.7.25



## 内容目录

一、天源转债分析 .....	3
(一) 转债分析 .....	3
(二) 中签率分析 .....	4
二、正股分析 .....	4
(一) 公司简介 .....	4
(二) 行业分析 .....	5
(三) 财务分析 .....	7
(四) 估值表现 .....	9
(五) 募投项目分析 .....	10
三、定价分析 .....	11
风险提示: .....	12

## 图表目录

图 1: 我国环保产业营业收入及增速 (万亿元, %) .....	6
图 2: 2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元) .....	7
图 3: 营业收入情况 (万元, %) .....	8
图 4: 归母净利润情况 (万元, %) .....	8
图 5: 公司经营现金流情况 (万元) .....	9
图 6: 近一年行业指数及天源环保股价走势 .....	10
图 7: 京源转债及正股表现情况 (%) .....	12
图 8: 京源转债及正股表现情况 (%) .....	12
表 1: 天源转债基本要素 .....	3
表 2: 公司主营收入分产品 (万元) .....	5
表 3: 公司主要财务指标 .....	9
表 4: 期间费用情况 (万元) .....	9
表 5: 同行业可比上市公司 (亿元, %) .....	10

## 一、天源转债分析

### (一) 转债分析

本次发行规模 10 亿元，期限 6 年，评级为 AA-/AA-（联合资信）。转股价 10.3 元，到期补偿利率为 9.5% 属一般水平。下修条款 15/30,90% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 26 日中债 6YAA- 企业债到期收益率 6.3421% 贴现率计算，纯债价值 81.64 元，对应 YTM 为 2.74%，债底保护性一般。

总股本稀释率 18.76%、流通股本稀释率 28.2%，有一定摊薄压力。

表 1：天源转债基本要素

基本要素			
债券简称	天源转债	债券代码	123213.SZ
正股简称	天源环保	股票代码	301127.SZ
评级	AA-/AA-（联合资信）	认购代码	371127.SZ
发行金额	10.00	发行期限	6
转股价（元/股）	10.30	起息日	2023-07-28
转股起始日	2024-02-05	转股结束日	2029-07-27
下修条款	15/30,90%	强赎条款	15/30,130%
回售条款	30,70%，附加回售	补偿利率	9.50%
利率	0.30%, 0.50%, 1.0%, 1.50%, 2.00%, 2.50%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	2.3786
总股本稀释率	18.76%	流通股本稀释率	28.20%
募集资金用途	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
	孟州市污泥与固体废物资源化利用项目	42,710.57	30,000.00
	获嘉县生活垃圾焚烧发电建设项目	30,900.00	25,000.00
	建水县第二自来水厂及配套管网工程项目	10,357.90	8,000.00
	长葛市城北污水处理厂及配套污水管网工程项目	11,888.97	5,000.00
	鹿寨县城第一污水处理厂改扩建工程项目	11,299.42	5,000.00
	补充流动资金	27,000.00	27,000.00
	合计	134,156.86	100,000.00
主要指标			
转股价	10.3000	折现率（2023/7/26）	6.3421%
债券面值	100	平价溢价率	26.41%
正股收盘价 (2023/7/26)	10.63	转股溢价率	-3.10%
纯债价值	81.64	纯债溢价率	22.48%
平价	103.20	纯债 YTM	2.74%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 中签率分析

截至 2023 年 3 月 31 日，天源环保前十大股东持股比例合计 64.21%，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 80%，剩余股东参与比例为 50%，则股东优先配售比例为 69.26%。网上申购额度为 3.07 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0031%。

## 二、正股分析

### (一) 公司简介

截至 2023 年 7 月，天源集团持有公司股份 14,156.50 万股，占本次发行前公司总股本的 33.67%，系公司控股股东。黄开明担任公司董事长，黄昭玮担任公司副董事长兼总裁，李娟担任公司董事。因此，黄开明、黄昭玮和李娟系公司的实际控制人。黄开明与黄昭玮系父子关系，黄昭玮与李娟系夫妻关系。控股股东及实际控制人持有的公司股份不存在质押或其他争议的情况，无股权质押风险。

公司专注于环境综合治理及资源化，采用 BOT、PPP、EPC、PC、EPC+O 及环保设备定制化销售、委托运营等模式，为客户提供工艺设计、项目投资、工程建设、设备加工及安装调试和运营服务的全产业链一体化解决方案。公司拥有环保工程专业承包壹级、建筑机电安装工程专业承包贰级、市政公用工程施工总承包贰级、水污染治理甲级、固体废弃物处理处置甲级、城镇集中式污水处理设施运营服务壹级、生活垃圾渗滤液处理设施运营服务壹级等资质。公司具有环境综合治理与资源化的全产业链一体化服务能力，主营业务按照不同产业链环节的组合主要分为三类，包括：环保装备研发制造与集成、环保工程建造、环保项目运营服务。其中环保工程建造的占比逐年上升，从 2020 年的 24% 上升到了 2022 年的 79%，而环保项目运营服务占比下降明显，从 2020 年的 52% 下降到了 2022 年的 20%。

公司环保装备研发制造与集成业务的核心是针对客户需求进行环境综合与资源化项目的设备研发、工艺设计、材料采购、设备加工、装备集成、安装调试、验收移交、售后服务等。公司具备高难度污废水治理、垃圾渗滤液治理、城市供水、垃圾焚烧发电、污泥综合处置、餐厨及厨余垃圾处置等所需设备的研发、设计和生产能力，可根据客户的多元化需求选择设备组合并集成成套装备，实现污染物的稳定、高效处理；环保工程建造指公司受客户委托，根据客户需求与项目特点，开展环境综合治理与资源化项目的工艺设计、材料采购、设备加工、装备集成、工程施工、安装调试等，并对项目整体进行管理。相对于环保装备研发制造与集成，环保工程建造主要在完成装备销售的同时提供工程施工服务。公司环保工程建造采用“工程装备化”模式，以核心技术为依托，利用已有的装备制造能力自主实施环保装备研发制造与集成，按照行业惯例将土建工程、非核心安装及零星劳务等非关键的施工环节进行分包；公司凭借自身技术实力及服务能力，根据客户需求，提供环境综合治理与资源化项目运营服务，实现了核心技术产业链的纵向延伸。报告期内，公司环保项目运营服务包括 BOT、PPP 项目建设完成后转入运营阶段提供的服务（即投资运营）以及向客户提供的委托运营服务。

公司采购的主要原材料为药剂、膜类、环保构件、泵类、电缆电气、钢材等，各类别原材料细分类别繁多，规格、型号差异较大，难以统计。公司根据项目需求采购原材料，不同的项目对原材料种类、数量、质量、规格型号的需求各不相同，平均单价差异较大。公司采购的原材料中的主要材料，如膜组件等均为充分市场竞争的商品，

盈利模式方面，环保装备研发制造与集成采用定制化设备销售模式。环保工程建造可根据客户的不同需求，采用 EPC、PC 等一般建造业务模式提供项目的工程建造服务，或者通过采用 BOT、PPP 等投资建造业务模式由项目公司实施工程建造。环保项目运营服务分为两类模式：一类是根据 BOT、PPP 等相关协议，在项目建设完成后的一定期限内，公司通过开展运营服务向业主收取费用，以此来回收项目投资、融资、建造、经营和维护成本并获取合理回报；另外一类是客户通过签署相关协议，委托公司提供专业化的垃圾渗滤液或高难度污废水处理服务，公司向客户收取运营管理费用。采购模式方面，公司采购的内容主要包括原材料采购和分包服务采购两部分。生产模式方面，公司装备制造主要采用“以销定产”方式。销售模式方面，公司采用直销模式，主要通过公开招投标的方式承接业务，个别项目通过邀请招标、竞争性谈判等方式达成合作。

表 2：公司主营收入分产品（万元）

	2023 年 1-3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
环保装备研发 制造与集成	1,367.85	6.99%	452.43	0.50%	7,815.13	16.54%	6,863.10	22.42%
环保工程建造	14781.34	75.58%	71,653.64	79.06%	20,978.21	44.39%	7,519.61	24.56%
环保项目运营 服务	3,409.30	17.43%	18,520.95	20.44%	18,292.89	38.71%	16,169.01	52.81%
其他	-	-	-	-	172.72	0.37%	63.29	0.21%
合计	<b>19,558.49</b>	<b>100.00</b>	<b>90,627.02</b>	<b>100.00</b>	<b>47,258.95</b>	<b>100.00</b>	<b>30,615.01</b>	<b>100.00</b>
	%		%		%		%	

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）行业分析

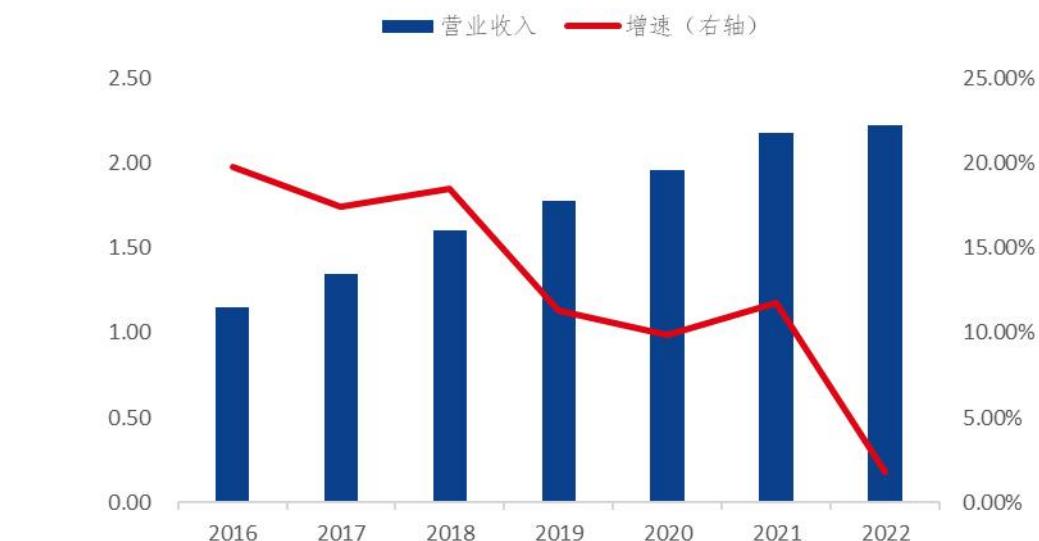
公司所处的环境综合治理与资源化行业，上游主要是专用设备制造、工程施工、药剂及钢材等原材料生产、电力供应等，下游客户主要为地方政府及其相关部门、公用事业单位和城市投资类央企、地方国有企业及工业企业等。上游行业专用设备、工程分包、原材料及电力的价格直接影响环境综合治理与资源化项目的成本，对公司所处行业盈利状况具有重要影响。电力价格受国家总体调控，较为稳定；上游其他细分行业市场竞争较为充分，价格受宏观经济环境、供需关系等影响而存在一定的波动性。环境综合治理与资源化行业需求直接受下游地方政府及其相关部门、公用事业单位、城市投资类企业及工业企业的投入影响，而环境污染的产生量、行业政策严格程度、经济发展水平对下游行业投入具有决定性作用。近年来，我国生态保护和环境

治理行业的法律法规在不断完善，对环境综合治理与资源化提出了更高、更严格的要求，极大地推动了环境综合治理与资源化行业的发展。同时，伴随着我国经济发展水平、财政实力的提升，环境综合治理与资源化行业前景广阔。

我国环境综合治理与资源化行业处于快速发展期，市场需求空间广阔。在此发展阶段，新企业不断涌入，导致目前行业内的企业规模普遍较小，市场集中度较低。现阶段行业内企业大致可分为两个梯队，第一梯队研发较强、技术领先、工艺先进、产品质量有保障、服务质量和市场形象好、可提供一体化服务、业务能够覆盖到全国范围、能够处理多种污染物；第二梯队规模较小、实力偏弱、缺乏核心技术，在研发、工艺、产品、服务等方面存在较大差距，业务范围局限于少数区域，仅能处理单一污染物或提供单一环节的产品或服务。公司深耕环境综合治理与资源化行业十余年，为国内早期专业从事环境综合治理与资源化行业的企业之一，处于行业第一梯队。公司拥有环保工程专业承包壹级、建筑机电安装工程专业承包贰级、市政公用工程施工总承包贰级、水污染治理甲级、固体废弃物处理处置甲级、城镇集中式污水处理设施运营服务壹级、生活垃圾渗滤液处理设施运营服务壹级等资质。（相关资料来源可转债募集说明书）

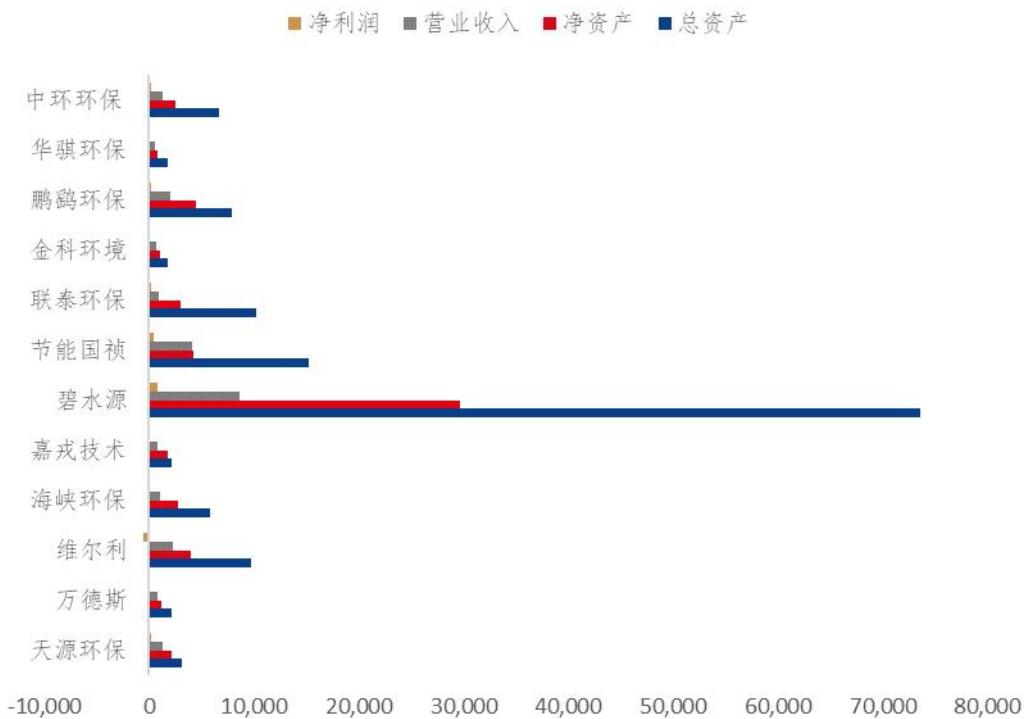
国内可比上市公司则包括万德斯、维尔利、海峡环保、嘉戎技术、碧水源节能国祯、联泰环保、金科环境、鹏鹞环保、华骐环保和中环环保。

图 1：我国环保产业营业收入及增速（万亿元，%）



资料来源：中国环境保护产业协会，生态环境部，华金证券研究所

图 2：2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

### （三）财务分析

近三年，公司营业收入和归母净利润持续增长。公司营业收入从 2020 年的 54,988.86 万元增长至 2022 年的 127,218.73 万元，年均复合增长率为 52.10%。归属于母公司股东的净利润 2021 和 2022 年分别增长 10.29% 和 26.18%。

近三年及一季度，公司流动比率和速动比率维持在合理水平，短期偿债能力水平较高。2021 年末，公司流动比率和速动比率大幅上升，主要系公司 2021 年完成首次公开发行并上市，募集资金到账、货币资金增加所致。2022 年末，公司流动比率和速动比率较 2021 年有所下降，主要系当期公司新增多个投资规模较大的在建工程建设项目建设，应付账款规模增加所致。2021 年末，公司合并层面资产负债率均较上年末下降明显，主要系公司 2021 年完成首次公开发行并上市，所有者权益规模增加所致。2022 年末，公司合并层面资产负债率较上年末上升，主要系公司当期新增多个规模较大的在建工程项目，应付账款及项目专用长期借款规模增加所致。

近三年及一季度，公司期间费用合计占同期营业收入的比例分别为 12.07%、11.43%、9.34% 和 13.51%。销售费用方面，2021 年、2022 年，公司主营业务高速发展，引起职工薪酬、折旧摊销费等增加较多。管理费用方面，公司 2021 年管理费用同比增加主要系公司业务规模壮大，管理人员增多，公司职工薪酬、折旧摊销费、办公支出等相应增加；2022 年公司管理费用同比增加主要系职工薪酬、中介机构咨询费、折旧摊销费等增加所致。研发费用方面，最近三年，公司研发费用逐年增加，主要原因是随着技术进步和国家环保标准持续提高，公司逐渐加大了研发

项目的投入，扩充了研发技术团队。同时，公司于 2022 年实施股权激励，新增部分股份支付费用。财务费用方面，2020 年，为满足公司发展的资金需求，公司增加了银行借款以及融资租赁借款，致使公司融资费用增加。2021 年，公司利息收入较大，主要系本期新增宜宾市翠屏区天柏污水处理厂（三期）建设项目，该项目当期确认建设期利息收入 413.27 万元。2022 年，公司财务费用为负的主要原因系公司通过首次公开发行股票募集资金改善了公司资金状况，并逐步偿还了部分借款，致使公司 2022 年利息收入增加、利息支出减少。

近三年及一季度，发行人经营活动产生的现金流量净额分别为 26,175.07 万元、-7,330.13 万元、11,629.43 万元和 -4,223.46 万元，波动较大。2021 年度，公司经营活动产生的现金流量净额为负，主要由于受洪涝灾害等不可抗力因素影响，汤阴县人民政府、南昌水业集团环保能源有限公司、国家电力投资集团有限公司部分下属公司等主要客户支付款项有所迟缓，以及环保工程建造项目已完工未结算金额增加较大，如宜宾市翠屏区天柏污水处理厂（三期）建设项目 2021 年末已完工未结算金额较 2020 年末增加 11,583.48 万元，导致销售商品、提供劳务收到的现金未随着公司业务规模的扩大而增加，但购买商品、接受劳务支付的现金等经营活动现金流出随着经营规模的扩大而增加。2022 年度，随着公司加快应收账款催收及加强资金管理，经营活动产生的现金流量净额较上期转正，达到 11,629.43 万元，公司经营活动现金流紧张的风险较低。2023 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为负，主要由于公司所处环保行业现金流量存在季节性特征，一季度购买商品、接受劳务、职工薪酬支付的现金较多。

图 3：营业收入情况（万元，%）

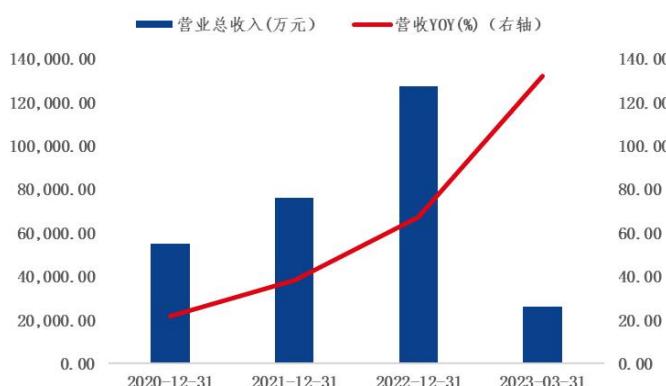


图 4：归母净利润情况（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 3：公司主要财务指标

财务指标	2023 年 1-3 月	2022 年末	2021 年末	2020 年末
流动比率	2.38	2.49	4.84	2.06
速动比率	2.31	2.42	4.78	1.96
资产负债率	33.16%	33.73%	22.74%	44.59%
应收账款周转率	0.51	2.78	2.23	2.16
存货周转率	3.67	22.65	16.57	6.56

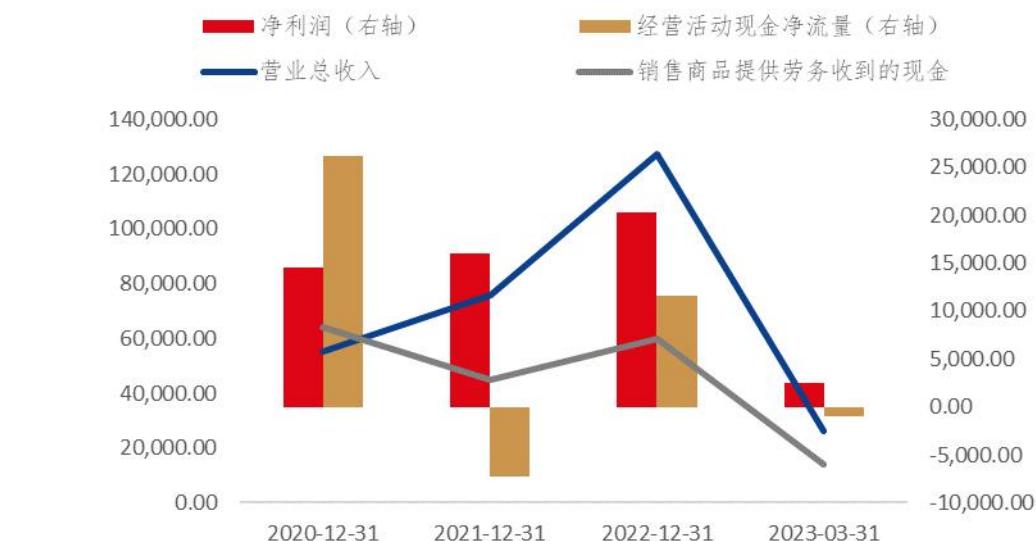
资料来源：Wind，华金证券研究所

表 4：期间费用情况（万元）

项目	2023 年 1-3 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
销售费用	1,051.69	2,924.40	2,030.51	1,390.40
管理费用	1,700.56	6,179.52	3,801.25	2,337.83
研发费用	898.22	3,130.27	1,917.12	1,547.75
财务费用	-91.37	-346.25	938.97	1,360.37
期间费用率	13.51%	9.34%	11.43%	12.07%

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司经营现金流情况（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

#### (四) 估值表现

截至 2023 年 7 月 26 日，公司 PE(TTM) 21.45，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 1.20%，高于同行业可比公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 22.04% 分位数，估值弹性较高。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于一般水平为 7.53%。

年初至今公司股价上升 11.86%，行业指数（申万三级-水务及水治理）上升 6.94%，公司跑赢行业指数。

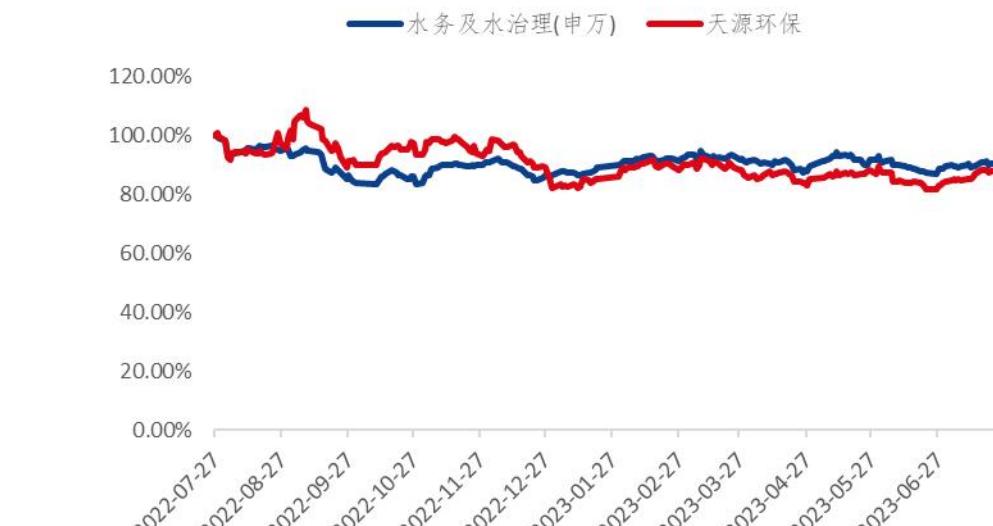
公司流通市值占总市值比例为 58.81%，剩余限售股将分别于 2024 年 12 月 30 日和 2025 年 6 月 30 日解禁，届时将面临一定的解禁风险。

表 5：同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	证券简称	流通市值	总市值	PE(TTM)	近1月涨跌幅	近3月涨跌幅	近6月涨跌幅	近1年涨跌幅	ROE
301127.SZ	天源环保	26.28	44.69	21.45	12.01	8.91	7.69	-8.14	1.20
688178.SH	万德斯	16.88	16.93	74.52	7.64	13.68	1.33	4.86	0.20
300190.SZ	维尔利	32.37	32.59	-6.94	7.47	8.28	-1.11	-15.54	0.28
603817.SH	海峡环保	33.28	34.36	23.17	8.04	12.34	8.58	-12.49	1.56
301148.SZ	嘉戎技术	9.55	29.21	27.83	21.68	23.80	16.73	-5.72	1.10
300070.SZ	碧水源	181.03	198.61	27.62	3.40	1.11	14.80	7.63	0.18
300388.SZ	节能国祯	49.24	49.35	12.17	8.78	8.72	12.96	2.71	1.39
603797.SH	联泰环保	33.65	33.65	12.82	5.69	1.23	1.41	-7.10	2.20
688466.SH	金科环境	21.76	21.76	27.66	11.85	-1.20	31.02	27.40	0.69
300664.SZ	鹏鹞环保	45.21	46.60	20.46	4.44	14.31	14.31	5.89	1.55
300929.SZ	华骐环保	11.59	16.05	50.15	11.45	10.04	4.12	-13.96	0.52
300692.SZ	中环环保	27.72	31.36	15.16	6.09	3.83	7.62	-6.21	1.98

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及天源环保股价走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

## （五）募投项目分析

本次募集资金投资项目情况如下：

- 孟州市污泥与固体废物资源化利用项目。项目拟采取 BOO 模式建设运营，特许经营期 30 年（含建设期 2 年）。本项目设计日处理固体废物 600 吨，其中污泥 400 吨，固体废物 200 吨。项目新建 2 条 300t/d 中温次高压污泥及固体废物焚烧线，配套新建 1 台

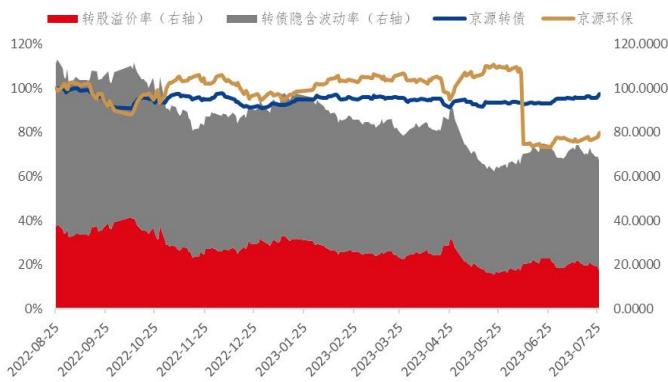
C12MW 抽凝式汽轮发电机组。项目估算总投资为 42,710.57 万元，拟使用募集资金 30,000.00 万元。项目投资税后内部收益率为 7.33%，经济效益良好。

- 2、获嘉县生活垃圾焚烧发电建设项目。项目拟采取 BOT 模式建设运营，特许经营期 30 年（含建设期 2 年）。项目新建一座日处理规模 500t/d 的生活垃圾焚烧处理厂，配置 1×500t/d 的焚烧线，配备 1 台 15MW 汽轮发电机组。项目建设周期为 24 个月，项目估算总投资为 30,900.00 万元，拟使用募集资金 25,000.00 万元。经测算，项目投资税后内部收益率为 6.19%，经济效益良好。
- 3、建水县第二自来水厂及配套管网工程项目。项目拟新建建水县第二自来水厂及配水管网工程，供水规模为 5 万立方米/天，具体工程内容包括取水工程、水厂工程、配水管网工程。项目建设周期为 730 日历天，项目投资总额约为 10,357.90 万元，拟使用本次募集资金 8,000 万元。项目预计毛利率处于公司报告期内环保工程建造业务毛利率波动范围内，其预计效益测算合理。
- 4、长葛市城北污水处理厂及配套污水管网工程项目。项目拟新建城市生活污水处理厂一座，占地 98.322 亩，日处理城市污水 3.5 万吨/日，配套污泥处置设计规模 60 吨/日，铺设厂外截流干管 5 公里。项目建设周期为 375 日历天，项目投资总额约为 11,888.97 万元，拟使用本次募集资金 5,000.00 万元。项目预计毛利率处于公司报告期内环保工程建造业务毛利率波动范围内，其预计效益测算合理。
- 5、鹿寨县城第一污水处理厂改扩建工程项目。项目主要将现有处理规模为 2 万立方米/天的污水处理厂的人工快渗处理工艺进行提标改造，同时扩建处理规模达 4 万立方米/天的污水处理厂，改扩建后的污水处理厂排水水质由一级 B 标提升至一级 A 标。项目建设周期为 365 日历天，项目投资总额约为 11,299.42 万元，拟使用本次募集资金 5,000.00 万元。项目预计毛利率处于最近两年及一期主要环保工程建造业务项目毛利率波动范围内，其预计效益测算合理。

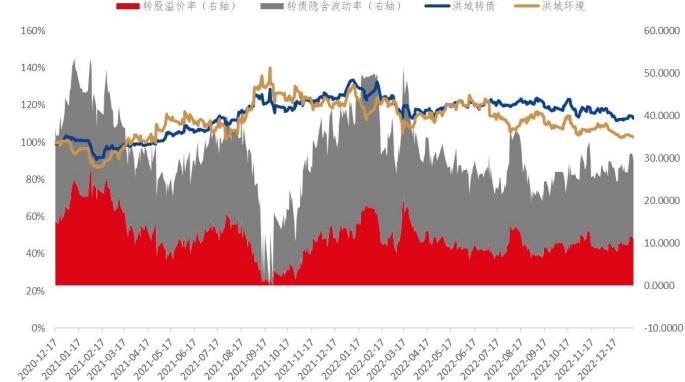
### 三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

(1) 同行业可比券参考京源转债（2022-08-25 上市，规模 3.33 亿，期限 6 年，评级为 A/A，上市后首日收盘价 124.964 元，转股溢价率为 37.07%），洪城转债（2020-12-17 上市，规模 18 亿，期限 6 年，评级为 AA+/AA+，上市后首日收盘价 108.8 元，转股溢价率为 15.78%）。

**图 7：京源转债及正股表现情况 (%)**


资料来源：Wind，华金证券研究所

**图 8：洪城转债及正股表现情况 (%)**


资料来源：Wind，华金证券研究所

(2) 选取 2019 年 6 月 10 日至 2023 年 6 月 9 日的 402 只可转债进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率 $y$ ，自变量分别为可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数( $x_1$ )、转债发行前一日的中证转债成交额(亿元)( $x_2$ )、转股价格的倒数( $x_3$ )。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数( $x_1$ )在 10% 的显著性水平下显著，转债公告前一日的中证转债成交额( $x_2$ )在 1% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数( $x_3$ )在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y=8.69+0.15x_1+0.03x_2-41.24x_3$$

通过模型计算出天源转债上市当日的转股溢价率为 21.86%。由于天源转债的债底保护性一般，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 26.43% 左右，对应价格为 123.96 元~137 元。

## 风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

## 分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)