

## 固收点评 20231225

### 华康转债：全球代糖行业领军企业

关键词：#一体化 #业绩符合预期

#### 事件

- 华康转债（111018.SH）于 2023 年 12 月 25 日开始网上申购：总发行规模为 13.03 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于 100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目。
- 当前债底估值为 84.20 元，YTM 为 3.12%。华康转债存续期为 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：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.16%（2023-12-22）计算，纯债价值为 84.20 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护一般。
- 当前转换平价为 101.59 元，平价溢价率为 -1.56%。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 2024 年 06 月 29 日至 2029 年 12 月 24 日。初始转股价 22.66 元/股，正股华康股份 12 月 22 日的收盘价为 23.02 元，对应的转换平价为 101.59 元，平价溢价率为 -1.56%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 19.69%。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 22.66 元计算，转债发行 13.03 亿元对总股本稀释率为 19.69%，对流通盘的稀释率为 27.42%，对股本有一定的摊薄压力。

#### 观点

- 我们预计华康转债上市首日价格在 123.18~137.07 元之间，我们预计中签率为 0.0052%。综合可比标的以及实证结果，考虑到华康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 28%左右，对应的上市价格在 123.18~137.07 元之间。我们预计网上中签率为 0.0052%，建议积极申购。
- 公司是一家主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇、淀粉糖产品研发、生产、销售的高新技术企业。产品广泛应用于食品、饮料、日化等下游行业，具有较高的市场认可度。
- 2018-2022 年公司营收整体呈上涨趋势，复合增速为 11.97%。其中，2020 年营收有所下滑，同比增长率“倒 V 型”波动。2022 年实现营业收入 22 亿元，同比增加 38.02%。与此同时，归母净利润整体也呈上涨趋势但在 2021 年有所下降，2018-2022 年复合增速为 12.49%，2022 年实现归母净利润 3.19 亿元，同比增加 34.88%。
- 公司营业收入主要来源于晶体糖醇产品和液体糖、醇及其他产品，产品结构基本无年际变化。自 2020 年至 2022 年，晶体糖醇产品和液体糖、醇及其他产品的占比之和均在 99%左右，是公司营业收入的最主要来源。
- 公司销售净利率和销售毛利率较为波动，销售费用率较为波动且从 2020 年开始明显下滑，财务费用率整体下降，管理费用率较为稳定。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 14.24%、17.88%、23.28%、14.85%和 14.51%，销售毛利率分别为 27.04%、33.85%、34.97%、23.03%和 22.94%。
- 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 12 月 25 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

《周观：2023 年债券市场启示  
（2023 年 49 期）》

2023-12-24

《神码转债：IT 分销龙头布局云  
和信创》

2023-12-22

## 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:	2018-2023Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2018-2023 Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2020-2022 年营业收入构成	8
图 4:	2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5:	2018-2023Q1-3 销售费用率水平 (%)	8
图 6:	2018-2023Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2018-2022 年中国主要功能性糖醇产品出口量 (万吨)	10
表 1:	华康转债发行认购时间表	4
表 2:	华康转债基本条款	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:	相对价值法预测华康转债上市价格 (单位: 元)	6

## 1. 转债基本信息

表1: 华康转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-12-21	1、刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-12-22	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-12-25	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）
T+1	2023-12-26	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-12-27	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2023-12-28	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	2023-12-29	1、刊登《发行结果公告》 2、向发行人划付募集资金

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2: 华康转债基本条款

转债名称	华康转债	正股名称	华康股份
转债代码	111018.SH	正股代码	605077.SH
发行规模	13.03 亿元	正股行业	基础化工-化学制品-食品及饲料添加剂
存续期	2023 年 12 月 25 日至 2029 年 12 月 24 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	22.66 元/股	转股期	2024 年 06 月 29 日至 2029 年 12 月 24 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,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 115%（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
100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目	247,888.15	130,302.36
合计	247,888.15	130,302.36

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	84.20 元	转换平价 (以 2023/12/22 收盘价)	101.59 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	18.77%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-1.56%
纯债到期收益率 YTM	3.12%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 84.20 元, YTM 为 3.12%。**华康转债存续期为 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: 0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.16% (2023-12-22) 计算, 纯债价值为 84.20 元, 纯债对应的 YTM 为 3.12%, 债底保护一般。

**当前转换平价为 101.59 元, 平价溢价率为-1.56%。**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 06 月 29 日至 2029 年 12 月 24 日。初始转股价 22.66 元/股, 正股华康股份 12 月 22 日的收盘价为 23.02 元, 对应的转换平价为 101.59 元, 平价溢价率为-1.56%。

**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 19.69%。**按初始转股价 22.66 元计算, 转债发行 13.03 亿元对总股本稀释率为 19.69%, 对流通盘的稀释率为 27.42%, 对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

**我们预计华康转债上市首日价格在 123.18~137.07 元之间。**按华康股份 2023 年 12 月 22 日收盘价测算, 当前转换平价为 101.59 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的九强转债 (平价 114.87 元, 评级 AA-, 存续规模 11.21 亿元)、天源转债 (平价 106.70 元, 评级 AA-, 存续规模 10.00 亿元)、川恒转债 (平价 88.99 元, 评级 AA-, 存续规模 10.44 亿元), 截至 2023/12/22, 转股溢价率分别为 14.27%、16.23%、31.59%。

2) 参考近期上市的金现转债 (上市首日转换价值 92.65 元)、凯盛转债 (上市首日

转换价值 89.34 元)、欧晶转债(上市首日转换价值 84.19 元),三只转债上市首日转股溢价率分别为 55.88%、28.72%、38.28%。

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,基础化工行业的转股溢价率为 29.52%,中债企业债到期收益为 6.16%,2023 年三季报显示华康股份前十大股东持股比例为 51.54%,2023 年 12 月 22 日中证转债成交额为 34,099,999,751 元,取对数得 24.25。因此,可以计算出华康转债上市首日转股溢价率为 20.74%。

综合可比标的以及实证结果,考虑到华康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 28%左右,对应的上市价格在 123.18~137.07 元之间。

表5: 相对价值法预测华康转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		23.00%	25.00%	28.00%	31.00%	33.00%
-5%	21.87	118.71	120.64	123.53	126.43	128.36
-3%	22.33	121.21	123.18	126.13	129.09	131.06
2023/12/22 收盘价	23.02	124.95	126.99	130.03	133.08	135.11
3%	23.71	128.70	130.80	133.93	137.07	139.17
5%	24.17	131.20	133.34	136.54	139.74	141.87

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 65.46%。华康股份的前十大股东合计持股比例为 51.54%(2023/09/30),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 65.46%。

我们预计中签率为 0.0052%。华康转债发行总额为 13.03 亿元,我们预计原股东优先配售比例为 65.46%,剩余网上投资者可申购金额为 4.50 亿元。华康转债仅设置网上发行,近期发行的家联转债(评级 AA-, 规模 7.50 亿元)网上申购数约 866.7 万户,博 23 转债(评级 AA, 规模 17.00 亿元)866.33 万户,豪鹏转债(评级 AA-, 规模 11 亿元)867.68 万户。我们预计华康转债网上有效申购户数为 866.9 万户,平均单户申购金额 100 万元,我们预计网上中签率为 0.0052%。



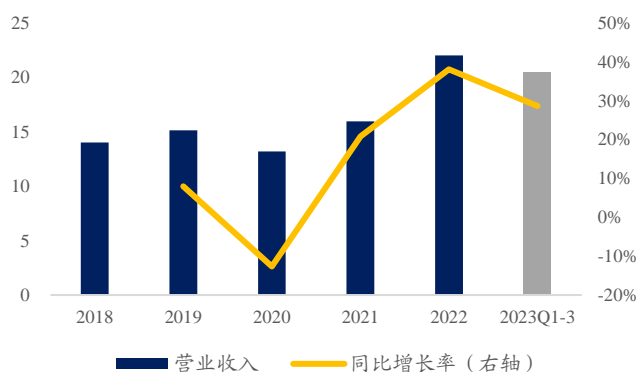
### 3. 正股基本面分析

公司是一家主要从事木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇、淀粉糖产品研发、生产、销售的高新技术企业，所属行业为食品、食品添加剂及淀粉糖制造。公司生产的木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等产品广泛应用于食品、饮料、日化等下游行业，具有较高的市场认可度。截至目前，发行人已与玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、好时、好丽友、可口可乐、百事可乐、康师傅、农夫山泉、娃哈哈、蒙牛等国内外知名食品饮料行业企业建立良好的长期合作关系，产品销往国内市场及欧洲、美洲、亚洲等全球主要国家和地区。经过多年持续研发投入，公司先后承担国家火炬计划、浙江省专利战略推进项目、衢州市指导性科技项目计划等多项国家、省、市级科研项目或重大课题，取得了丰富的研发成果，研发成果转化获得中国专利优秀奖、中国轻工业联合会科学技术进步奖一等奖、浙江省专利优秀奖等多项奖励。

#### 3.1. 财务数据分析

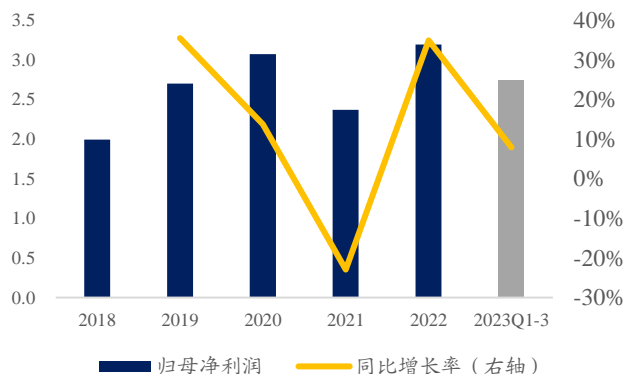
2018-2022 年公司营收整体呈上涨趋势，复合增速为 11.97%。其中，2020 年营收有所下滑，同比增长率“倒 V 型”波动。2022 年实现营业收入 22 亿元，同比增加 38.02%。与此同时，归母净利润整体也呈上涨趋势但在 2021 年有所下降，2018-2022 年复合增速为 12.49%，2022 年实现归母净利润 3.19 亿元，同比增加 34.88%。2020 年公司营收下降主要系上半年受到国内新冠疫情的影响，公司内销收入受到一定程度的影响；下半年随着全球疫情的蔓延，部分境外客户发货延迟，外销收入受到较大影响。2022 年归母净利润下降主要系美元兑人民币贬值，海运费单价同比上涨，以及主要原料之一淀粉采购价格上涨导致晶体糖醇成本增长。

图1：2018-2023Q1-3 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2：2018-2023 Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）

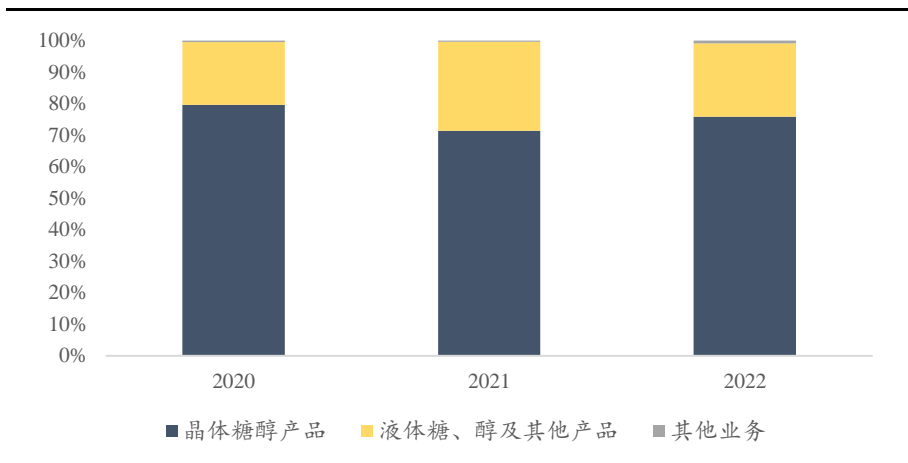


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于晶体糖醇产品和液体糖、醇及其他产品，产品结构基本无年际变化。自 2020 年至 2022 年，晶体糖醇产品的营收占比均大于 70%且居首位。晶体

糖醇产品和液体糖、醇及其他产品的占比之和均在 99% 左右，是公司营业收入的最主要来源。

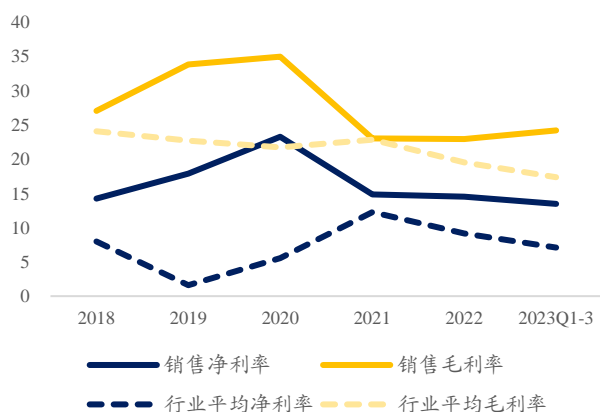
图3：2020-2022 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

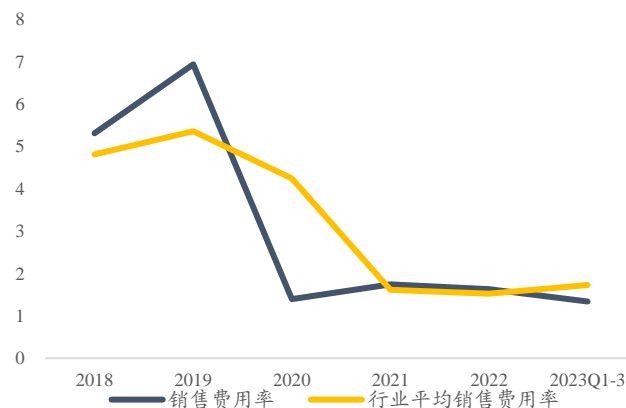
公司销售净利率和销售毛利率较为波动，销售费用率较为波动且从 2020 年开始明显下滑，财务费用率整体下降，管理费用率较为稳定。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 14.24%、17.88%、23.28%、14.85%和 14.51%，销售毛利率分别为 27.04%、33.85%、34.97%、23.03%和 22.94%，均高于行业均值；公司销售费用率自 2020 年显著下降，主要系公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，将与合同履约直接相关的运输及保险费用、关税计入成本，列示为营业成本项目，导致销售费用下降较多；财务费用率在 2021 年显著下降主要系公司为减少资金成本而提前偿还了部分借款，在 2022 年转负主要系美元兑人民币升值导致汇兑收益增加；2018-2022 年公司管理费用率较为稳定，基本维持在 3.5% 上下。

图4：2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

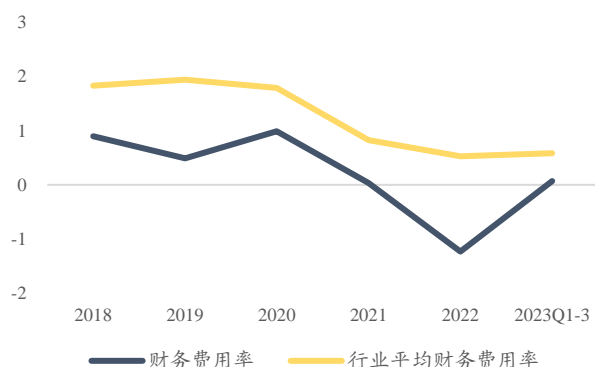
图5：2018-2023Q1-3 销售费用率水平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

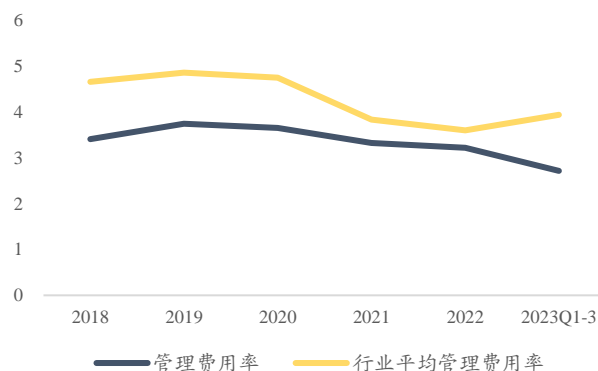


图6: 2018-2023Q1-3 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2018-2023Q1-3 管理费用率水平 (%)



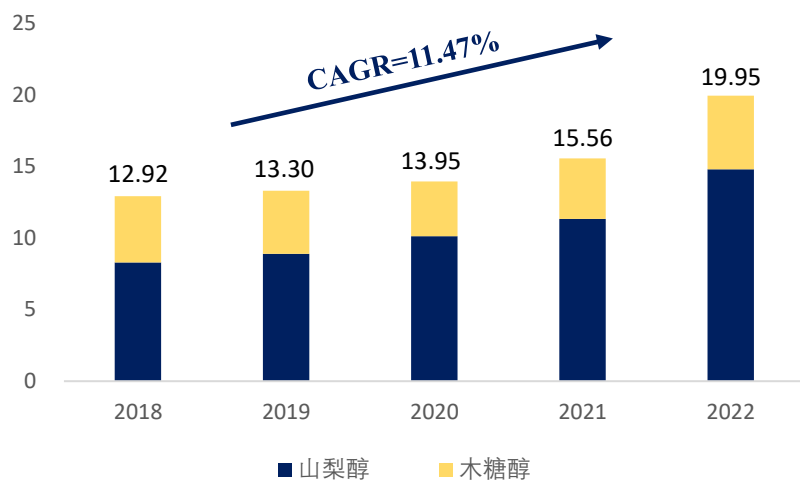
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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毛利、净利、各项费用和主营收入的比值, 得到相应的毛利、净利和费用率, 而不是单个公司的相应毛利、净利和费用率的加权平均, 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

**主营产品国内外市场前景广阔, 公司行业地位优势突出。**随着社会整体消费观念的改变和生活水平的提高, 人们的饮食消费逐渐由温饱型向营养型、保健型转变, 功能性糖醇作为低热量、不致龋齿、对人体健康有益的甜味剂, 越来越受到人们的喜爱, 广泛用于食品、饮料、日化等诸多领域。《Polyol Sweeteners - Global Strategic Business Report》中预测 2022 年全球功能性糖醇市场规模预计将达到 46 亿美元, 2030 年预计将达到 77 亿美元, 年复合增长率约为 6.7%。此外, 我国政府相关部门近年来通过发布《中国居民膳食指南》、《国民营养计划 (2017-2030 年)》等文件, 对控糖、减糖提供了相关的指南或者建议, 这有助于作为食糖替代品的功能性糖醇行业市场规模进一步扩大。近年来, 液体淀粉糖、膳食纤维及变性淀粉等食品配料行业市场规模较大, 发展前景广阔。根据中国淀粉工业协会统计, 2021 年国内淀粉糖消费量约 1,068 万吨, 同比增幅 7%; 变性淀粉消费量同比增长 8%至 232 万吨。华康股份是一家集研发、生产与销售为一体的现代化大型功能性糖醇生产企业, 生产规模与综合实力位居行业前列, 现已成为全球主要的木糖醇和晶体山梨糖醇生产企业之一。2020 年公司木糖醇约占同期国内木糖醇产量的 53%, 占同期全球木糖醇产量的 19%。在巩固木糖醇和晶体山梨糖醇行业领先地位的同时, 公司牢牢把握行业发展契机, 积极拓展其他多种功能性糖醇及淀粉糖产品的生产能力。截至 2023 年 6 月 30 日, 公司主要晶体功能性糖醇及淀粉糖产品产能已超过 20 万吨。

图8: 2018-2022 年中国主要功能性糖醇产品出口量 (万吨)



数据来源: 中国海关, 东吴证券研究所

**形成完整产业链优势, 不断优化产业布局。**在产业链上游, 下属全资子公司焦作华康、高密同利以玉米芯为主要原料生产木糖; 雅华生物以半纤维素为主要原料生产木糖。公司通过布局木糖生产, 保障了木糖醇的原料稳定供应, 从源头上确保了产品质量, 并有效化解了木糖价格上涨带来的成本压力。除木糖醇外, 公司目前所生产的山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇及果葡糖浆等功能性糖醇和淀粉糖产品, 均以淀粉作为主要原材料。2022 年 8 月 11 日, 公司发布了《华康股份关于公司与浙江定海工业园区管委会签订<项目投资协议>的公告》, 在浙江定海工业园区内投资建设“200 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”, 主要以玉米为原料, 生产淀粉糖/糖醇、膳食纤维、变性淀粉等系列精深加工产品, 以及利用合成生物学绿色制造等先进技术生产阿洛酮糖、乳酸/聚乳酸、氨基酸等产品, 直接保障公司舟山厂区及开化厂区功能性糖醇及淀粉糖产品已有产能及新增产能所需的淀粉原料供应。通过该项目的实施, 公司将建设形成以功能性糖醇、健康食品配料为支柱产品, 多个关联度较高的储备产品相结合的产品体系, 全面增强企业综合竞争力。在产业链下游, 公司以浙江为中心, 在境内外构建了相对完善的销售渠道, 确保公司产品有效覆盖国内及欧洲、美洲、亚洲等全球主要功能性糖醇消费市场, 与玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、好时、好丽友、可口可乐、百事可乐、康师傅、农夫山泉、娃哈哈、蒙牛等国内外知名食品饮料行业企业建立了良好的长期合作关系。

#### 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>