

衍生品研究

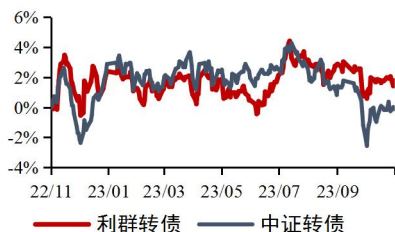
利群转债投资价值分析

低价+低溢价率标的

2023年11月22日

衍生品研究/转债分析报告

个券近一年走势



资料来源：晨闻

相关报告

最困难时期或已过去-广汇转债投资价值分析 2023.6.8

深耕功能性涂布材料领域，募资投向环保材料生产-福新转债概述 2023.2.15

汽车售后市场业务坚如磐石，OEM市场增长迅速-冠盛转债投资价值分析 2023.2.6

山证衍生品团队

分析师：

崔晓雁

执业登记编码：S0760522070001

邮箱：cuixiaoyan@sxzq.com

投资要点：

利群转债（113033.SH）概况：

➢ AA级，债券余额18亿元，占发行总额99.99%，剩余期限2.36年。最新收盘价105.99元，转股溢价率31.28%，纯债溢价率0.5%，YTM 2.92%。

正股：利群股份(601366.SH)概况：

➢ 多业态零售行业，集百货超市连锁、物流配送、品牌代理于一体。最新总市值46.64亿元，实控人性个人，合计持股29.43%，最近一期归母净利润增速59.23%。当前股价对应PB（MRQ）1.18x，PS TTM 0.6x。

主要看点：

- 1) **偏债型转债：**绝对价格低，正YTM，纯债溢价率，债底支撑较强。业绩波动虽大，但每年股息率保持2%左右，现金分红增强持债收益。
- 2) **真实信用风险小：**Q3末资产负债率75.56%，杠杆率看似较高，拆解后低于多数同业；现金流充裕，经营性现金流连续5年净流入，短期债务不构成财务压力。
- 3) **业务模式独特，自有物业待重估：**手握数十品牌区域代理权、打通供应链上下游、机构大客户业务稳步推进中。自持大量商业物业，质押贷款少，上市公司表内固定资产、在建工程账面价值超70亿。
- 4) **拐点已过，业绩逐步回升中：**布局食品工业，在已有渠道、品牌、客户优势基础上有效延展业务链，增速快毛利高。物流建设基本完成，暂无其他大额投资计划，财务杠杆、财务费用或逐步压降。

转债合理估值推导

➢ 基于山证可转债估值模型，假设正股股价不变，综合BSM、二叉树和MC模拟，我们认为利群转债目前合理估值为109-115元，市场空间约3.0-8.5%。

风险提示：消费复苏不及预期，食品工业拓展不畅，股票市场估值中枢下移等。



表 1：利群转债基本信息

项目	内容
转债代码	113033.SH
转债名称	利群转债
正股名称（代码）	利群股份(601366.SH)
债券评级	AA
余券规模/发行规模（亿元）	18.00 / 18.00
剩余期限/总期限（年）	2.36 / 6.00
票面利率	0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%
转股价格/正股收盘价	6.80 元/ 5.49 元
转股期	2020-10-09 至 2026-03-31
下修条款	存续期间，15/30，85%
赎回条款	到期赎回：110 元
	提前赎回：转股期内，15/30，130%（含）；未转股余额不足 3000 万元（含）
条件回售条款	最后两年，连续 30 个交易日，70%

资料来源：WIND，山西证券研究所

表 2：利群转债基本信息

最新收盘价	105.99		
底价（纯债价值）	105.46	平价（转股价值）	80.74
纯债溢价率	0.50%	转股溢价率	31.28%
纯债 YTM	2.92%	到期赎回价	110.00
平价底价溢价率	-30.62%	转债类型	偏债型

资料来源：WIND，山西证券研究所

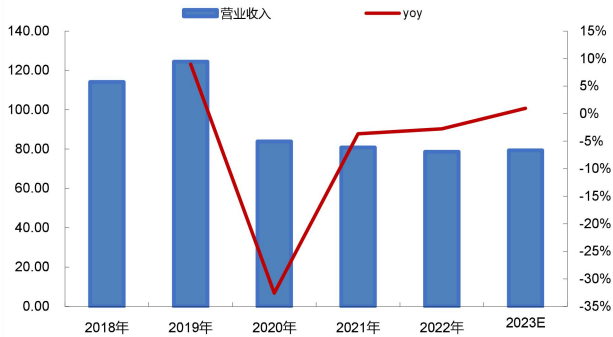
表 3：利群股份基本信息

项目	内容
证券代码	601366.SH
证券名称	利群股份
所属申万行业（2021）	可选消费--零售业--多元化零售--百货商店
办公地址	山东省青岛市崂山区海尔路 83 号
实际控制人_属性_持股比例	徐恭藻,徐瑞泽,赵钦霞_个人_29.43%
最新年报总营收与扣非净利润（亿元）	78.60 、 -1.68
自由流通市值/总市值（亿元）	25.78 / 46.64
PE（TTM 扣非）及历史分位	-27.33 (0%)
PB（MRQ）及历史分位	1.18 (38.8%)
PS（TTM）及历史分位	0.6 (52.91%)
最新一期归母净利润增速	59.23%
WIND 一致预期 2023E EPS 增速	

资料来源：WIND，山西证券研究所



图 1：最近 5 年营业收入趋势（亿元）



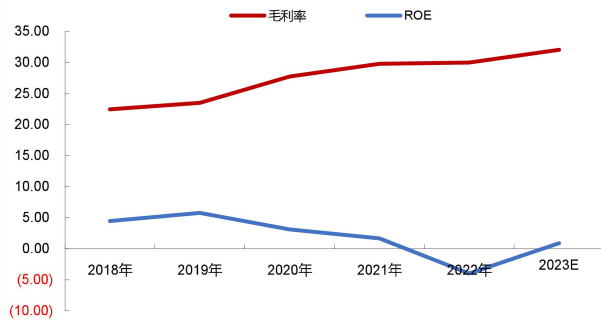
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 2：最近 5 年归母净利润趋势（亿元）



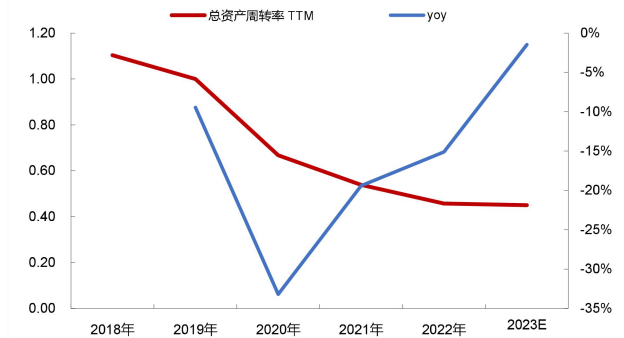
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 3：最近 5 年毛利率、ROE (%)



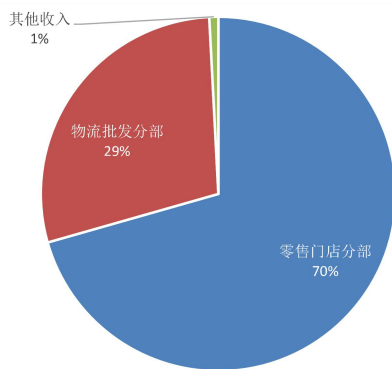
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 4：最近 5 年资产周转率及同比变化



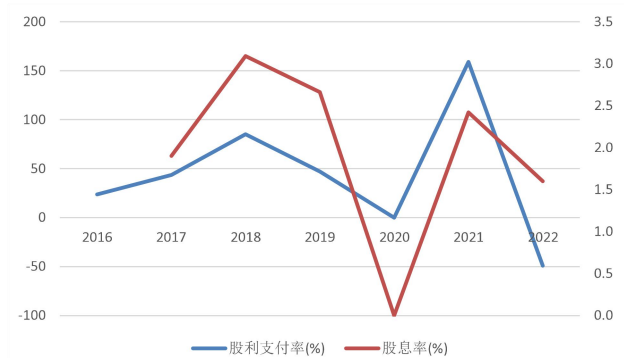
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 5：H123 收入构成



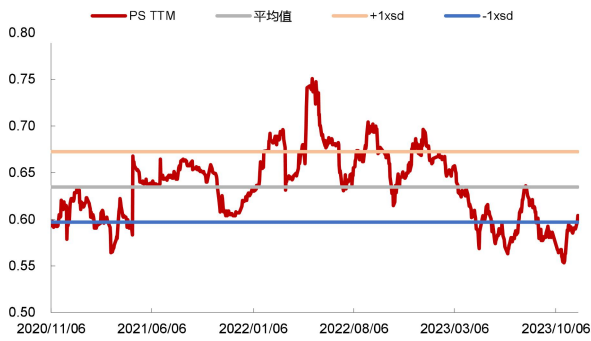
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 6：最近 5 年股息支付率及股息率



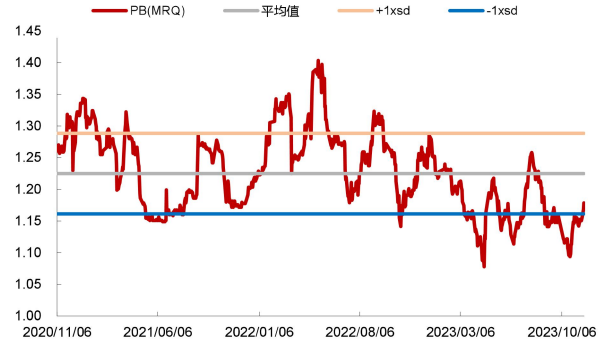
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 7：最近 3 年正股 PS TTM



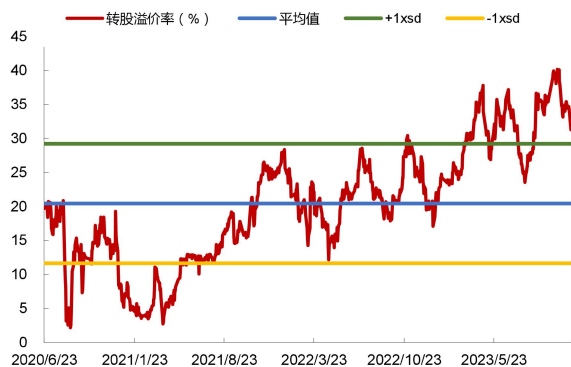
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 8：最近 3 年正股 PB MRQ



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 9：转债上市以来转股溢价率



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 10：转债上市以来纯债溢价率



资料来源：WIND，山西证券研究所

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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,分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

