

固收点评 20240207

龙星转债：黑炭产能扩张的先驱

关键词：#进口替代 #产能扩张

2024年02月07日

事件

- **龙星转债(127105.SZ)于2024年2月1日开始网上申购**：总发行规模为7.55亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于山西龙星碳基新材料循环经济产业项目。
- **当前债底估值为85.82元，YTM为3.12%**。龙星转债存续期为6年，联合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5.82%（2024-01-30）计算，纯债价值为85.82元，纯债对应的YTM为3.12%，债底保护一般。
- **当前转换平价为81.40元，平价溢价率为22.85%**。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08月07日至2030年01月31日。初始转股价6.13元/股，正股龙星化工1月30日的收盘价为4.99元，对应的转换平价为81.40元，平价溢价率为22.85%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为20.05%**。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6.13元计算，转债发行7.55亿元对总股本稀释率为20.05%，对流通盘的稀释率为20.22%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计龙星转债上市首日价格在96.33~107.32元之间，我们预计中签率为0.0033%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到龙星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25%左右，对应的上市价格在96.33~107.32元之间。我们预计网上中签率为0.0033%，建议积极申购。
- **公司营业收入主要来源于炭黑，产品结构年际变化稳定**。2020年以来，龙星化工主要业务均为炭黑业务，营业收入占比分别达到了92%（2020）、94%（2021）和92%（2022）。此外，公司还有白炭黑、电及蒸汽等业务，均为炭黑的相关联业务或附属业务。
- **2017年以来公司营收稳步增长，2017-2023年Q1-3复合增速为2.85%**。自2017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，2017-2023年Q1-3复合增速为2.85%。2022年，公司实现营业收入45.60亿元，同比增加32.62%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2023年Q1-3复合增速为12.97%。2022年实现归母净利润1.04亿元，同比减少39.59%。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，管理费用率维稳，财务费用率和管理费用率下降**。2017-2023年Q1-3，公司销售净利率分别为1.84%、4.30%、0.69%、3.37%、4.99%、2.27%和3.25%，销售毛利率分别为18.47%、16.57%、12.21%、14.23%、14.74%、8.71%和9.47%。
- **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

《临期转债的下修博弈——“转”机系列（三）》

2024-02-05

《楚天转债：制药装备市场龙头》

2024-02-05

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 | 6 |
| 3.1. 财务数据分析..... | 6 |
| 3.2. 公司亮点..... | 9 |
| 4. 风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 2017-2023Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元) | 7 |
| 图 2: 2017-2023Q1-3 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: 2017-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%) | 9 |
| 图 5: 2017-2023Q1-3 销售费用率水平 (%) | 9 |
| 图 6: 2017-2023Q1-3 财务费用率水平 (%) | 9 |
| 图 7: 2017-2023Q1-3 管理费用率水平 (%) | 9 |
| | |
| 表 1: 龙星转债发行认购时间表 | 4 |
| 表 2: 龙星转债基本条款 | 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: 相对价值法预测龙星转债上市价格 (单位: 元) | 6 |

1. 转债基本信息

表1: 龙星转债发行认购时间表

| 时间 | 日期 | 发行安排 |
|-----|------------|--|
| T-2 | 2024-01-30 | 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 | 2024-01-31 | 网上路演；原股东优先配售股权登记日； |
| T | 2024-02-01 | 发行首日；刊登《发行提示性公告》；原股东优先配售认购日（缴付足额资金）；网上申购日（无需缴付申购资金）； |
| T+1 | 2024-02-02 | 刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；进行网上申购摇号抽签 |
| T+2 | 2024-02-05 | 刊登《中签号码公告》；网上中签缴款日 |
| T+3 | 2024-02-06 | 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 | 2024-02-07 | 《刊登发行结果公告》；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: 龙星转债基本条款

| | | | |
|--------|--|-----------|------------------------------------|
| 转债名称 | 龙星转债 | 正股名称 | 龙星化工 |
| 转债代码 | 127105.SZ | 正股代码 | 002442.SZ |
| 发行规模 | 7.55 亿元 | 正股行业 | 基础化工-橡胶-炭黑 |
| 存续期 | 2024 年 02 月 01 日至 2030 年 01 月 31 日 | 主体评级/债项评级 | AA-/AA- |
| 转股价 | 6.13 元 | 转股期 | 2024 年 08 月 07 日至 2030 年 01 月 31 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 |
|-----------------------|------------|-----------|
| 山西龙星碳基新材料循环经济产业项目（一期） | 160,365.66 | 75,475.39 |
| 合计 | 160,365.66 | 75,475.39 |

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 | 85.82 元 | 转换平价（以 2024/1/31 收盘价） | 81.40 元 |
| 纯债溢价率（以面值 100 计算） | 16.52% | 平价溢价率（以面值 100 计算） | 22.85% |
| 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 85.82 元，YTM 为 3.12%。龙星转债存续期为 6 年，联合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 5.82%（2024-01-31）计算，纯债价值为 85.82 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护较好。

当前转换平价为 81.40 元，平价溢价率为 22.85%。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 08 月 07 日至 2030 年 01 月 31 日。初始转股价 6.13 元/股，正股龙星化工 1 月 31 日的收盘价为 4.99 元，对应的转换平价为 81.40 元，平价溢价率为 22.85%。

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 20.05%。按初始转股价 6.13 元计算，转债发行 7.55 亿元对总股本稀释率为 20.05%，对流通盘的稀释率为 20.22%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计龙星转债上市首日价格在 96.33~107.32 元之间。按龙星化工 2024 年 1 月 30 日收盘价测算，当前转换平价为 81.40 元。

(1) 参照平价、评级和规模可比标的起帆转债（转换平价 82.13 元，评级 AA-，发

行规模 10.00 亿元)、明新转债(转换平价 72.92 元, 评级 AA-, 发行规模 6.73 亿元)、天能转债(转换平价 69.63 元, 评级 AA-, 发行规模 7.00 亿元), 1 月 30 日转股溢价率分别为 36.01%、48.38%、56.35%。

(2) 参考近期上市的浙建转债(上市日转换平价 88.65 元)、华康转债(上市日转换平价 96.38 元)、东南转债(上市日转换平价 89.53 元), 上市当日转股溢价率分别为 23.24%、21.80%、17.28%。

(3) 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 25.63%, 中债企业债到期收益为 5.82%, 2023 年三季报显示龙星化工前十大股东持股比例为 44.77%, 2024 年 1 月 30 日中证转债成交额为 28,506,103,970 元, 取对数得 24.07。因此, 可以计算出龙星转债上市首日转股溢价率为 18.79%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到龙星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 25%左右, 对应的上市价格在 96.33~107.32 元之间。

表5: 相对价值法预测龙星转债上市价格(单位: 元)

| 转股溢价率/正股价 | | 20.00% | 22.00% | 25.00% | 28.00% | 30.00% |
|----------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| -5% | 4.74 | 92.80 | 94.35 | 96.67 | 98.99 | 100.53 |
| -3% | 4.84 | 94.75 | 96.33 | 98.70 | 101.07 | 102.65 |
| 2024/01/31 收盘价 | 4.99 | 97.68 | 99.31 | 101.75 | 104.20 | 105.82 |
| 3% | 5.14 | 100.61 | 102.29 | 104.81 | 107.32 | 109.00 |
| 5% | 5.24 | 102.57 | 104.28 | 106.84 | 109.41 | 111.12 |

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 **63.43%**。龙星化工的前十大股东合计持股比例为 44.77% (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 63.43%。

我们预计中签率为 **0.0033%**。龙星转债发行总额为 7.55 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 63.43%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.76 亿元。龙星转债仅设置网上发行, 近期发行的卡倍转 02 (评级 A+, 规模 5.29 亿元) 网上申购数约 844.55 万户, 姚记转债 (评级 A+, 规模 5.83 亿元) 836.01 万户, 锋工转债 (评级 A+, 规模 6.2 亿元) 803.81 万户。我们预计龙星转债网上有效申购户数为 828.12 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0033%。

3. 正股基本面分析

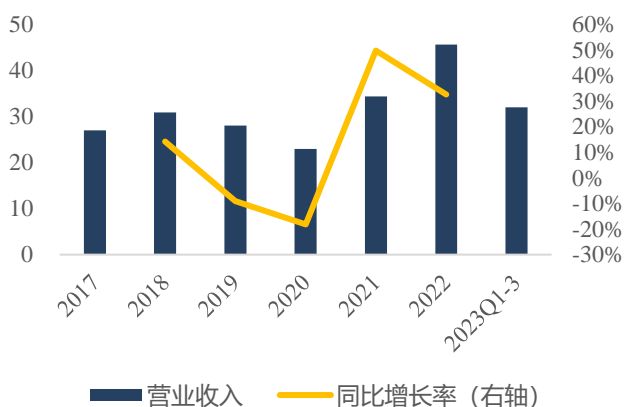
3.1. 财务数据分析

公司是专业从事高品质橡胶用炭黑生产的上市公司。多年来, 公司以其技术研发、

节能环保、清洁生产著称于世，是以优质、绿色、安全为主旨的炭黑生产企业。“龙星”牌炭黑，分别在河北本埠工厂和河南焦作工厂生产。截至2023年12月，拥有多条炭黑生产线，均采用最先进的技术，使用高温反应器、湿法造粒等先进工艺；采用850℃高温空气预热器、在线余热锅炉等节能降耗的先进技术和设备。公司引进高级人才，引入技术，建立研发中心，致力于对产品性能的研究、新产品的开发、新工艺技术应用研究，并努力实现科技成果转换。先后被认定为“邢台市炭黑工程技术研究中心”和“河北省企业技术中心”并先后通过ISO9001质量管理体系认证、ISO/TS16949质量管理体系认证、ISO14001环境管理体系和OHSAS18001职业健康安全管理体系认证。

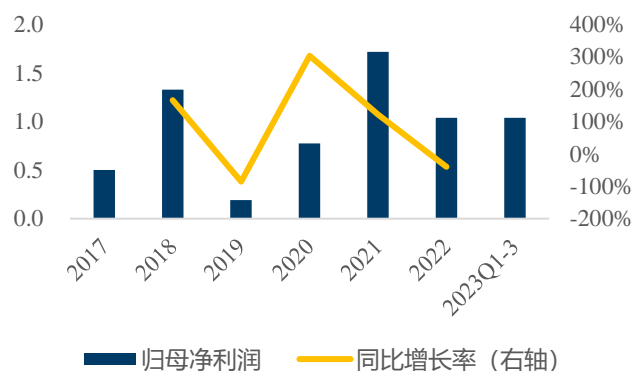
2017年以来公司营收稳步增长，2017-2023年Q1-3复合增速为2.85%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动，2017-2023年Q1-3复合增速为2.85%。2022年，公司实现营业收入45.60亿元，同比增加32.62%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2023年Q1-3复合增速为12.97%。2022年实现归母净利润1.04亿元，同比减少39.59%。

图1：2017-2023Q1-3 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

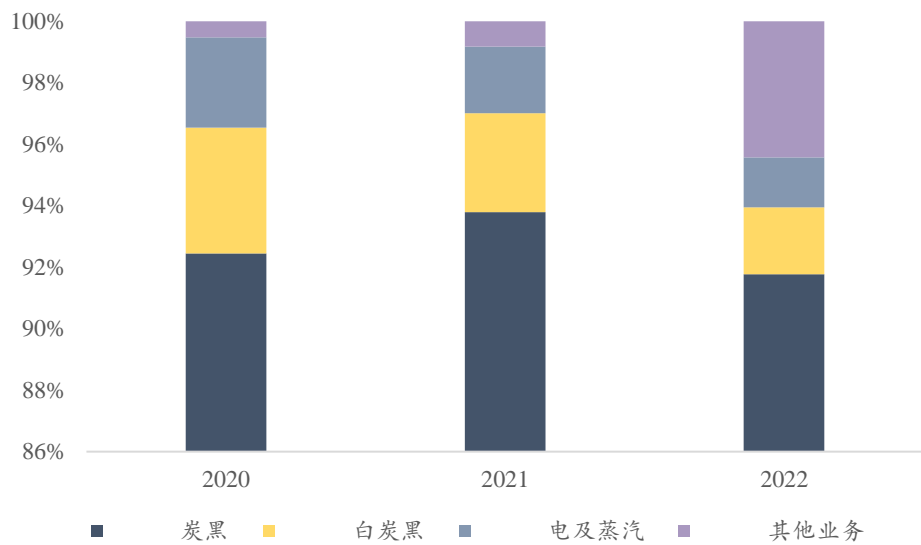
图2：2017-2023Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



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炭黑，产品结构年际变化稳定。2020年以来，龙星化工主要业务均为炭黑业务，营业收入占比分别达到了92%(2020)、94%(2021)和92%(2022)。此外，公司还有白炭黑、电及蒸汽等业务，均为炭黑的相关联业务或附属业务。公司从2007年成立伊始开始就主营炭黑业务，其生产、销售模式均较为成熟。

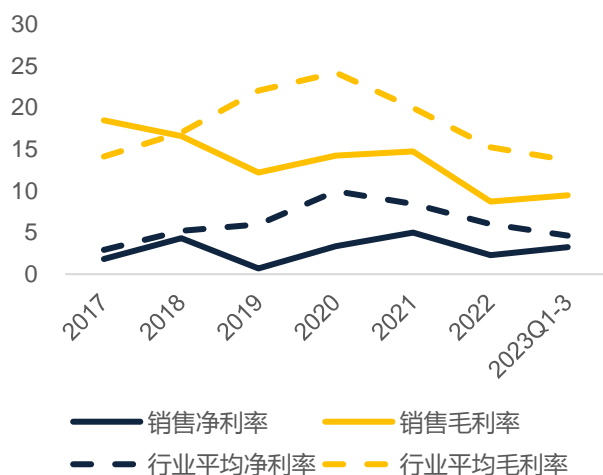
图3：2020-2022 年营业收入构成



数据来源：公司年报、Wind，东吴证券研究所

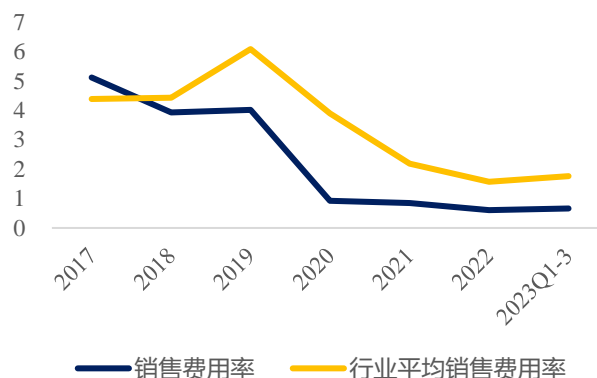
公司销售净利率和毛利率维稳，管理费用率维稳，财务费用率和管理费用率下降。2017-2023 年 Q1-3，公司销售净利率分别为 1.84%、4.30%、0.69%、3.37%、4.99%、2.27% 和 3.25%，销售毛利率分别为 18.47%、16.57%、12.21%、14.23%、14.74%、8.71% 和 9.47%。公司的毛利主要来源于主营业务毛利，公司主营业务突出，其中主营业务毛利主要来源于炭黑产品。2021 年度，公司炭黑毛利率较 2020 年度增加 1.47 个百分点，相比于 2020 年度变化不大，销售单价增长幅度略高于单位成本增长幅度。主要原因系受阶段性特殊因素影响，2021 年海外轮胎企业开工率较低，部分海外区域轮胎供应链出现断供，我国轮胎企业开工率相对领先，境内大型轮胎企业外销订单饱满。2022 年度，公司炭黑毛利率较 2021 年下降 5.73 个百分点，2022 年公司上游主要原材料煤焦油、蒽油价格和主要燃料天然气的价格持续上涨，炭黑成本压力增加，原材料价格变动传导至下游产品价格存在一定滞后性，导致炭黑毛利率下降。与此同时，受全球经济下行因素影响，2022 年汽车行业整体产销量增速放缓，其中商用车产销量下降明显，对轮胎市场价格、炭黑市场价格造成一定影响。2023 年 1-9 月公司炭黑毛利率相比于 2022 年度上涨 0.11 个百分点，变动较小。

图4：2017-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



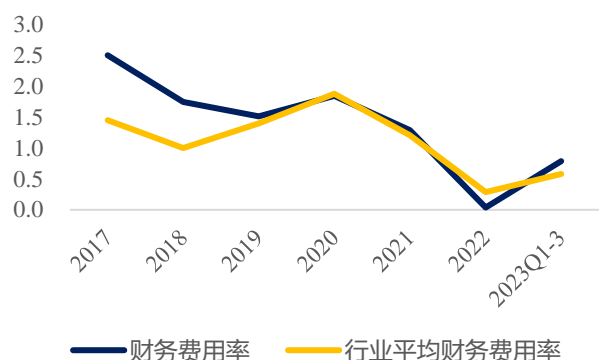
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2023Q1-3 销售费用率水平（%）



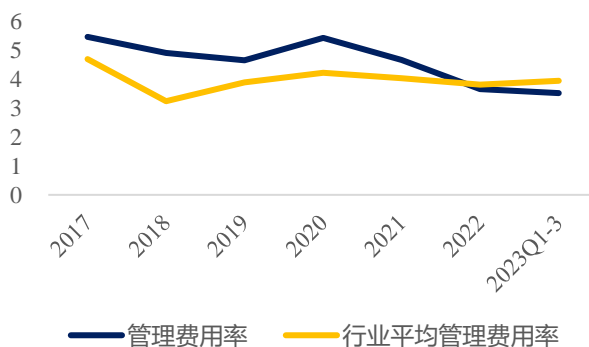
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2017-2023Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2023Q1-3 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

龙星化工股份有限公司创建于 1994 年 1 月，总部位于河北省沙河市东环路龙星街 1 号，是一家专业从事橡胶用炭黑生产的上市公司，可生产 N 系列二十余种型号炭黑产品以及高分散白炭黑产品。20 多年来，坚持技术研发、节能环保、清洁生产，是以优质、绿色、安全为主旨的炭黑生产企业。公司拥有六家全资子公司，员工 1300 余人，截至

2023年12月，具备年产炭黑46万吨、白炭黑3.5万吨、发电66MW、炭黑油16万吨以及聚偏氟乙烯产品2000吨，另外配套塑编产品和仓储服务等。

公司率先通过REACH法规注册，恪守“诚信经营、客户满意”的理念，以卓越的品质、优良的服务，赢得客户的认可。产品销往全国以及北美、欧洲、东南亚等国家和地区，主要用户包括米其林、固特异、韩泰、佳通、普利司通、大陆、住友等国际轮胎制造商和风神、中策、双钱、华南以及山东大王地区的优秀轮胎公司。

公司先后通过了ISO9001质量管理体系、IATF16949质量管理体系、ISO14001环境管理体系和ISO45001职业健康安全管理体系认证。公司坚持推进清洁生产和节能减排，努力建设美丽龙星，被授予河北省首批“环境友好企业”，“龙星”炭黑是中国橡胶协会指定的“协会推荐品牌”，获得中国橡胶协会的质量授信，荣获重点高新技术企业，企业配套“国家认可实验室”。

公司积极实施和保持卓越绩效管理模式的，秉承“信誉至上、管理为先、永不满足、卓越发展”的企业精神，建立了以ERP系统、OA办公系统、DCS自动化生产控制系统、SQC生产设备电子点巡检系统、网络电子报表系统等为核心的信息能源管理知识共享平台；卓越绩效管理模式的导入和应用，提升了科学管理水平和企业核心竞争力；实施品牌建设，推进技术创新、管理创新；优化质量、环保、安全三位一体的管理体系。

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),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>