

信义山证汇通天下

证券研究报告

衍生品研究

2024年4月12日

个券近一年走势



资料来源：最闻

相关报告

- 钴镍锂价见底，逆向投资重要标的-华友
转债投资价值分析 2024.3.12
- 车用线缆龙头，持续受益于汽车电动化
智能化-卡倍转 02 投资价值分析
2024.2.5
- 文体旅装备龙头，转债或已低估-大丰
转债投资价值分析 2024.1.17

山证衍生品团队

分析师：

崔晓雁

执业登记编码：S0760522070001

邮箱：cuixiaoyan@sxszq.com

瑞科转债投资价值分析

掌握完整核心技术，市场过度反应信用风险

衍生品研究/转债分析报告

投资要点：

瑞科转债（118018.SH）：

A+级，最新收盘价 97.4 元，YTM 3.81%。债券余额 4.30 亿元，占发行总额 100%，剩余期限 4.36 年，转股溢价率 118.5%，纯债溢价率 14%。

正股：瑞华泰（688323.SH）：

基础化工行业，我国高性能 PI 薄膜生产先行者，掌握 PI 膜制备配方、工艺及装备完整核心技术。总市值 24.57 亿元，第一大股东——航科新世纪，持股 23.38%。2023 年受电子消费需求收窄影响，归母净利润-1,960 万元，同比降 150%。当前 PB LF 2.80x，低于过去 3 年合理区间下限。

转债主要看点：

- 掌握完整核心技术的国产替代领跑者：PI 膜（聚酰亚胺）是“金字塔尖”的高分子材料，具有绝缘、阻燃、耐高温、耐老化、耐辐照等优异性能，广泛应用于 5G 通信、柔性显示、航空航天、国防军工等领域。瑞华泰掌握 PI 膜制备完整核心技术，多款产品填补国内空白，是国产替代领跑者。
- 市场过度反应信用风险：公司总市值小；2023 年度亏损且企业属性显示为公众公司，多重因素叠加下正股及转债均持续下跌。转债最新收盘价已跌破面值。然而，公司经营性现金连续 7 年保持净流入，自身造血能力良好；2023 年末资产负债率 59.17%；现金到期债务比 96.46%；现金流利息保障倍数 3.25x，显示偿债能力良好。嘉兴基地已基本建设完成，4 条主生产线设备安装调试完成，1600 吨电子 PI 膜、CPI 薄膜产能即将释放。
- 转债价值低估：目前，瑞科转债 YTM 已高于同期限 AA 级企业债收益率，绝对收益可观。公司体量虽小，但掌握核心技术，具备科技硬实力且是航天科技集团重要优质资产，A+评级显著低估。当前转债价格，在低估纯债价值同时，也未反应转股、回售、下修等内嵌期权价值。

投资建议与转债合理估值推导

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，我们认为瑞科转债合理估值在 105-115 元。目前时点，我们认为正是配置瑞科转债的较好时机。

风险提示：转股溢价率较高，嘉兴项目产能释放不及预期，市场竞争加剧等



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



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

