

2023年08月22日

力诺转债（123221.SZ）申购分析

主题报告

日用玻璃行业十强企业

投资要点

- ◆ 本次发行规模 5 亿元，期限 6 年，评级为 A+/A+（联合资信）。转股价 14.4 元，到期补偿利率为 5.5% 属一般水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 8 月 21 日中债 6YA+ 企业债到期收益率 8.6561% 贴现率计算，纯债价值 69.37 元，对应 YTM 为 2.11%，债底保护性一般。
- ◆ 总股本稀释率 13%、流通股本稀释率 18.72%，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 0.0018%。
- ◆ 截至 2023 年 8 月 21 日，公司 PE(TTM) 31.13，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 1.59%，低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 39.40% 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较低水平为 11.85%。
- ◆ 年初至今公司股价上升 7.66%，行业指数（申万三级-其他家居用品）上升 8.57%，公司跑输行业指数。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 64.87%，剩余限售股下次将于 2024 年 11 月 11 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 35% 左右，对应价格为 129.14 元~142.73 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

资产配置周报（2023-8-20）-看多价值，与降息无关 2023.8.20

“一揽子化债方案”再思考 2023.8.19

国内领先包装用纸生产企业-荣 23 转债（113676.SH）申购分析 2023.8.17

国内食品安全快速检测领域领先企业-易瑞转债（123220.SZ）申购分析 2023.8.17

地方债发行计划半月报-2023 年三季度地方债发行计划已披露 25221 亿元 2023.8.16



内容目录

一、力诺转债分析	3
(一) 转债分析	3
(二) 中签率分析	3
二、正股分析	4
(一) 公司简介	4
(二) 行业分析	6
1、药用玻璃行业	6
2、日用玻璃行业	6
(三) 财务分析	8
(四) 估值表现	10
(五) 募投项目分析	11
三、定价分析	11
风险提示:	12

图表目录

图 1: 全国居民医疗保健人均消费支出 (元)	7
图 2: 2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元)	8
图 3: 营业收入情况 (万元, %)	9
图 4: 归母净利润情况 (万元, %)	9
图 5: 公司经营现金流情况 (万元)	10
图 6: 近一年行业指数及力诺特玻股价走势	11
图 7: 乐歌转债及正股表现情况 (%)	12
图 8: 欧 22 转债及正股表现情况 (%)	12
表 1: 力诺转债基本要素	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	10
表 4: 期间费用情况 (万元)	10
表 5: 同行业可比上市公司 (亿元, %)	11

一、力诺转债分析

（一）转债分析

本次发行规模 5 亿元，期限 6 年，评级为 A+/A+（联合资信）。转股价 14.4 元，到期补偿利率为 5.5% 属一般水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 8 月 21 日中债 6YA+ 企业债到期收益率 8.6561% 贴现率计算，纯债价值 69.37 元，对应 YTM 为 2.11%，债底保护性一般。

总股本稀释率 13%、流通股本稀释率 18.72%，有一定摊薄压力。

表 1：力诺转债基本要素

基本要素			
债券简称	力诺转债	债券代码	123221.SZ
正股简称	力诺特玻	股票代码	301188.SZ
评级	A+/A+（联合资信）	认购代码	371188.SZ
发行金额	5.00	发行期限	6
转股价（元/股）	14.40	起息日	2023-08-23
转股起始日	2024-02-29	转股结束日	2029-08-22
下修条款	15/30,85%	强赎条款	15/30,130%
回售条款	30,70%，附加回售	补偿利率	5.50%
利率	0.30%，0.50%，1.0%，1.50%，1.80%，2.50%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	2.1513
总股本稀释率	13.00%	流通股本稀释率	18.72%
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
	轻量药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目	64,187.27	50,000.00
	合计	64,187.27	50,000.00
主要指标			
转股价	14.4000	折现率（2023/8/21）	8.6561%
债券面值	100	平价溢价率	45.15%
正股收盘价 （2023/8/21）	14.50	转股溢价率	-0.69%
纯债价值	69.37	纯债溢价率	44.15%
平价	100.69	纯债 YTM	2.11%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）中签率分析

截至 2023 年 6 月 19 日，力诺特玻前十大股东持股比例合计 48.16%，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 64.45%。网上

申购额度为 1.78 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 0.0018%。

二、正股分析

（一）公司简介

截至 2023 年 3 月 31 日，力诺投资持有公司 72,335,407 股股份，占公司总股本的 31.12%，为公司控股股东。高元坤持有力诺集团 80.00% 的股份，力诺集团直接和间接合计持有力诺投资 80.84% 的股权，力诺投资是力诺特玻的控股股东，持有力诺特玻 31.12% 的股份，因此，高元坤通过力诺集团和力诺投资控制力诺特玻，系力诺特玻的实际控制人。力诺投资持有公司公司股份的质押股份数为 57,000,000 股，占其所持股份的比例为 78.80%，存在一定的股权质押风险。

公司的主营业务为特种玻璃的研发、生产及销售，致力于硼硅玻璃的开发和应用，主要产品有药用玻璃、耐热玻璃和电光源玻璃等系列。其中耐热玻璃主要有耐热玻璃器皿、微波炉用玻璃托盘以及玻璃透镜等，电光源玻璃主要有电光源玻壳和电光源玻管；耐热玻璃和电光源玻璃均属于日用玻璃行业。玻璃是一种非晶无机非金属材料，一般以石英砂、纯碱、长石等为主要原料，另外加入少量辅助原料，经高温熔融、凝固而成。硼硅玻璃属于特种玻璃的一种，生产原料中加入了硼砂和硼酸，玻璃成分含三氧化二硼，相比普通玻璃，硼硅玻璃具有许多优良的性能，如良好的热稳定性、化学稳定性、机械性能、工艺性能和光学性能等，在日用、化工、医药、光电、太阳能发电等领域有广泛的应用。公司的核心产品为耐热玻璃和药用玻璃，近三年及一季度二者合计占比在 91% 以上。

药用玻璃：药用玻璃主要是指用于直接接触药品的玻璃包装容器。药品包装是维持药物性质和药品正确使用的重要保障。与一般物品的包装不同，药品的包装受到药物固有性质的约束，即必须确实保持药品的效能，提高药品的稳定性，保障安全卫生，防止由于吸潮、漏气和光照而引起的分解变质。为保证药品质量安全，与普通玻璃相比，药用玻璃要求必须具有较高的化学稳定性以及良好的耐酸、耐碱、耐水性能，使玻璃容器表面受侵蚀后不产生脱片。同时，药用玻璃要求的强度更高，抗热震性能更好，在药品灌装、冻干、高温消毒、运输等过程中不易破碎，且要具备极强的气密阻隔性能。药用玻璃所具备的良好性能，使它成为抗生素、普粉、冻干粉、疫苗、血液、生物制剂等药品包装的首选材料。

耐热玻璃：公司的主要产品耐热玻璃属于日用玻璃中的器皿玻璃。日用器皿玻璃主要指盛装食品、饮料和酒水等的玻璃用具，包括餐饮用器皿、厨房用器皿、酒店用器皿等各类日用玻璃器皿，与居民家庭日常生活密切相关。耐热玻璃是指能够承受冷热聚变温差变化的特种玻璃，其热膨胀系数比较小，急剧温度变化下也不易破碎，具有低膨胀、抗热震、耐热、耐腐蚀、强度高等一系列优良性能。耐热玻璃再加工性能良好，以耐热玻璃制成的器皿同样具有良好的抗急冷急热的热冲击性能，而且使用安全系数高。市面上常见的玻璃器皿以钠钙玻璃为主，材质熔点较低，易于熔化和加工；而公司的耐热玻璃属于高硼硅玻璃制品，硼含量较高，材质熔点较高，对产品加工的技术水平要求也较高。与普通的钠钙玻璃相比，耐热玻璃抗酸碱等化学侵蚀性能更优。耐

热玻璃配方中不添加含有砷、铅等对人体有害的矿物质，产品绿色环保，美观大方，被广泛运用于日用品、家用电器等行业。

电光源玻璃：电光源玻璃指的是运用在光源外的玻璃产品，是制造光源设备、电器元件的主要原材料之一，主要用于制作玻壳、芯柱等部件。玻壳的主要作用是屏蔽壳体内的导电体以避免触电的危险和保护灯丝。对光源产品来说，玻壳还可以起到调整配光、消除眩光、装饰环境、定向照明和提高光效的作用。芯柱由排气管、喇叭管和实心杆（玻梗）等零件组成，这些零件都是由电光源玻璃管加工制成的。随着电光源工业的日新月异，作为主要原材料之一的电光源玻璃行业也得到了迅速发展。与普通玻璃相比，电光源玻璃有着更好的电气绝缘性、良好的封接和加工性能、优良的透光性以及足够的机械强度和良好的化学稳定性。同时，电光源玻璃对玻璃的外观要求更高，尺寸要求更精良。公司的电光源玻璃系列产品主要包括电光源玻壳、电光源玻管等，

公司生产所用的主要原材料为硼砂、硼酸、石英砂和中硼硅药用玻璃管等，耗用的能源主要是天然气与电力，其价格受行业政策和经济周期影响较大。报告期内，公司原材料及能源成本占营业成本的比重分别为 **72.03%**、**66.27%**、**68.95%**及 **70.18%**，占比较高。

公司以内销为主，近三年，来源于境内的收入占公司主营业务收入的比例均在 **70%**以上，其中，境内收入主要集中在华东、华南、华北地区，主要原因系格兰仕、美的、江苏百斯福科技股份有限公司、河北仁合益康药业有限公司等客户集中在上述区域；境外收入主要集中在北美洲、欧洲以及亚洲地区，以上区域属于全球日用玻璃制品的主要消费市场，公司主要海外客户如海伦特洛伊、乐扣乐扣、**Corelle Brands**、日本大创等客户均位于以上区域。公司产品销售区域分布较广，不存在对单一销售区域过分依赖的情形。

盈利模式方面，对药用玻璃客户，公司主要采取直销方式开展业务，与客户建立合作关系并签订合同。对日用玻璃客户，公司采取以 **OEM** 为主的经营模式。采购模式方面，公司设立了独立的采购部门，统一负责采购事宜。公司日常生产中主要采购的原材料包括硼砂、石英砂、中硼硅药用玻璃管、包装材料及辅料等，主要采购的能源为电力、天然气等。生产模式方面，公司主要产品为药用玻璃、耐热玻璃和电光源玻璃等特种玻璃产品。公司实行“以销定产、弹性制造”的生产模式，根据销售订单和市场需求情况，结合自身产品的生产周期合理制定生产计划，在满足客户订单需求的基础上根据运营需要保持一定的安全库存。销售模式方面，公司药用玻璃客户大多为悦康药业、华润双鹤、新时代药业、齐鲁制药等国内知名制药企业，公司主要通过行业交流、主动拜访等方式与客户建立联系；公司日用玻璃客户多为格兰仕、美的、昕诺飞、乐扣乐扣、海伦特洛伊等国内外知名家居用品企业以及贸易类企业，公司主要通过业内交流、主动联络、拜访等方式与客户建立联系。

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
耐热玻璃	10,031.14	45.83%	38,623.91	50.33%	51,578.79	58.52%	41,865.00	64.88%
药用玻璃	11,014.89	50.33%	35,220.85	45.90%	30,800.44	34.95%	17,216.47	26.68%
电光源玻璃	839.82	3.84%	2,897.20	3.78%	5,752.80	6.53%	5,448.21	8.44%
合计	21,885.85	100.00%	76,741.96	100.00%	88,132.03	100.00%	64,529.68	100.00%

资料来源：Wind，可转债募集说明书，华金证券研究所

（二）行业分析

公司属于玻璃制品行业，根据产品的不同又细分为药用玻璃行业和日用玻璃行业。玻璃制品行业位于产业链的中间环节，其上游行业主要包括硼砂、石英砂、硼酸等化工行业，主要能源为电力、天然气等。目前，我国石英砂等原材料制造业均为充分竞争性行业，供应商数量众多，市场竞争充分；硼砂、硼酸主要由美国、土耳其等国家生产，公司向其直接采购，供应充足。公司与主要供应商已建立长期稳定的合作关系，能够保证主要原材料来源的及时、充分供应。

药用玻璃主要下游行业为制药业，日用玻璃主要下游行业为日用品、家用电器、照明等行业。随着人口老龄化的加速和居民卫生支出的增加，我国制药业正迎来发展的黄金时期。预计在未来，随着药品需求量的持续增长和各类新型药品的不断涌现，医药包装材料的需求也会随之上涨，药用玻璃市场空间将会得到进一步提升。

1、药用玻璃行业

药用玻璃行业隶属于医药包装材料行业。早期，国内医药企业生产的药物以药剂为主，医药包装材料较为简单，以棕色玻璃瓶、草板纸盒以及部分直颈安瓿为主；包装方式也较为简陋，以实用为主要原则。改革开放以来，伴随着医药行业的进步，我国医药包装材料行业得到了快速发展。一方面，国内医药包装材料行业持续引进国外的先进技术，自身的生产和研发能力得到大幅提高；另一方面，国家相关管理部门不断完善行业标准和监管政策，产品标准得到进一步细化和统一。同时，随着居民收入水平的快速增长，民众对医药包装材料的认识和重视程度也逐渐加强，市场监管也在不断完善。经过多年的发展，我国医药包装材料行业得到了较大的进步，行业规模、产品种类及性能均有较大的提升，但行业内仍存在集中度较低、企业素质参差不齐、创新能力不足等现象。

在药用玻璃方面，目前国内包括山东药玻、正川股份、尼普洛中国、格雷斯海姆中国、肖特药包、公司等在内的较大型生产企业占据了主要的市场份额，头部企业的龙头效应较为明显。目前，国外医药企业普遍选择中硼硅玻璃作为药用玻璃的材料，而国内药品包装的玻璃瓶仍以普通钠钙玻璃及低硼硅玻璃为主。注射剂一致性评价的推进开启并加速了我国药用玻璃从低硼硅玻璃向中硼硅玻璃转换的产业升级之路，对资金实力更为雄厚、技术研发能力更强的头部企业而言，其相比较中小型企业的优势更加突出；另一方面，随着医药原辅料包材关联审评审批制度的正式落地及推进，对下游药品生产企业而言，更换包材供应商意味着要将产品重新进行关联审评报批，申报时间长达 6 个月，成本较高且存在较大的不确定性。下游药品生产企业与药包材生产企业的合作黏性进一步提高，且将更倾向于选择与行业内规模较大、质量较高以及具有品牌优势药包材生产企业进行长期合作。

2、日用玻璃行业

日用玻璃行业有着悠久的发展历史。世界上最早的玻璃工厂建立在古埃及，当时埃及人以陶土做内核，再于内核外浇上热玻璃溶液而制成容器，这种技术现在称为“沙芯法”。古代埃及人的发明创造，后经阿拉伯传播到了世界各地。随着时代发展和技术更迭，玻璃的生产工艺也在不断改进和发展。现代日用玻璃行业起源于欧洲。受益于工业革命和现代科技的快速发展，欧美等

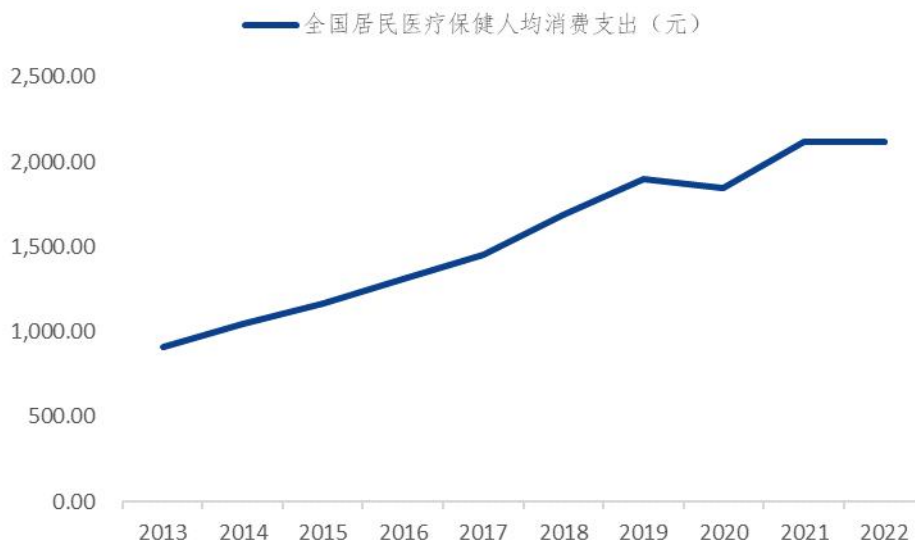
发达国家诞生了一大批世界领先的日用玻璃生产企业，在生产工艺、设备制造等方面均引领着行业的发展。步入 21 世纪以来，随着生产工艺的不断发展涌现，我国日用玻璃行业生产技术越来越成熟，与国际先进技术的差距也在不断缩小。我国日用玻璃行业有着得天独厚的发展条件和广阔的市场空间。一方面，我国的石英砂储量丰富，日用玻璃原材料市场供给充足；另一方面，与国外相比，我国作为发展中国家的劳动力成本相对较低，资源和市场优势明显。经过多年的快速发展，目前我国已经成为了世界上最大的玻璃制品出口国家。根据海关总署数据显示，2021 年我国玻璃及其制品出口额为 15,764,159 万元，同比增长 20.9%。当前，尽管我国日用玻璃产量已跃居世界第一位，但由于我国人口众多，人均消费玻璃数量与发达国家相比仍有较大差距。

我国日用玻璃行业从业企业数量众多，行业集中度偏低，竞争较为充分，且具有一定的地域聚集特征。根据中国日用玻璃协会数据显示，2021 年，包括山东省、四川省、广东省、湖北省、河北省、陕西省、广西省在内的七个省市日用玻璃制品及玻璃包装容器合计产量占全国产量的比重超过了 70%。目前，行业内仍有较多的中小规模企业，其产品多以低档系列为主，且客户来源缺乏稳定性，很大程度依靠低廉的价格占据市场空间。

目前，公司已经建立了齐备的现代化生产线，实现了从配料、投料、熔化、成型到压制、吹制、抛光、退火、检验等全工艺环节的自动化生产。公司持续进行自主研发和技术创新，不断提高生产自动化水平和检验能力，在提高生产效率和创新产品品质的同时严格把控产品质量。公司先后通过了一系列国内外一流标准体系认证，生产工艺及产品质量安全得到了广泛认可。（相关资料来源可转债募集说明书）

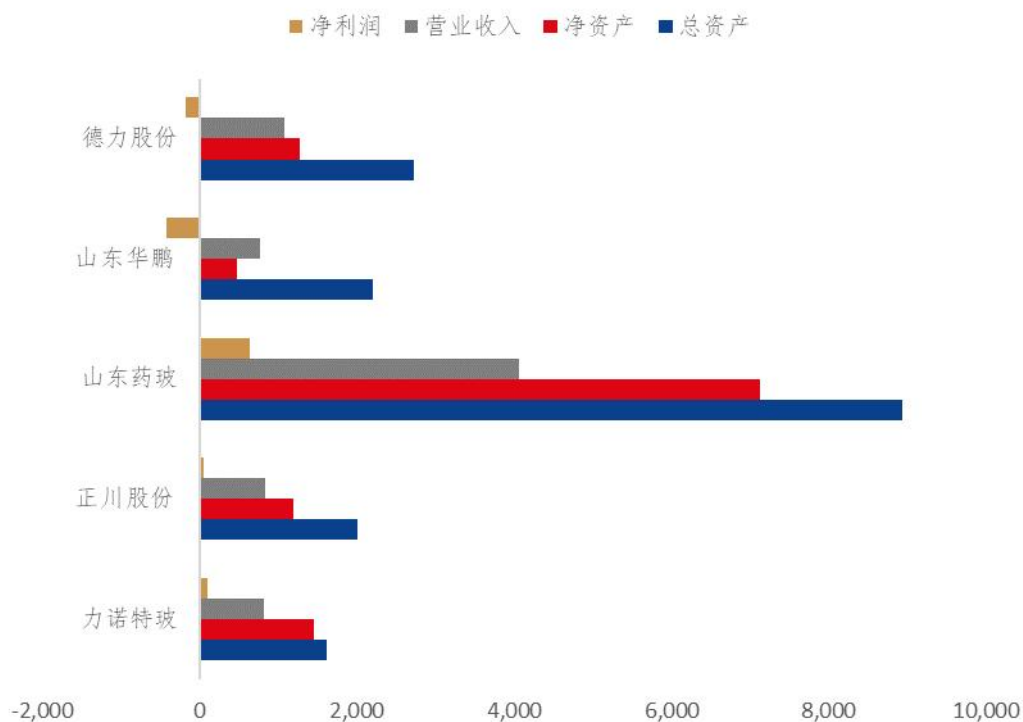
国内可比上市公司则包括正川股份、山东药玻、山东华鹏和德力股份。

图 1：全国居民医疗保健人均消费支出（元）



资料来源：Wind，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

2023 年 1-3 月，公司实现营业收入 2.24 亿元，同比上升 18.99%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比下降-26.78%。2022 年，公司实现营业收入 8.22 亿元，同比下降-7.52%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比下降-6.51%。近三年及一季度，公司净利润的变动趋势与营业收入变动趋势基本一致。2021 年与 2020 年相比，公司的净利润增加 3,397.77 万元，主要原因是：（1）日用玻璃行业景气度提升，带动公司日用玻璃产品销量增加；（2）受益于仿制药（注射剂）一致性评价推动药用玻璃产业规模的持续增长、中硼硅药用玻璃渗透率的提升以及公司在中硼硅药用玻璃领域的提前布局和产能提升，公司中硼硅药用玻璃销量大幅增加。2022 年，公司净利润较上年同期减少 812.60 万元，主要原因是：受地缘政治、宏观经济波动等因素影响，全球特别是欧美通货膨胀加剧，居民消费购买能力下降，日用玻璃市场需求下降，公司日用玻璃销量较去年同期有所下降。

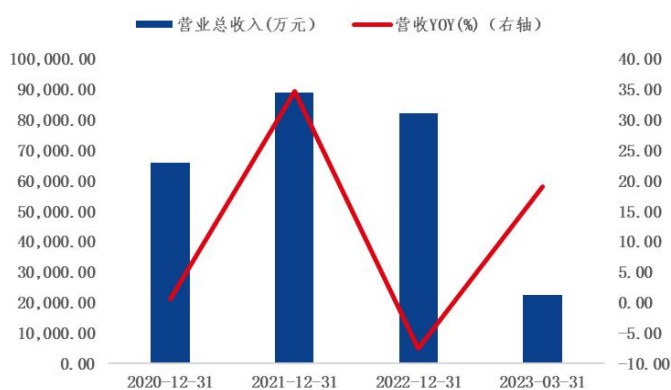
近三年及一季度，公司流动比率、速动比率整体呈上涨趋势，短期偿债能力大幅提升，2021 年公司完成首次公开发行，流动资产中货币资金增加较多，流动比率、速动比率大幅上涨。2021 年末公司资产负债率（母公司）较 2020 年末下降主要原因系公司完成首次公开发行，改善公司的资本结构，降低了公司资产负债率。公司应收账款周转率总体水平较高，总体较为稳定，说明公司应收账款周转能力较强，应收账款余额合理，不存在放宽信用政策促进短期销售增长的情况。2022 年，公司应收账款周转率有所下降，但总体水平较高，应收账款周转能力较强。公司的存货周转率总体水平较高，存货周转能力较强。2022 年，受国内外消费市场需求低迷、地缘政治、

宏观经济波动以及海运不畅等因素影响，公司日用玻璃销售不佳，在此情况下窑炉生产连续性特点使得公司日用玻璃通用产品增加，存货中库存商品增加，导致存货周转率下降较多。

销售费用方面，2022 年销售费用较 2021 年略有增加，主要原因是为应对宏观经济波动及需求疲软影响，公司加大市场开拓力度，市场开拓费及业务招待费同比增加。管理费用方面，2022 年度管理费用同比减少 334.66 万元，下降比例为 11.91%，主要原因系：2022 年公司加强费用管控，相关的交通费、业务招待费以及修理费等有所减少。研发费用方面，近三年及一季度，公司研发费用主要由职工薪酬、材料及能源构成，两项合计占研发费用总额的比重分别为 97.03%、99.12%、98.70%及 98.89%。财务费用方面，2021 年，公司首次公开发行股票募集资金到位，2021 年及 2022 年债务融资工具逐渐减少，利息支出减少的同时利息收入大幅增加。2021 年及 2022 年分别收到财政贴息 54.10 万元、99.50 万元并冲减当期利息支出，导致 2022 年利息支出为负。

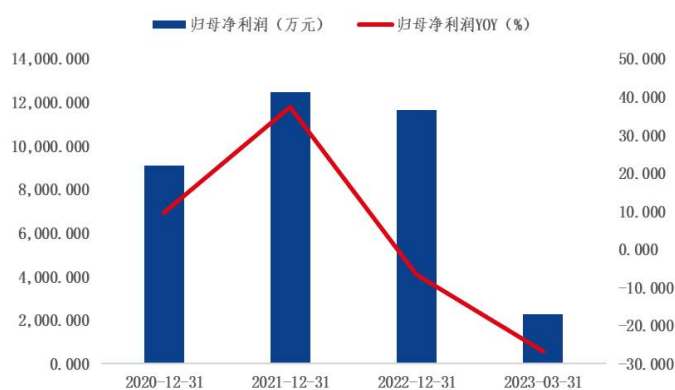
近三年及一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 8,870.41 万元、5,246.76 万元、4,638.52 万元及 21.50 万元。公司经营活动现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出主要用于购买商品、接受劳务支付的现金及支付给职工以及为职工支付的现金。近三年及一季度，公司经营活动产生的现金流量净额与同期净利润的差额分别为-209.89 万元、-7,231.31 万元、-7,026.95 万元和-2,270.77 万元。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额与净利润差额较小。2021 年至 2022 年，经营活动产生的现金流量净额与净利润的差异较大，主要原因是：①2021 年销售收入较 2020 年增长较快，带动应收账款增加，导致经营性应收项目金额增加；②2022 年硼砂/硼酸等原材料价格持续上涨，公司提前备货导致原材料增加较多，另一方面受国内外消费市场需求低迷、地缘政治、宏观经济波动以及海运不畅等因素影响，公司日用玻璃销售不佳，为有效利用产能，公司备货增加，导致存货同比增加。2023 年 1-3 月，经营活动产生的现金流量净额与净利润的差异较大，主要原因是：2023 年一季度销售收入较 2022 年同期增长 18.99%，带动应收账款增加，导致经营性应收项目金额增加。

图 3：营业收入情况（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：归母净利润情况（万元，%）



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	6.03	4.77	5.37	2.04
速动比率	4.87	3.93	4.75	1.34
资产负债率	10.05%	12.73%	12.80%	22.31%
应收账款周转率	5.56	5.28	6.62	6.24
存货周转率	4.09	4.36	5.93	5.14

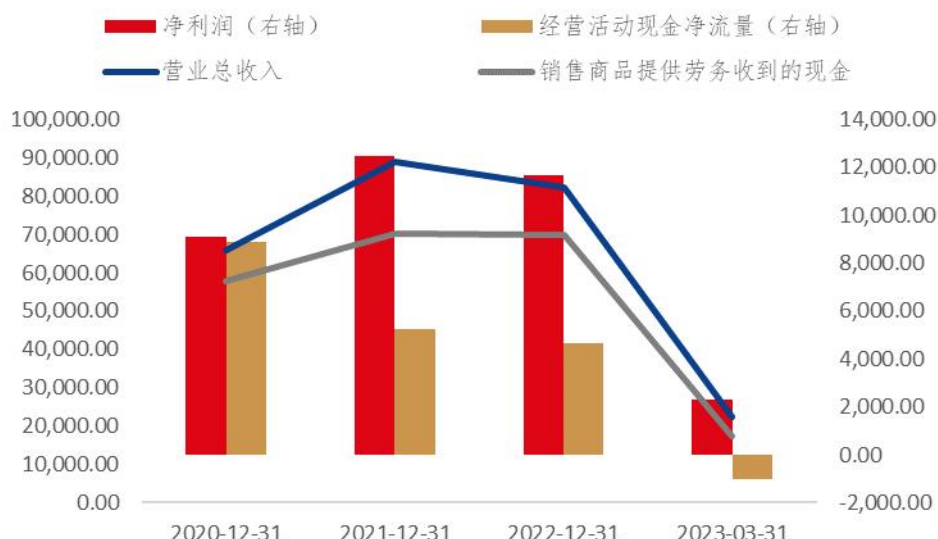
资料来源: Wind, 可转债募集说明书, 华金证券研究所

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	744.71	2,550.36	2,313.07	4,654.86
管理费用	607.01	2,476.21	2,810.89	2,504.63
研发费用	692.65	2,596.23	3,250.36	2,426.43
财务费用	-15.84	-836.64	224.32	425.93
期间费用率	9.04%	8.26%	9.67%	15.17%

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 8 月 21 日, 公司 PE(TTM) 31.13, 低于同行业可比公司平均值 (剔除负值)。ROE 1.59%, 低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 39.40%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较低水平为 11.85%。

年初至今公司股价上升 7.66%, 行业指数 (申万三级-其他家居用品) 上升 8.57%, 公司跑输行业指数。

公司流通市值占总市值比例为 64.87%，剩余限售股下次将于 2024 年 11 月 11 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
301188.SZ	力诺特玻	21.86	33.70	31.13	-6.51	-14.85	-19.92	-17.71	1.59
603976.SH	正川股份	29.12	29.12	56.15	-1.18	-1.03	-13.44	-26.76	1.09
600529.SH	山东药玻	164.58	164.58	26.06	-5.67	-1.59	-16.70	-10.93	2.36
603021.SH	山东华鹏	17.47	17.47	-4.43	3.21	-1.80	-11.22	1.11	-23.41
002571.SZ	德力股份	18.29	24.03	-15.64	-4.22	2.68	-13.30	-22.70	-3.18

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 近一年行业指数及力诺特玻股价走势



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:

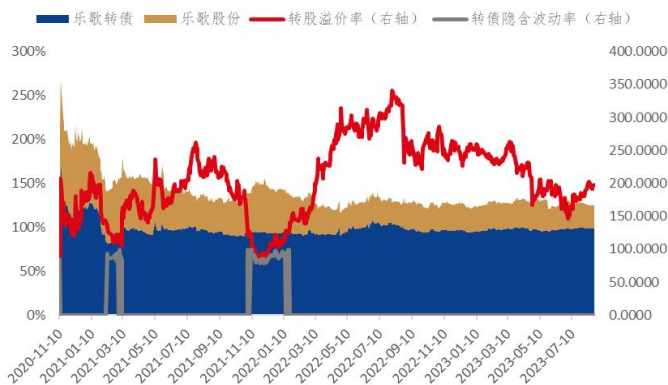
轻量药用模制玻璃瓶 (I 类) 产业化项目。本次募投项目总投资 64,187.27 万元, 其中建设投资 59,721.62 万元, 铺底流动资金 4,465.65 万元。项目建设期 16 个月, 项目达产后可形成年产轻量药用模制玻璃瓶 (I 类) 46,574.00 吨的生产能力。经测算, 本项目正常年可实现营业收入为 43,313.82 万元 (不含税), 年净利润额为 9,315.69 万元, 项目投资财务内部收益率为 18.16% (所得税后), 投资回收期为 6.11 年 (所得税后, 含建设期 16 个月)。

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：

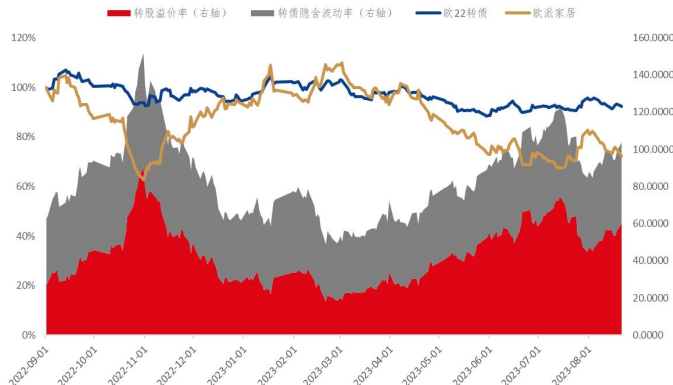
(1) 同行业可比券参考乐歌转债(2020-11-10上市,规模1.42亿,期限6年,评级为A+/A+,上市后首日收盘价132元,转股溢价率为65.95%),欧22转债(2022-09-01上市,规模20亿,期限6年,评级为AA/AA,上市后首日收盘价131.664元,转股溢价率为27.1%)。

图7：乐歌转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图8：欧22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：

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

通过模型计算出力诺转债上市当日的转股溢价率为23.50%。由于力诺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35%左右，对应价格为129.14元~142.73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