

固收点评 20240720

合顺转债：国内聚酰胺新材料领先企业

2024 年 07 月 20 日

事件

- **合顺转债（111020.SH）于 2024 年 7 月 22 日开始网上申购：**总发行规模为 3.38 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 12.4 万吨尼龙新材料项目和年产 8 万吨尼龙新材料（尼龙 66）项目。
- **当前债底估值为 91.87 元，YTM 为 3.12%。**合顺转债存续期为 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 4.61%（2024-07-19）计算，纯债价值为 91.87 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护较好。
- **当前转换平价为 98.42 元，平价溢价率为 1.61%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即 2025 年 01 月 26 日至 2030 年 07 月 21 日。初始转股价 10.73 元/股，正股聚合顺 7 月 19 日的收盘价为 10.56 元，对应的转换平价为 98.42 元，平价溢价率为 1.61%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 9.08%。**下修条款为“15/30，80%”，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 10.73 元计算，转债发行 3.38 亿元对总股本稀释率为 9.08%，对流通盘的稀释率为 9.08%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计合顺转债上市首日价格在 116.47~129.75 元之间，我们预计中签率为 0.0017%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到合顺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 116.47~129.75 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%，建议积极申购。
- **聚合顺是集聚酰胺 6 切片的研发、生产和销售于一体的国家高新技术企业。**其产品是石油煤炭的衍生品，通常为白色颗粒状，产品覆盖下游尼龙纤维、工程塑料和薄膜等，被广泛应用于电子电器、电子机械、食品包装、民用纤维、航天航空、核电、军警等制造领域，在国内聚酰胺新材料市场享有较高的品牌美誉度。
- **2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 25.49%。**自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“V 型”波动，2019-2023 年复合增速为 25.49%。2023 年，公司实现营业收入 60.18 亿元，同比减少 0.31%。与此同时，归母净利润基本呈增长趋势，2019-2023 年复合增速为 18.37%。
- **聚合顺营业收入主要来源于尼龙切片，主要包括纤维级切片、工程塑料级切片、薄膜级切片，产品结构稳定。**2021 年至 2022 年纤维级切片销售收入占比呈现下降趋势，主要系工程塑料切片销售收入增长幅度高于纤维级切片。2023 年，公司纤维级切片销售收入及占比均有提升，主要系近期以户外服饰为代表的中高端民用纤维应用领域需求旺盛。
- **聚合顺销售净利率和毛利率有所起伏，销售费用率呈下降趋势，财务费用率趋于下降，管理费用率波动较小。**2019-2023 年，公司销售净利率分别为 4.13%、4.51%、4.42%、3.98%和 3.61%，销售毛利率分别为 9.42%、8.80%、7.65%、6.26%和 6.70%。
- **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

《二级资本债周度数据跟踪
（20240715-20240719）》

2024-07-20

《大浪淘沙始到金——金融次级债策略展望（券商次级债篇）》

2024-07-16

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.....	10
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2: 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
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: 合顺转债发行认购时间表	4
表 2: 合顺转债基本条款	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: 相对价值法预测合顺转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1：合顺转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/7/18	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	2024/7/19	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024/7/22	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	2024/7/23	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	2024/7/24	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2024/7/25	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	2024/7/26	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：合顺转债基本条款

转债名称	合顺转债	正股名称	聚合顺
转债代码	111020.SH	正股代码	605166.SH
发行规模	3.38 亿元	正股行业	基础化工-化学纤维-锦纶
存续期	2024 年 07 月 22 日至 2030 年 07 月 21 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	10.73 元	转股期	2025 年 01 月 26 日至 2030 年 07 月 21 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，15/30，80%		
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 12.4 万吨尼龙新材料项目	58,288.72	15,800.00
年产 8 万吨尼龙新材料（尼龙 66）项目	42,447.71	18,000.00
合计	100,736.43	33,800.00

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	91.87 元	转换平价（以 2024/07/19 收盘价）	98.42 元
纯债溢价率（以面值 100 计算）	8.84%	平价溢价率（以面值 100 计算）	1.61%
纯债到期收益率 YTM	3.12%		

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

当前债底估值为 91.87 元，YTM 为 3.12%。合顺转债存续期为 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 4.61%（2024-07-

19) 计算,纯债价值为 91.87 元, 纯债对应的 YTM 为 3.12%, 债底保护较好。

当前转换平价为 98.42 元, 平价溢价率为 1.61%。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 2025 年 01 月 26 日至 2030 年 07 月 21 日。初始转股价 10.73 元/股, 正股聚合顺 7 月 19 日的收盘价为 10.56 元, 对应的转换平价为 98.42 元, 平价溢价率为 1.61%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 80%”, 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 9.08%。**按初始转股价 10.73 元计算, 转债发行 3.38 亿元对总股本稀释率为 9.08%, 对流通盘的稀释率为 9.08%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计合顺转债上市首日价格在 116.47~129.75 元之间。按聚合顺 2024 年 7 月 19 日收盘价测算, 当前转换平价为 98.42 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的丰山转债(转换平价 56.08 元, 评级 AA-, 发行规模 5.00 亿元)、朗科转债(转换平价 61.36 元, 评级 AA-, 发行规模 3.80 亿元)、金轮转债(转换平价 82.09 元, 评级 AA-, 发行规模 2.14 亿元), 7 月 19 日转股溢价率分别为 69.42%、69.82%、39.79%。

2) 参考近期上市的利扬转债(上市日转换平价 97.83 元)、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), 上市当日转股溢价率分别为 18.80%、30.53%、25.25%。

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 4.61%, 2024 年一季报显示聚合顺前十大股东持股比例为 46.38%, 2024 年 7 月 19 日中证转债成交额为 65,349,050,309 元, 取对数得 24.90。因此, 可以计算出合顺转债上市首日转股溢价率为 23.81%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到合顺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 116.47~129.75 元之间。

表5: 相对价值法预测合顺转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	10.03	112.19	114.06	116.87	119.67	121.54
-3%	10.24	114.56	116.47	119.33	122.19	124.10
2024/07/19 收盘价	10.56	118.10	120.07	123.02	125.97	127.94
3%	10.88	121.64	123.67	126.71	129.75	131.78
5%	11.09	124.00	126.07	129.17	132.27	134.34

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 63.91%。聚合顺的前十大股东合计持股比例为 46.38% (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 63.91%。

我们预计中签率为 0.0017%。合顺转债发行总额为 3.38 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 63.91%，剩余网上投资者可申购金额为 1.22 亿元。合顺转债仅设置网上发行，近期发行的振华转债（评级 AA，规模 4.06 亿元）网上申购数约 714.29 万户，严牌转债（评级 A+，规模 4.68 亿元）703.94 万户，赛龙转债（评级 A+，规模 2.5 亿元）678.57 万户。我们预计合顺转债网上有效申购户数为 698.93 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0017%。

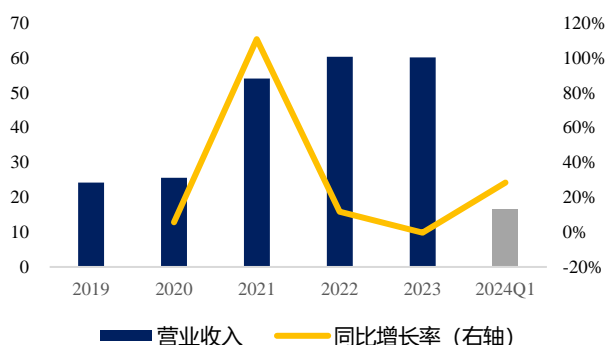
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

杭州聚合顺新材料股份有限公司是集聚酰胺 6 切片(又称“尼龙 6 切片”)的研发、生产和销售于一体的国家高新技术企业，主要从事尼龙新材料的研发、生产和销售。公司的主要产品主要是纤维级切片、工程塑料级切片、薄膜级切片，被广泛应用于电子电器、电子机械、食品包装、民用纤维、航天航空、核电、军警等制造领域，在国内聚酰胺新材料市场享有较高的品牌美誉度。公司荣获国家级专精特新“小巨人”企业称号，荣获杭州市总部企业认定、杭州市一星鲲鹏企业认定，入选“杭州市综合百强企业”和“杭州市制造业百强企业”榜单。

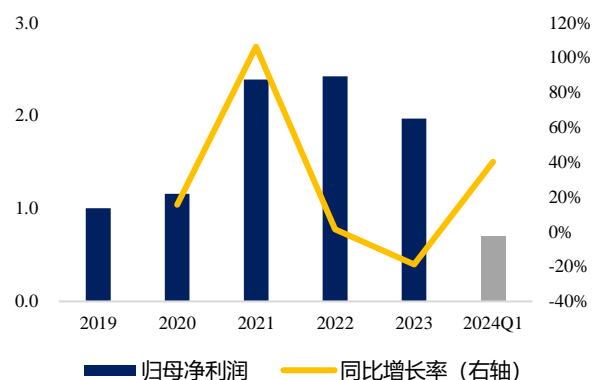
2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 25.49%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“V 型”波动，2019-2023 年复合增速达到 25.49%。2023 年，公司销量较上年同期增加 2.72 万吨，但平均销售价格较上年同期有所下降，导致 2023 年度营业收入同比基本持平。与此同时，归母净利润基本呈增长趋势，2019-2023 年复合增速为 18.37%。其中，2023 年实现归母净利润 1.97 亿元，同比减少 18.78%。截至最新报告期（2024/03/31），2024 年 Q1，聚合顺的营业收入和归母净利润规模分别达到 12.75 亿元、0.7 亿元，均高于 2023 年 Q1 水平。公司营业收入稳定增长，原因在于随着经济发展和下游领域升级，锦纶需求稳中有升，报告期内公司产能及销量不断增长，为公司营业收入的增长提供了有利的条件。

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

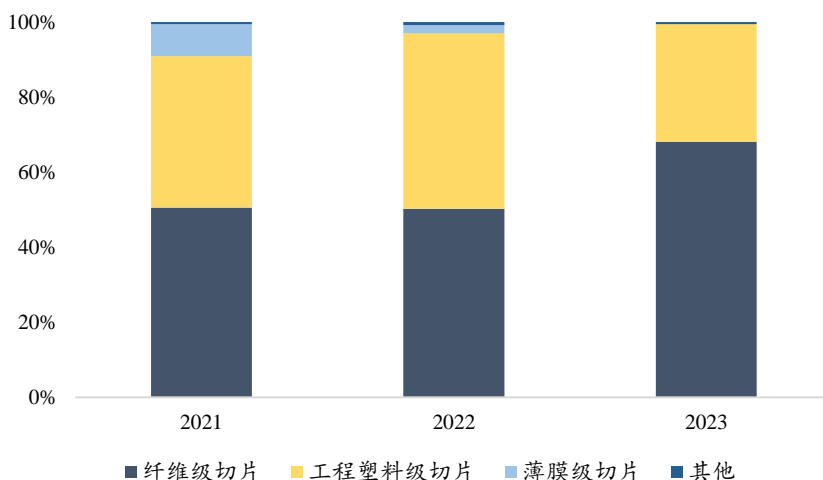
图2：2019-2024Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

聚合顺营业收入主要来源于尼龙切片，主要包括纤维级切片、工程塑料级切片、薄膜级切片，产品结构稳定。2021年至2022年，工程塑料切片销售收入占比整体上升，主要是随着公司产能增加，供应能力加强，公司重点开拓了工程塑料市场。报告期内，公司纤维级切片销售收入整体呈现上升趋势，但2021年至2022年销售收入占比呈现下降趋势，主要系工程塑料切片销售收入增长幅度高于纤维级切片。2023年，公司纤维级切片销售收入及占比均有提升，主要系近期以户外服饰为代表的中高端民用纤维应用领域需求旺盛，公司产能全力保障纤维级切片的生产，工程塑料级切片等产品的生产安排有所下降所致。

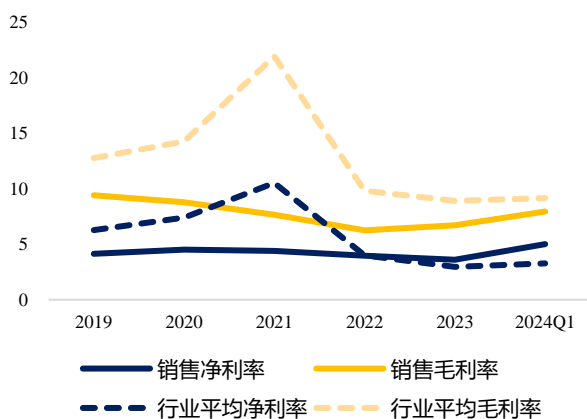
图3：2021-2023 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

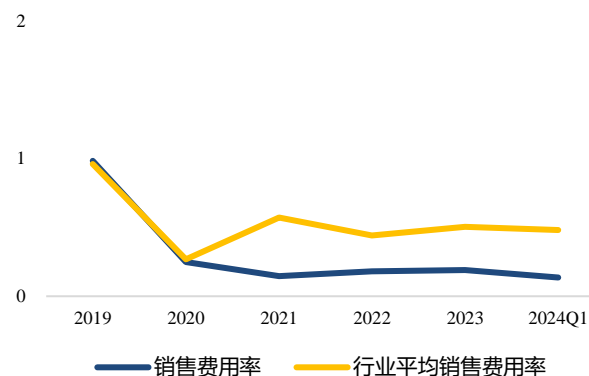
聚合顺销售净利率和毛利率有所起伏，销售费用率呈下降趋势，财务费用率趋于下降，管理费用率波动较小。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 4.13%、4.51%、4.42%、3.98%和 3.61%，销售毛利率分别为 9.42%、8.80%、7.65%、6.26%和 6.70%。聚合顺的销售毛利率主要来源于纤维级切片、工程塑料级切片两大类产品的销售，受原材料价格波动、加工费等多种因素共同影响。2019-2023 年，销售毛利率低于行业均值，主要原因系海外市场竞争加剧外销产品单位毛利下降以及相关产线改造、规模效应下降导致其他成本较高所致。2019-2020 年，公司销售费用率基本与行业均值持平，2021-2023 年公司销售费用率低于行业均值。2019 年以来，公司财务费用率低于行业平均水平，且呈现下降趋势，原因在于随着公开发行可转换公司债券募集资金到位，公司资金实力提升，财务费用降低。2019-2023 年，公司管理费用率保持行业平均水平以下，变化不大，原因在于管理费用和营业收入同步增长。

图4：2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



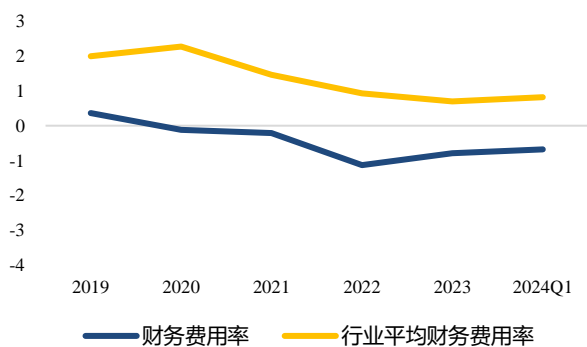
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1 销售费用率水平（%）



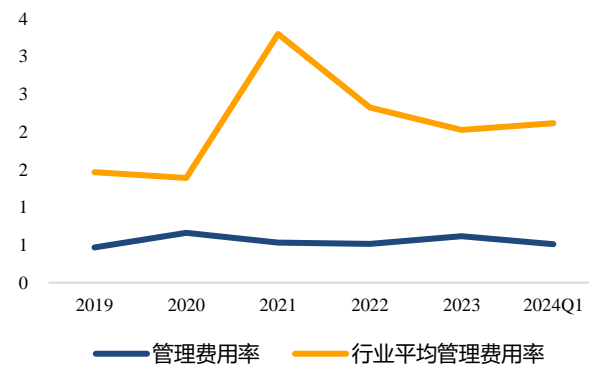
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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。

3.2. 公司亮点

聚合顺公司专注于聚酰胺新材料研发、生产和销售，坚持创新驱动发展，主营产品市场占有率位居行业前列。长久以来，国内尼龙 6 聚合产业存在低端产品市场竞争激烈，高端产品国内供给不足、主要依赖进口的情况。公司自成立起便定位于高端尼龙 6 切片市场，采用德国制造的尼龙 6 切片制造设备及技术，并与北京三联虹普新合纤技术服务股份有限公司签订了配套聚合设备供货合同，建成了先进的生产设备体系，为公司业务的飞速发展奠定了硬件基础。与此同时，公司主要技术人员深入参与生产设备、关键环节的设计和实施，将工艺技术与生产设备有机结合，保证了公司在先进设备体系的基础上，充分发挥公司创新技术及加工工艺，实现高品质、高稳定、柔性化的生产设计。

公司重视研发团队的建设，通过引进专业技术人才和完善研发激励机制，不断加强研发体系建设。公司研发中心主任毛新华先生在职业生涯中曾任中国化纤工业协会标准化委员会理事，曾承担并完成过多项国家、省级技术创新项目，主持开发了多项国内先进的新技术、新工艺、新产品。整个研发团队拥有多年尼龙 6 聚合工艺研发和生产经验，为新产品的研发提供技术支撑。公司自成立以来始终把技术创新摆在首要位置，在引进国外先进工程技术的基础上，通过消化、吸收、再创新，形成了具有自主知识产权的核心技术。公司拥有国际先进的聚合设备和产品试验、分析、检测设备，检测手段和设备齐全，为企业可持续创新提供了必要的检测基础。公司创新成果斐然，截至 2023 年底公司共拥有专利 61 项，其中发明专利 11 项。

与行业内其他产业链较长的企业相比，公司专注于尼龙聚合一个环节，设立之初已着手建立自己的营销体系，顺利与多家行业头部企业的合作，并与之建立了稳定的业务关系。截至目前，公司建立了较为完整的市场营销体系和客户管理制度，公司营销网络以华东为中心，辐射华北和华南地区，同时，公司积极重视国际市场布局，已建立国际销售部，产品远销欧洲、南美洲、大洋洲、东亚等地区。

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>