

## 固收点评 20231229

# 镇洋转债：氯碱工业领军企业

2023年12月29日

### 事件

- **镇洋转债(113681.SH)于2023年12月29日开始网上申购**：总发行规模为6.60亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产30万吨乙烯基新材料项目。
- **当前债底估值为84.43元，YTM为3.12%**。镇洋转债存续期为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6.11%（2023-12-26）计算，纯债价值为84.43元，纯债对应的YTM为3.12%，债底保护一般。
- **当前转换平价为92.93元，平价溢价率为7.61%**。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07月05日至2029年12月28日。初始转股价11.74元/股，正股镇洋发展12月26日的收盘价为10.91元，对应的转换平价为92.93元，平价溢价率为7.61%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为11.45%**。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11.74元计算，转债发行6.60亿元对总股本稀释率为11.45%，对流通盘的稀释率为26.52%，对股本有一定的摊薄压力。

### 观点

- **我们预计镇洋转债上市首日价格在112.68~125.39元之间，我们预计中签率为0.0019%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到镇洋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112.68~125.39元之间。我们预计网上中签率为0.0019%，建议积极申购。
- **2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为22.09%**。自2018年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动，2018-2022年复合增速为22.09%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022年复合增速为36.83%。
- **公司营业收入主要来源于氯碱类产品、MIBK类产品、其他收入以及其他业务。**
- **公司销售净利率和毛利率略有波动，但均高于行业平均值；销售费用率下降，与行业平均销售费用率变动保持一致；财务费用率和管理费用率维稳。**2018-2022年，公司销售净利率分别为9.38%、11.20%、11.93%、24.34%和14.81%，销售毛利率分别为21.08%、21.88%、17.28%、32.68%和23.78%。
- **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。**

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

《浙建转债：地方建筑国企龙头》

2023-12-27

《力绵求牧，来日方长——2024利率债年度策略》

2023-12-26

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	6
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 .....	11

## 图表目录

图 1:	2018-2023 Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2018-2023 Q1-3 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:	2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
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 我国烧碱行业产量统计 (万吨)	10
图 9:	2018-2022 年我国烧碱出口量 (万吨)	10
图 10:	2018-2022 我国 PVC 行业产量统计 (万吨)	11
图 11:	2018-2022 年我国 PVC 表观消费量 (万吨)	11
表 1:	镇洋转债发行认购时间表	4
表 2:	镇洋转债基本条款	5
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:	相对价值法预测镇洋转债上市价格 (单位: 元)	7

## 1. 转债基本信息

表1: 镇洋转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-12-27	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	2023-12-28	1、网上路演; 2、原股东优先配售股权登记日;
T	2023-12-29	1、发行首日; 2、刊登《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、网上申购日(无需缴付申购资金);
T+1	2024-01-02	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	2024-01-03	1、刊登《中签号码公告》; 2、网上中签缴款日
T+3	2024-01-04	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	2024-01-05	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: 镇洋转债基本条款

转债名称	镇洋转债	正股名称	镇洋发展
转债代码	113681.SH	正股代码	603213.SH
发行规模	6.60 亿元	正股行业	基础化工-化学原料-氯碱
存续期	2023 年 12 月 29 日至 2029 年 12 月 28 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	11.74 元	转股期	2024 年 07 月 05 日至 2029 年 12 月 28 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
年产 30 万吨乙烯基新材料项目	197,800.00	66,000.00
合计	197,800.00	66,000.00

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	84.43 元	转换平价 (以 2023/12/26 收盘价)	92.93 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	18.44%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	7.61%
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 84.43 元, YTM 为 3.12%。镇洋转债存续期为 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 6.11% (2023-12-26) 计算, 纯债价值为 84.43 元, 纯债对应的 YTM 为 3.12%, 债底保护一般。

当前转换平价为 92.93 元, 平价溢价率为 7.61%。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 07 月 05 日至 2029 年 12 月 28 日。

初始转股价 11.74 元/股，正股镇洋发展 12 月 26 日的收盘价为 10.91 元，对应的转换平价为 92.93 元，平价溢价率为 7.61%。

**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 11.45%。**按初始转股价 11.74 元计算，转债发行 6.60 亿元对总股本稀释率为 11.45%，对流通盘的稀释率为 26.52%，对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

我们预计镇洋转债上市首日价格在 112.68~125.39 元之间。按镇洋发展 2023 年 12 月 26 日收盘价测算，当前转换平价为 92.93 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的艾迪转债（平价 66.01 元，评级 AA-，存续规模 10.00 亿元）、巨星转债（平价 140.94 元，评级 AA-，存续规模 9.15 亿元）、嘉元转债（平价 37.50 元，评级 AA-，存续规模 9.78 亿元），截至 2023/12/26，转股溢价率分别为 64.64%、2.83%、182.13%。

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 6.11%，2023 年三季报显示镇洋发展前十大股东持股比例为 82.84%，2023 年 12 月 26 日中证转债成交额为 30,977,366,910 元，取对数得 24.16。因此，可以计算出镇洋转债上市首日转股溢价率为 23.51%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到镇洋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 112.68~125.39 元之间。

表5: 相对价值法预测镇洋转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		23.00%	25.00%	28.00%	31.00%	33.00%
-5%	10.36	108.59	110.35	113.00	115.65	117.42
-3%	10.58	110.87	112.68	115.38	118.09	119.89
2023/12/26 收盘价	10.91	114.30	116.16	118.95	121.74	123.60
3%	11.24	117.73	119.65	122.52	125.39	127.31
5%	11.46	120.02	121.97	124.90	127.83	129.78

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 **74.85%**。镇洋发展的前十大股东合计持股比例为 82.84% (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 74.85%。

我们预计中签率为 **0.0019%**。镇洋转债发行总额为 6.60 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 74.85%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.66 亿元。镇洋转债仅设置网上发行, 近期发行的华康股份 (评级 A+, 规模 4.41 亿元) 网上申购数约 862.38 万户, 浙江建投 (评级 A+, 规模 1.16 亿元) 857.98 万户, 家联科技 (评级 AA-, 规模 0.82 亿元) 866.7 万户。我们预计镇洋转债网上有效申购户数为 862.35 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0019%。

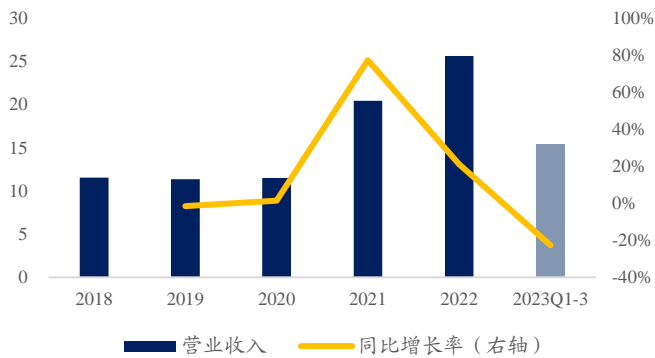
### 3. 正股基本面分析

浙江镇洋发展股份有限公司凭借多年的品牌积累和完善的产品质量控制体系, 使氯碱及下游行业中特别是华东地区相关企业均认可公司口碑及产品质量。目前公司已经聚集了丰富的客户资源, 广泛分布于石油、染料、纺织、化工、食品添加剂、水处理、橡塑改性等下游行业, 销售网络覆盖全国。数量众多且分散的客户群体, 有效降低了客户集中的经营风险, 为公司产品的销售与市场的进一步开拓奠定了坚实的基础。公司的主要产品多采用先进技术, 其中烧碱采用离子膜烧碱电解槽技术, 属于国家产业政策中鼓励类。公司凭借电槽管理、优质原盐、盐水精制等特殊技术优势, 产品电耗较低, 同时, 公司通过精细化管理, 利用峰谷电价差, 实施错峰生产, 进一步降低用电成本。氯化石蜡采用自主研发并拥有核心自主知识产权的光催化连续氯化工艺技术, 并已实现“高品质、多元化”。环氧氯丙烷装置采用甘油氯化工艺, 该技术已列入国家重点推广的石化绿色工艺名录, 属于环保友好型工艺。

#### 3.1. 财务数据分析

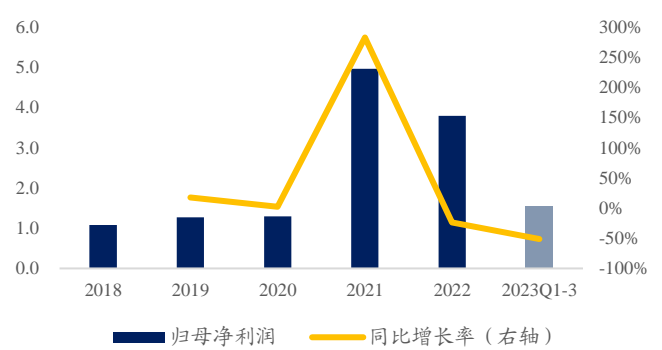
2018 年以来公司营收稳步增长, 2018-2022 年复合增速为 **22.09%**。自 2018 年以来, 公司营业收入总体呈现稳步增长态势, 同比增长率“V 型”波动, 2018-2022 年复合增速为 22.09%。与此同时, 归母净利润也不断浮动, 2018-2022 年复合增速为 36.83%。

图1: 2018-2023 Q1-3 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

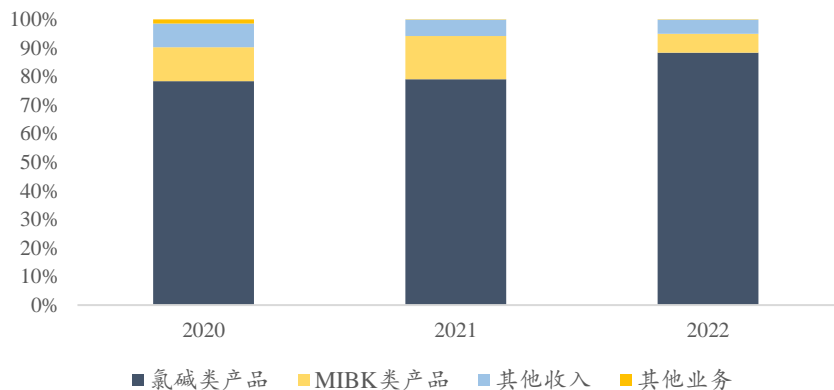
图2: 2018-2023 Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)



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氯碱类产品、MIBK类产品、其他收入以及其他业务。其中，氯碱类产品和 MIBK 类产品为公司主要产品和主要收入来源，2020-2022 年间两者合计收入占营业收入的比例分别为 90.32%、94.24%、95.02%。

图3: 2020-2022 年营业收入构成

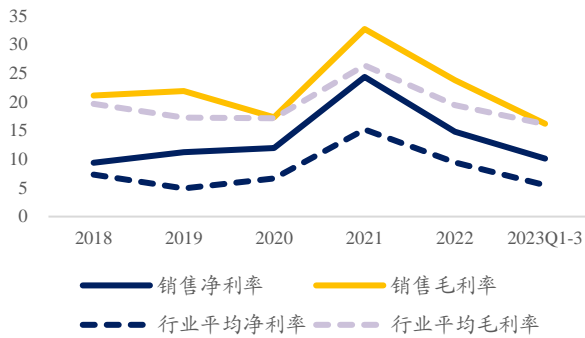


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率略有波动，但均高于行业平均值；销售费用率下降，与行业平均销售费用率变动保持一致；财务费用率和管理费用率维稳。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 9.38%、11.20%、11.93%、24.34%和 14.81%，销售毛利率分别为 21.08%、21.88%、17.28%、32.68%和 23.78%。2018 年度及 2019 年度，公司的销售费用率略低于同行业可比上市公司的平均水平，主要是由于同行业上市公司中，中泰化学的销售范围较广，包含全国大部分地区，产品运程较长，因此运费相对较高；滨化股份的运费中，

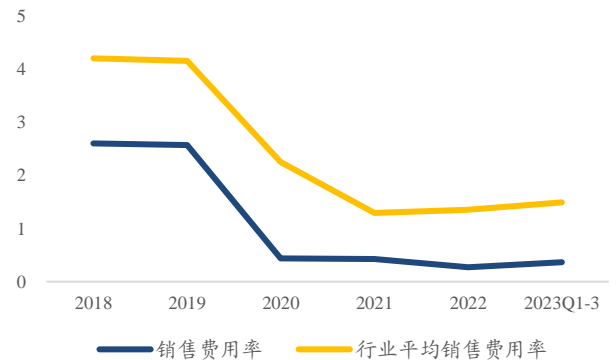
含有一部分出口费用,因此运费也相对偏高。2020 年度及以后,由于执行了新收入准则,销售费用不再包含运费,公司的销售费用率与以往年度相比下降较多。

图4: 2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



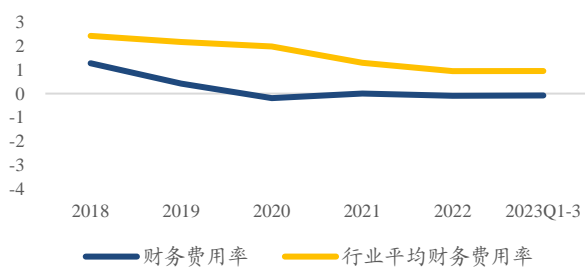
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2018-2023Q1-3 销售费用率水平 (%)



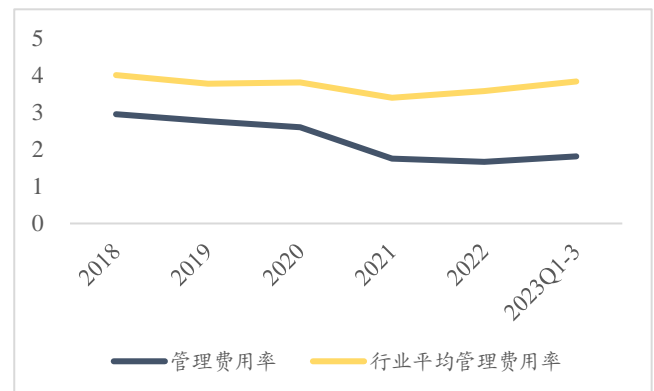
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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 5-7 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,可能会突出主营业务收入较大的公司的影响,弱化主营业务收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点

“十三五”期间,国家坚持节约资源和保护环境的基本国策,建立了能源消费总量和强度双控制度,把节能指标纳入生态文明、绿色发展等绩效评价体系,能源消费结构向清洁低碳方向转变。“十四五规划”及 2035 年远景发展目标更进一步提出了推进能源革命,建设清洁低碳、安全高效的能源体系;推动能源清洁低碳安全高效利用,深入推进

工业、建筑、交通等领域低碳转型。

氯碱化工行业作为基础原材料工业，产品有烧碱、液氯、合成盐酸、漂白消毒剂、氯化石蜡、氯化聚合物、农药、耗碱/氯精细化学品原料以及中间体等 10 多个大系列。烧碱、氯化石蜡、ECH 等属于氯碱化工行业的重要产品，广泛应用于农业、电力、石油化工、医药、冶炼、新能源材料、轻工、纺织、印染、国防军工、食品加工等领域，对国民经济的平衡与发展起到极为重要的作用。

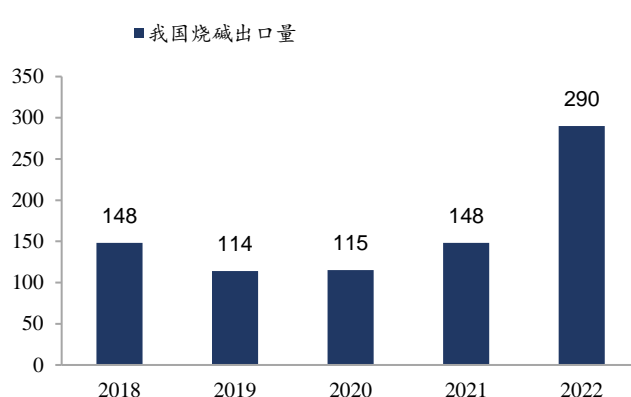
我国烧碱产业起步于二十世纪初。我国烧碱产量变化主要受经济形势、新增产能数量、市场景气程度、“氯碱平衡”制约等因素影响。2022 年，我国烧碱产量达 3,990 万吨。我国烧碱主要应用于氧化铝、造纸、纺织、化工、洗涤剂、医药、水处理和食品加工等方面，消费领域基本涵盖国民生活的“衣食住行”各个领域。近几年，随着国民经济的持续增长，烧碱下游行业需求持续提升。2022 年，烧碱出口量明显增加，出口量达 290 万吨。

图8：2018-2022 我国烧碱行业产量统计（万吨）



数据来源：中国氯碱网，东吴证券研究所

图9：2018-2022 年我国烧碱出口量（万吨）



数据来源：中国氯碱网，东吴证券研究所

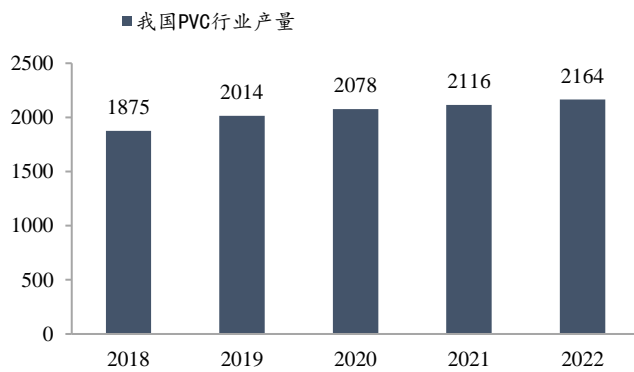
本次募投项目是对公司氯碱业务的进一步延伸，公司在氯碱化工行业经营多年，拥有丰富的生产管理经验，可满足本次募投项目的实际需要。本募集资金投资项目的技术路线是以乙烯为原料合成 VCM，进而将 VCM 聚合生产 PVC 的乙烯法 PVC 合成路线。由于涉及到合成 VCM 和聚合产生 PVC 两大工序，本募集资金投资项目的主要设备可分为 VCM 设备和 PVC 设备两大部分。其中，VCM 装置设计产能为 30 万吨/年，在正常工况下采用平衡氧氯化工艺；PVC 装置采用悬浮聚合工艺技术。

PVC 是五大通用树脂中产量最大的产品，广泛应用于建筑材料、工业制品、日用品、地板革/砖、人造革、管/板材、电线电缆、包装膜、瓶料、发泡材料、密封材料、纤维等方面。目前我国人均 PVC 消费量仅为发达国家的三分之一，消费潜力巨大。随着产业结构的升级，PVC 制品向高性能化、轻量化和绿色环保化的升级换代步伐进一

步加快，PVC 建筑材料和 新型包装材料成为当前塑料工业迅速增长的主要领域。随着国内经济平稳发展，特别是城镇化建设、节能节水环保产业发展等，预计在“十四五”期间，国内 PVC 需求增速将保持稳定增长，市场发展前景良好。

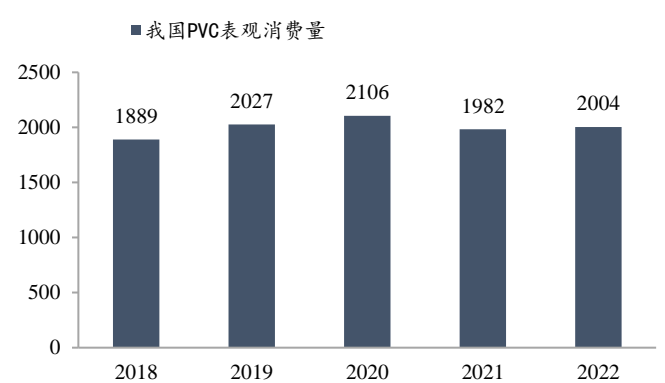
2018 年至 2022 年，得益于建材等主要下游应用行业的复苏及 PVC 地板等新应用的开发，良好的下游需求进一步推动了市场供求关系的改善，我国 PVC 行业产量逐年增加。由于具有耐腐蚀性、绝缘性、阻燃性、质轻、强度高且易于加工的优点，PVC 已被广泛应用于工业、农业、建筑、电子、汽车等领域。在 PVC 下游产业中，占比较大的领域主要包括管材、管件、型材、门窗、薄膜等产业。随着我国经济的快速发展，市场对 PVC 的需求增长迅速。截至 2022 年末，我国 PVC 表观消费量达到 2,004 万吨。

图10: 2018-2022 我国 PVC 行业产量统计 (万吨)



数据来源：中国氯碱网，东吴证券研究所

图11: 2018-2022 年我国 PVC 表观消费量 (万吨)



数据来源：中国氯碱网，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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>