

固收点评 20240712

振华转债：铬盐行业龙头企业

2024年07月12日

事件

- 振华转债（113687.SH）于2024年7月12日开始网上申购：总发行规模为4.06亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于含铬废渣循环资源综合利用项目。
- 当前债底估值为98.8元，YTM为2.35%。振华转债存续期为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%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率2.56%（2024-07-10）计算，纯债价值为98.80元，纯债对应的YTM为2.35%，债底保护较好。
- 当前转换平价为99.83元，平价溢价率为0.17%。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2025年01月18日至2030年07月11日。初始转股价11.64元/股，正股振华股份7月10日的收盘价为11.62元，对应的转换平价为99.83元，平价溢价率为0.17%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为6.42%。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11.64元计算，转债发行4.06亿元对总股本稀释率为6.42%，对流通盘的稀释率为6.45%，对股本摊薄压力较小。

观点

- 我们预计振华转债上市首日价格在118.14~131.61元之间，我们预计中签率为0.0022%。综合可比标的以及实证结果，考虑到振华转债的债底保护性较好，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118.14~131.61元之间。我们预计网上中签率为0.0022%，建议积极申购。
- 振华股份是国家重点铬盐生产骨干企业，公司主要从事铬盐系列产品的研发、生产与销售。主要有重铬酸钠、铬酸酐、晶体铬酸酐、液体铬酸酐、铬绿、重铬酸钾、碱式硫酸铬、维生素K3、元明粉、氢氧化铝等产品。
- 2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为27.60%。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“八型”波动，2017-2021年复合增速为27.60%。2021年，公司实现营业收入36.99亿元，同比增加4.67%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021年复合增速为28.27%。2021年实现归母净利润3.71亿元，同比减少11.07%。
- 振华股份营业收入主要来源于无机盐类业务，产品结构趋稳。报告期各期，公司营业成本分别为224,623.33万元、257,726.76万元和278,973.43万元，随着营业收入的增长，各期营业成本金额也相应上升，与营业收入趋势一致。
- 公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率上升，财务费用率和管理费用率趋稳。2017-2021年，公司销售净利率分别为9.91%、11.84%、10.42%、11.99%和10.07%，销售毛利率分别为28.75%、30.21%、24.96%、27.07%和24.58%。
- 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

《严牌转债：环保过滤材料领军企业》

2024-07-09

《欧通转债：电源适配器领域领跑者》

2024-07-08

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
4. 风险提示	9

图表目录

图 1:	2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2021-2023 年营业收入构成	8
图 4:	2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2019-2024Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2019-2024Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2019-2024Q1 管理费用率水平 (%)	9
表 1:	振华转债发行认购时间表	4
表 2:	振华转债基本条款	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:	相对价值法预测振华转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 振华转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/07/10	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	2024/7/11	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日 1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》
T	2024/7/12	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	2024/7/15	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	2024/7/16	1、刊登《中签号码公告》; 2、网上中签缴款日
T+3	2024/7/17	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	2024/7/18	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: 振华转债基本条款

转债名称	振华转债	正股名称	振华股份
转债代码	113687.SH	正股代码	603067.SH
发行规模	4.06 亿元	正股行业	基础化工-化学原料-无机盐
存续期	2024 年 07 月 12 日至 2030 年 07 月 11 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	11.64 元	转股期	2025 年 01 月 18 日至 2030 年 07 月 11 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,1.50%,1.80%,2.00%.		

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 112% (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
含铬废渣循环资源化综合利用项目	28,000.00	11,790.00
超细氢氧化铝新型环保阻燃材料项目	18,000.00	16,645.00
补充流动资金及偿还银行贷款项目	12,186.00	12,186.00
合计	58,186.00	40,621.00

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	114.70 元	转换平价 (以 2024/07/12 收盘价)	99.83 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	-12.82%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	0.17%
纯债到期收益率 YTM	2.35%		

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

当前债底估值为 98.8 元，YTM 为 2.35%。 振华转债存续期为 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%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息)，以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.56% (2024-07-10) 计算，纯债价值为 98.80 元，纯债对应的 YTM 为 2.35%，债底保护较好。

当前转债平价为 99.83 元，平价溢价率为 0.17%。 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 2025 年 01 月 18 日至 2030 年 07 月 11 日。初始转股价 11.64 元/股，正股振华股份 7 月 10 日的收盘价为 11.62 元，对应的转换平价为 99.83 元，平价溢价率为 0.17%。

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 6.42%。按初始转股价 11.64 元计算，转债发行 4.06 亿元对总股本稀释率为 6.42%，对流通盘的稀释率为 6.45%，对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计振华转债上市首日价格在 118.14~131.61 元之间。按振华股份 2024 年 7 月 10 日收盘价测算，当前转换平价为 99.83 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的设研转债（转换平价 84.02 元，评级 AA，发行规模 3.76 亿元）、东风转债（转换平价 81.93 元，评级 AA，发行规模 2.95 亿元）、海环转债（转换平价 86.52 元，评级 AA，发行规模 4.60 亿元），7 月 10 日转股溢价率分别为 37.58%、37.90%、27.30%。

2) 参考近期上市的升 24 转债（上市日转换平价 80.45 元）、宏柏转债（上市日转换平价 94.81 元）、湘泵转债（上市日转换平价 106.24 元），上市当日转股溢价率分别为 30.53%、25.25%、15.43%。

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 2.56%，2024 年一季报显示振华股份前十大股东持股比例为 46.05%，2024 年 7 月 8 日中证转债成交额为 46,449,880,833 元，取对数得 24.56。因此，可以计算出振华转债上市首日转股溢价率为 24.43%。综合可比标的以及实证结果，考虑到振华转债的债底保护性较好，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 118.14~131.61 元之间。

表5: 相对价值法预测振华转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	11.04	113.80	115.70	118.55	121.39	123.29
-3%	11.27	116.20	118.14	121.04	123.95	125.88
2024/07/10 收盘价	11.62	119.79	121.79	124.79	127.78	129.78
3%	11.97	123.39	125.44	128.53	131.61	133.67
5%	12.20	125.78	127.88	131.02	134.17	136.27

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 63.81%。振华股份的前十大股东合计持股比例为 46.05%（2024/03/31），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 63.81%。

我们预计中签率为 0.0022%。振华转债发行总额为 4.06 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 63.81%，剩余网上投资者可申购金额为 1.47 亿元。振华转债仅设置网上发

行，近期发行的严牌转债（评级 A+，规模 4.68 亿元）网上申购数约 703.94 万户，赛龙转债（评级 A+，规模 2.50 亿元）678.57 万户，欧通转债（评级 AA-，规模 6.445265 亿元）663.44 万户。我们预计振华转债网上有效申购户数为 681.98 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0022%。

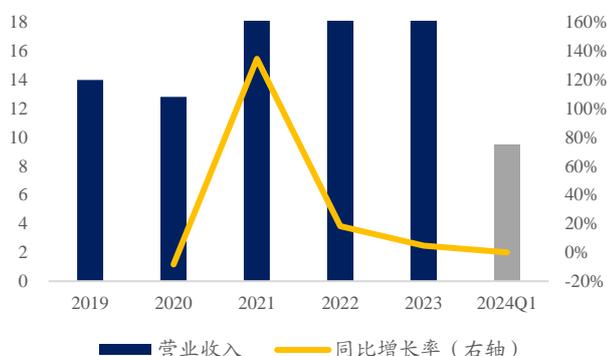
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

公司是国家重点铬盐生产骨干企业，公司主要从事铬盐系列产品的研发、生产与销售。主要有重铬酸钠、铬酸酐、晶体铬酸酐、液体铬酸酐、铬绿、重铬酸钾、碱式硫酸铬、维生素 K3、元明粉、氢氧化铝等产品。公司是最早一家拥有无钙焙烧自主知识产权的生产企业，是少数已掌握无钙焙烧工艺的企业之一，具备生产系统数字化集成控制技术能力，并建成了“数字化无钙焙烧清洁生产技术制红矾钠技术改造示范工程”。公司秉承“诚信、奉献、创新、争先”的企业宗旨，以国家战略产业发展和技术创新需求为导向，积极构建高端化、优质化、高新化产业结构，加快科技创新、产品升级，致力于发展清洁环保节能的铬盐生产，着力构建资源节约型、环境友好型、经济效益型、本质安全型的绿色化工企业。

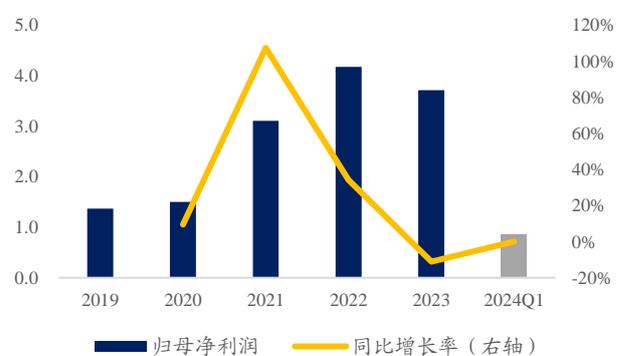
2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 27.60%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“八型”波动，2017-2021 年复合增速为 27.60%。2021 年，公司实现营业收入 36.99 亿元，同比增加 4.67%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 28.27%。2021 年实现归母净利润 3.71 亿元，同比减少 11.07%。截至最新报告期（2024/07/12），2024 年 Q1，振华股份的营业收入和归母净利润规模分别达到 9.48 亿元、0.86 亿元。

图1：2019-2024Q1 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

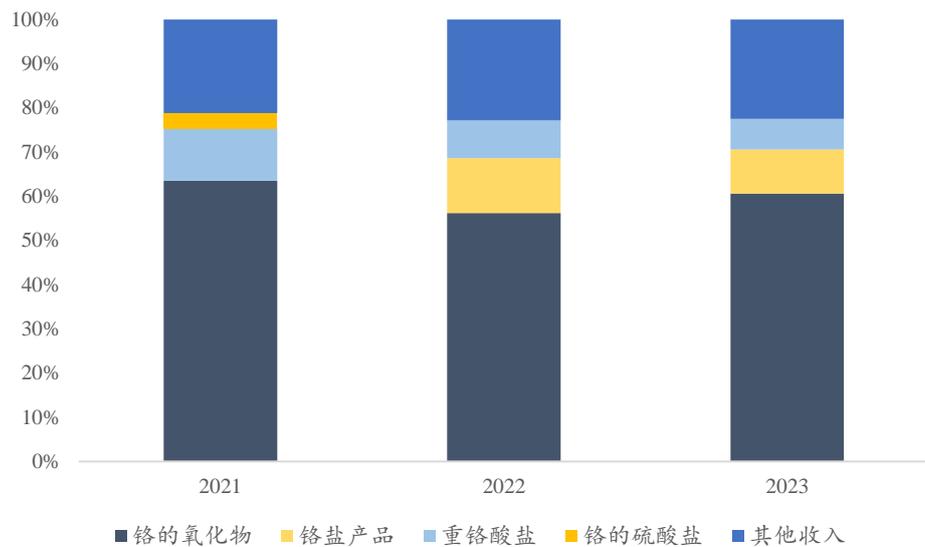
图2：2019-2024Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

振华股份营业收入主要来源于无机盐类业务，产品结构趋稳。报告期各期，公司营业成本分别为 224,623.33 万元、257,726.76 万元和 278,973.43 万元，随着营业收入的增长，各期营业成本金额也相应上升，与营业收入趋势一致，报告期各期营业成本主要来自于无机盐产品成本，占营业成本比例分别为 95.93%、92.74%和 95.85%。

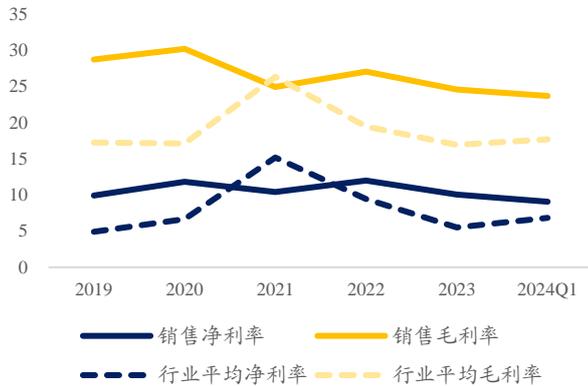
图3：2021-2023 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

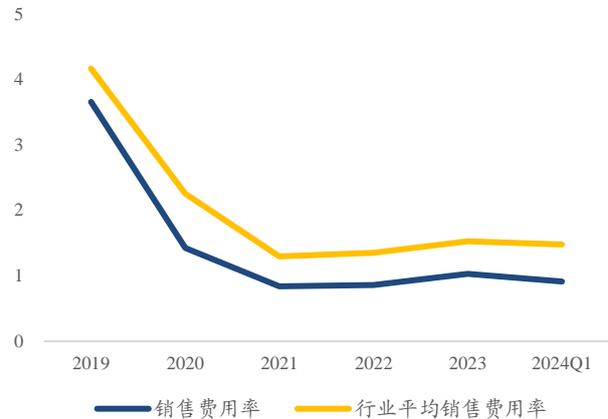
振华股份销售净利率和毛利率维稳，销售费用率上升，财务费用率和管理费用率趋稳。报告期内，公司主营业务毛利来源结构较为稳定，主要来自于铬的氧化物，报告期各期占比分别为 71.93%、60.52%和 68.15%。报告期内，公司综合毛利率分别为 24.96%、27.07%和 24.58%，主营业务毛利率分别为 25.11%、27.14%和 24.35%。报告期内公司主营业务毛利率有所波动主要系产品结构变化以及原材料、产品价格波动所致。报告期内随着公司业务规模的增长，公司销售费用逐步增加。2023 年，公司强化落实“铬化学品全产业链一体化经营”战略，硫酸钾、氢氧化铝、金属铬、铁铬液流电池电解液等一系列新产品处于市场推广阶段，同时既有铬盐产品亦持续加强市场推广力度，因此差旅费、广告费、业务招待费等有所增加。报告期内，公司财务费用分别为 3,725.81 万元、2,481.99 万元和 3,288.04 万元，占当年营业收入比例分别为 1.24%、0.70%和 0.89%，主要为利息费用。报告期内，公司管理费用分别为 23,072.51 万元、26,858.05 万元和 26,679.38 万元，占当期营业收入比例分别为 7.71%、7.60%和 7.21%，主要由职工薪酬、铬渣治理费、环保费等构成。

图4: 2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)



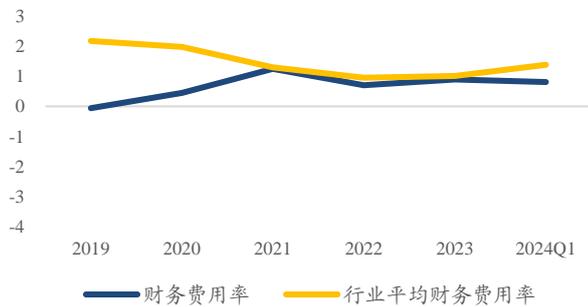
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2019-2024Q1 销售费用率水平 (%)



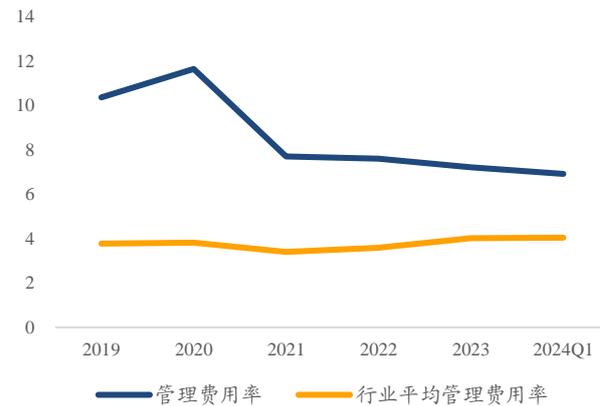
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2019-2024Q1 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2019-2024Q1 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。

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>