

2024年08月20日

# 航宇转债（118050.SH）申购分析

## 主题报告

### 国内航空发动机环形锻件主研制单位之一

#### 投资要点

- ◆ 航宇转债本次发行规模 6.67 亿元，期限 6 年，发行与主体评级为 AA-/AA-（中证鹏元）。转股价为 32.64 元，到期补偿利率为 10%，属较高水平。下修条款 15/30，85%和强赎条款 15/30，130%均为市场化条款。以 2024 年 8 月 19 日中债 6YAA-企业债到期收益率 4.0885%贴现率计算，纯债价值 94.61 元，对应 YTM 为 3.12%，债底保护性充足。总股本稀释率为 12.14%、流通股本稀释率 12.55%，摊薄压力较小。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 800 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0031%。
- ◆ 截至 2024 年 8 月 19 日，公司市盈率 PE(TTM)为 22.85，高于同行业可比公司平均值（剔除负值）；同时处于自身上市以来 0.94%分位数，估值弹性较高。净资产收益率 ROE 为 3.24%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 6.23%。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 96.23%，公司现有限售股 557.12 万股，占总股本的比例为 3.77%，公司限售股下次解禁时间为 2024 年 9 月 18 日，存在一定的解禁风险。
- ◆ 年初至今公司股价下降 37.92%，行业指数（航空装备 II-申万二级）下降 11.05%，公司跑输行业指数。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价为 29%左右，对应价格为 122.55 元~135.45 元。
- ◆ 风险提示：
  - 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
  - 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
  - 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
  - 4、正股股价波动风险。
  - 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

牛逸

SAC 执业证书编号：S0910523040001  
niuyi@huajinsec.cn

#### 相关报告

- 累积胜率的长期主义投资者 - 华商基金童立先生投资分析报告 2024.8.19
- 债市调整，信用表现如何 2024.8.16
- 国内领先聚酯材料研、产、销企业-万凯转债（123247.SZ）申购分析 2024.8.15
- 全自动平衡机高新企业-集智转债（123245.SZ）申购分析 2024.8.14
- 阀门行业优质企业-伟隆转债（127106.SZ）申购分析 2024.8.12



## 内容目录

一、航宇转债分析.....	3
(一) 转债分析.....	3
(二) 中签率分析.....	4
二、正股分析.....	4
(一) 公司简介.....	4
(二) 行业分析.....	5
(三) 财务分析.....	7
(四) 估值表现.....	9
(五) 募投项目分析.....	10
三、定价分析.....	10
四、风险提示: .....	11

## 图表目录

图 1: 近三年航空航天指数走势.....	7
图 2: 2024 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元) .....	7
图 3: 营业收入情况.....	8
图 4: 归母净利润情况.....	8
图 5: 公司经营现金流情况 (万元) .....	9
图 6: 近一年行业指数及航宇科技股价走势.....	10
图 7: 广联转债及正股表现情况 (%) .....	11
图 8: 广泰转债正股表现情况 (%) .....	11
表 1: 航宇转债基本要素.....	3
表 2: 募集资金用途.....	3
表 3: 主营业务收入的结构 (万元, %) .....	5
表 4: 公司主要财务指标.....	8
表 5: 期间费用情况 (万元) .....	8
表 6: 同行业可比上市公司 (亿元, %) .....	9

## 一、航宇转债分析

### （一）转债分析

航宇转债本次发行规模 6.67 亿元，期限 6 年，发行与主体评级为 AA-/AA-（中证鹏元）。转股价为 32.64 元，到期补偿利率为 10%，属较高水平。下修条款 15/30，85%和强赎条款 15/30，130%均为市场化条款。以 2024 年 8 月 19 日中债 6YAA-企业债到期收益率 4.0885%贴现率计算，纯债价值 94.61 元，对应 YTM 为 3.12%，债底保护性充足。总股本稀释率为 12.14%、流通股本稀释率 12.55%，摊薄压力较小。

表 1：航宇转债基本要素

基本要素			
债券简称	航宇转债	债券代码	118050.SH
正股简称	航宇科技	正股代码	688239.SH
发行/主体信用评级	AA-/AA-（中证鹏元）	认购代码	718239
发行金额（亿元）	6.67	发行期限（年）	6
转股价（元/股）	32.64	起息日	2024-08-21
转股起始日	2025-02-27	转股结束日	2030-08-20
下修条款	15/30，85%	强赎条款	15/30，130%
回售条款	最后两个计息年度，70%	补偿利率	11395.00%
利率	0.2%、0.4%、0.8%、1.5%、2%、5%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	4.532
总股本稀释率	12.14%	流通股本稀释率	12.55%
主要指标			
转股价（元）	32.64	折现率（2024/08/19）	4.0885%
债券面值（元）	100	平价溢价率	-4.53%
正股收盘价（元）（2024/8/20）	28.28	转股溢价率	10.72%
纯债价值（元）	94.61	纯债溢价率	5.70%
平价（元）	90.32	纯债 YTM	3.12%
总股本	147,922,548.00		
非限售流通股	142,351,340.00		

资料来源：iFinD，华金证券研究所

表 2：募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目	69,127.01	46,700.00
2	补充流动资金项目	-	20,000.00
	合计	69,127.01	66,700.00

资料来源：可转债募集说明书，华金证券研究所

## （二）中签率分析

根据公司最新一季报，航宇科技前十大股东持股比例合计 **42.38%**，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 **80%**，剩余股东参与比例为 **50%**，则股东优先配售比例为 **33.9%**。网上申购额度为 **2.49** 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 **800** 万户，单户申购上限金额 **100** 万元，则中签率预计为 **0.0031%**。

## 二、正股分析

### （一）公司简介

截至 2024 年 8 月，山东怀谷持有公司 **32,512,355** 股股份，占公司总股本的 **22.03%**，为公司的控股股东。张华持有山东怀谷 **54.55%** 的股权，山东怀谷持有公司 **22.03%** 的股权；此外，张华还直接持有公司 **3.21%** 的股权。张华通过直接持有及间接控制的方式，合计控制公司 **25.24%** 的股权，为公司的实际控制人。公司控股股东、实际控制人持有的公司股份不存在质押、冻结或者其他有争议的情况。

公司主要从事航空难变形金属材料环形锻件研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品为航空发动机环形锻件。此外，公司产品亦应用于航天火箭发动机、导弹、舰载燃机、工业燃气轮机、核电装备等高端装备领域。公司产品包括航空发动机环形锻件、航空发动机机匣等航空锻件、火箭发动机壳体等航天锻件、燃气轮机锻件、能源装备锻件等。近三年，公司的核心产品为航空锻件，占比在 **70%** 以上。公司航空锻件以航空发动机锻件为主，也为辅助动力装置、飞机短舱、飞机起落架等飞机部件提供航空锻件。公司航空发动机锻件应用于我国预研、在研、现役的多款国产航空发动机，包括长江系列国产商用航空发动机；也用于 **GE** 航空、普惠（**P&W**）、赛峰（**SAFRAN**）、罗罗（**RR**）等国际航空发动机制造商研制生产的多款新一代商用航空发动机。

近三年，公司产品主要聚焦境内市场，境内销售收入占主营业务收入的比例分别为 **79.29%**、**77.68%** 及 **69.65%**。公司在发展境内客户的同时，产品逐步受到境外客户的认可，国际市场不断发展壮大，境外销售收入持续提升，近三年公司境外收入分别为 **19,534.62** 万元、**31,720.56** 万元及 **61,012.87** 万元，**2022** 年及 **2023** 年公司境外收入大幅增长主要系公司大力开拓海外业务取得良好成效。公司境外收入主要实现区域为亚洲其他地区、欧洲及境内保税区地区，开拓国际市场是公司未来收入增长的重要方式

公司主要采购原辅材料包括高温合金、钛合金、结构钢、铝合金、不锈钢等原材料。近三年，高温合金的占比最高，在 **39%** 以上。公司生产所需的能源主要为电力、天然气。

**采购模式方面**，公司采用合格供应商目录对原材料供应商进行管理，由采供部牵头每年对原材料供应商进行资格评审，并更新合格供应商目录。客户指定的原材料供应商，经公司进行基本审核后进入合格供应商目录；公司自主开发的原材料供应商，通过公司的工艺、质量、设备、现场审核等审核程序后进入合格供应商目录。**生产模式方面**，公司主要采用“以销定产”的生产模式。由于下游客户对产品的材料、尺寸、理化性能、加工精度等要求迥异，个性化需求较强，公

公司产品主要为非标准产品，具有多批次、多品种、多规格、定制化的特征。自行生产和委外加工相结合。**销售模式方面**，公司境内业务主要系在取得境内客户的供应商相关资质后，进行产品试制，产品试制分为预研和在研阶段。客户对某型号的产品进行预研或在研时，公司参与该型号的预研和在研，对订单进行生产。经试验件试制、工艺优化且客户整机定型后，进入产品定型批产阶段，客户对定型的产品进行批量下单，部分客户也会通过向公司下达生产计划的方式，公司进行批量生产。公司境内业务的销售模式均为直销；公司境外业务主要系在取得 NADCAP 等航空航天工业系统质量管理体系认证后，通过 GE 航空、普惠（P&W）、赛峰（SAFRAN）等终端客户对公司锻造、热处理等特种生产工艺、供货能力和质量保证能力的持续考察，取得境外航空发动机制造商等终端客户的供应商资质，与终端客户签订长期协议。公司通过首件包审核，与终端客户的指定机加商（含上述终端客户从事机加业务的子公司）进行直接交易，公司境外业务的销售模式为直销。**研发模式方面**，公司研发工作紧紧围绕市场需求，研发成果可直接应用于公司产品或指导公司生产，有效缩短了研发成果产业化周期，形成了市场引领研发，研发保障销售的局面，持续保持技术领先优势。

表 3: 主营业务收入的结构（万元，%）

项目	2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
航空锻件	150,112.86	74.67%	108,554.48	76.38%	66883.03	70.91%
能源锻件	23,974.60	11.93%	17,425.88	12.26%	6456.26	6.85%
燃气轮机锻件	16,619.98	8.27%	4,842.23	3.41%	3804.51	4.03%
航天锻件	8,154.78	4.06%	9781.96	6.88%	14956.78	15.86%
其他锻件	2,172.06	1.08%	1,523.92	1.07%	2214.48	2.35%
<b>合计</b>	<b>201,034.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>142,128.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>94315.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：可转债募集说明书，华金证券研究所

## （二）行业分析

环形锻件是航空发动机的关键锻件，采用辗轧技术成形的环件具有组织致密、强度高、韧性好等优点，是铸造或其他制造技术所不能替代的。环形锻件的性能和质量在相当大的程度上决定着航空关键构件的使用性能和服役行为，环形锻件的组织性往往能直接关系到飞机的使用寿命和可靠性。近似于零件外廓的异形环件的生产质量和制造技术对于降低发动机研制成本和提高发动机研制生产能力都具有十分重要的影响。我国航空航天领域的部分关键锻件与国外发达国家尚存在较大差距，比如我国部分关键锻件材料利用率低、环件的组织性能均匀性和稳定性不高、环件尺寸精度低、研制周期长。造成上述状况的根本原因是我国高端装备发展过程中长期“重型号、轻工艺”、“重产品、轻工艺”，即重型号设计、轻工艺研究，在工艺领域又“重冷（加工制造工艺）轻热（成形制造工艺）”，没有从锻造技术对飞机发动机更新换代具有显著的推动作用的认识高度进行统筹安排，对于先进辗轧技术方面的研究未能得到足够重视，工艺水平落后，缺乏先进的工艺控制手段和系统理论架构的支持。近年来，随着我国经济实力的增强和国防科学技术的发展，各行业对辗轧环件的应用需求都呈现大幅度增长。在我国目前批产和在研的各种型号航空发动机中，高温合金、钛合金等难变形材料大型环件的应用十分广泛。提高我国环件辗轧技术水平

已经成为提高我国武器装备研制生产能力和性能水平的一个共性问题。各种新型难变形材料的应用日益广泛，迫切需要科学的工艺设计手段以确保工艺质量；同时，对环件的尺寸精度、冶金质量、生产成本和生产周期的要求更加严格。

公司上游行业主要为各类高温合金、钛合金制造行业，由于航空领域对产品质量的要求较高，客户对公司原材料供应管控较为严格，公司的采购主要为客户指定供应商范围及终端客户指定具体供应商两种。公司下游主要集中于航空航天产业、燃气轮机产业等。我国商业航天处于发展初期，未来发展潜力巨大。

从国际航空锻造领域的竞争格局来看，美国和日本等发达国家走在世界前列，依托高端的生产设备及先进的加工工艺，能够生产出大尺寸、高精度、高性能的高品质环形锻件。上述国家的先进锻造企业不仅占据着航空航天、燃气轮机、能源装备等主要高端应用市场，其产品也具备更高的附加值。国内普通锻造企业较多，没有接触航空难变形材料，技术水平一般，市场竞争较为激烈。而在航空难变形金属材料环形锻件领域，由于航空发动机对锻件质量要求极高，在技术、工艺、设备、资金、人员、认证资质方面均有很高的进入壁垒，只有少数企业能进入该行业，市场竞争程度相对较低。从境外市场看，CARLTON、DONCASTERS、HWM等知名锻造企业及所属产业集团，企业发展历史悠久，资本实力雄厚，工艺水平和技术实力处于国际领先水平。通过多年的产业整合，这些企业目前基本已形成原材料、熔炼合金、锻造成形、机加、装配等完整的航空零部件产业链条。与之相比，公司等国内航空锻造企业不具备这种全产业链优势。公司多年来聚焦于航空发动机等高端装备用高品质环形锻件领域，已成为世界主流航空发动机制造商在亚太地区的主要环形锻件供应商之一。

从境内市场来看，在航空难变形金属材料环形锻件领域，公司的主要竞争对手为安大锻造、派克新材、陕西宏远航空锻造有限责任公司。安大锻造、陕西宏远航空锻造有限责任公司作为航空工业体系内的企业，从事航空锻造业务达50多年，在境内军品市场具备更强的先发优势，其中安大锻造是目前国内最大的航空环形锻件生产企业。在境内航空发动机市场中，公司积极参与批产在役型号环形锻件市场竞争，取得良好成效，但由于安大锻造进入行业时间较早，在批产型号的环形锻件市场安大锻造目前具有一定优势；在在研、预研型号环形锻件市场，公司积极参与相关型号的配套研制工作。

航宇科技成立于2006年，是国内航空发动机环形锻件的主研制单位之一。成立初期，公司建成锻造研发生产基地，取得高新技术企业认证。2009年，锻造热处理生产线建成，8MN快锻液压机组进行试产。2010年，公司通过省级技术中心认定。2011年，公司投资2亿元，建设轧制力当时亚洲第一的环锻生产线。2013年，公司某型系列环形锻件长试成功，获得首个军用环锻件批产订单。2017年，与美国GE公司、德国MTU公司等达成长期合作协议，在国际市场取得业务突破。2019年，公司入选第一批专精特新“小巨人”企业，并于2021年在科创板挂牌上市。2022年，国产大飞机C919正式交付全球首家用户东航，公司为其发动机环形锻件的供应商之一。经过多年自主技术创新和产学研合作，公司在新材料应用研究、近净成形先进制造工艺研究、数字仿真工艺设计制造一体化应用研究、智能制造技术应用研究等方面进行了多项自主创新，形成了难变形合金材料组织均匀性控制技术、低塑性材料成形表面控制技术、复杂薄壁异形环轧锻件精确稳定轧制成形关键技术等十项核心技术。（相关资料来源可转债募集说明书）。

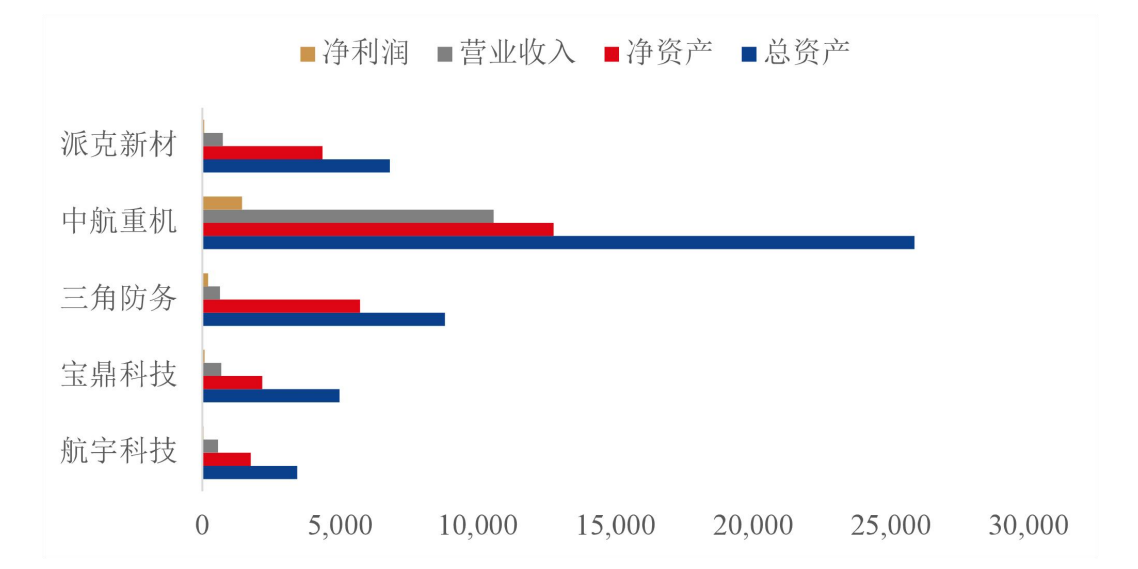
国内可比上市公司则包括宝鼎科技、三角防务、中航重机、派克新材。

图 1：近三年航空航天指数走势



资料来源：iFinD，华金证券研究所

图 2：2024 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：iFinD，华金证券研究所

### （三）财务分析

2024Q1，公司实现营业收入 5.78 亿元，同比上升 3.21%；实现归母净利润 0.56 亿元，同比上升 10.36%。公司主营业务收入主要由航空锻件、能源锻件、燃气轮机锻件及航天锻件的销售收入构成。近三年，公司航空锻件收入分别系公司的支柱类产品。公司航空锻件收入持续增长主要系“十四五”期间，我国国防军工建设处于重要窗口期，国防建设进程加快，国防开支增加，军工行业整体发展快速，公司积极把握产业发展机会，实现了收入的较快增长。公司能源锻件呈持续增长态势，主要是随着新能源行业下游需求持续旺盛，公司阴极辊产品销售收入增加所致。公司燃气轮机锻件收入呈持续增长态势。2023 年度，燃气轮机锻件收入增加主要系公司加强对

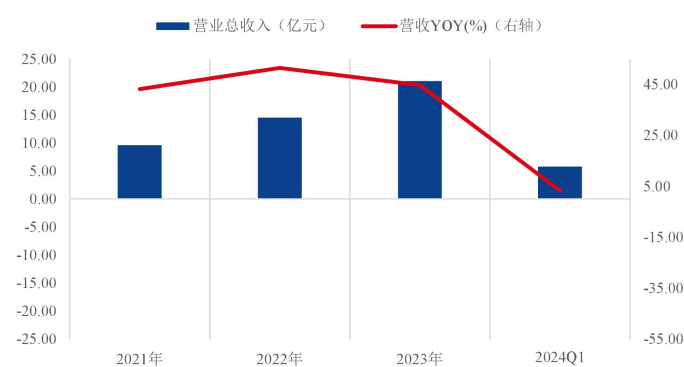
新市场的开拓力度，在维护原有客户粘性的基础上，积极开拓新市场、新客户所致。近三年，公司航天锻件收入分别为 14,956.78 万元、9,781.96 万元及 8,154.78 万元，2022 年度及 2023 年度公司航天锻件收入呈现下滑趋势，主要系下游客户需求减少所致。

近三年及 2024 年 Q1 来看，公司流动比率与速动比率整体保持稳定，短期偿债能力较好。近三年，公司流动比率和速动比率低于同行业可比上市公司平均水平，资产负债率高于同行业可比上市公司平均水平。公司正处于业绩快速增长阶段，应收账款及存货相应持续增加，营运资金不足，因此公司主要通过银行借款等债务融资方式补充现金流，债务规模的扩大导致公司各项偿债指标处于较低水平，但近年来处于改善趋势。2021 年末公司资产负债率较低，主要系当年公司完成首次公开发行并在科创板上市所致。2023 年末，公司资产负债率下降主要系 2023 年 4 月公司完成向特定对象发行股票，及经营实现净利润所致。近三年，公司应收账款周转率分别为整体呈上升趋势，主要系公司不断提高应收账款管理能力所致。公司存货周转率整体呈上升趋势，主要系公司加强自身库存管理能力，合理规划生产计划，库存商品有所消化所致。

近三年及 2024 年 Q1，公司期间费用整体较为稳定。公司研发费用主要包括研发人员职工薪酬和研发材料等。近三年，公司研发费用呈逐年增长趋势，占营业收入的比例分别为 5.07%、4.72%和 3.90%，占比基本稳定。

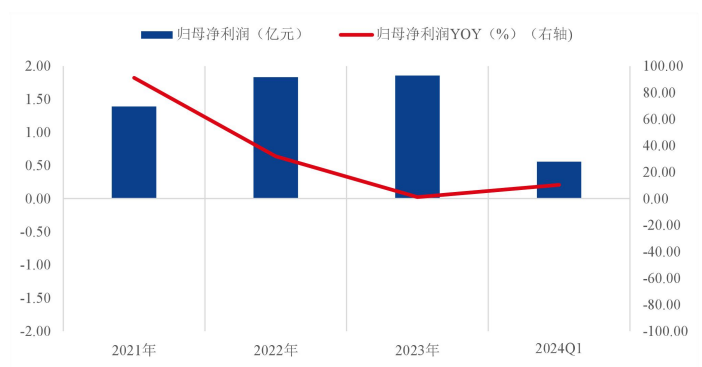
近三年及 2024 年 Q1，公司销售商品、提供劳务收到现，与营业收入变化趋势基本一致。2024 年 Q1，公司经营活动现金流入小计 375,04.21 万元，与去年同期相比略有下降，主要系收到的税费返还与收到其他与经营活动有关的现金下降所致。

图 3：营业收入情况



资料来源：iFinD，华金证券研究所

图 4：归母净利润情况



资料来源：iFinD，华金证券研究所

表 4：公司主要财务指标

财务指标	2024 年 Q1	2023 年	2022 年	2021 年
流动比率	1.92	1.77	1.51	1.52
速动比率	1.28	1.08	0.90	0.91
资产负债率（合并）	49.03%	50.06%	58.31%	52.7%
应收账款周转率	0.58	2.74	2.84	2.54
存货周转率	0.53	1.75	1.38	1.25

资料来源：iFinD，可转债募集说明书，华金证券研究所

表 5：期间费用情况（万元）

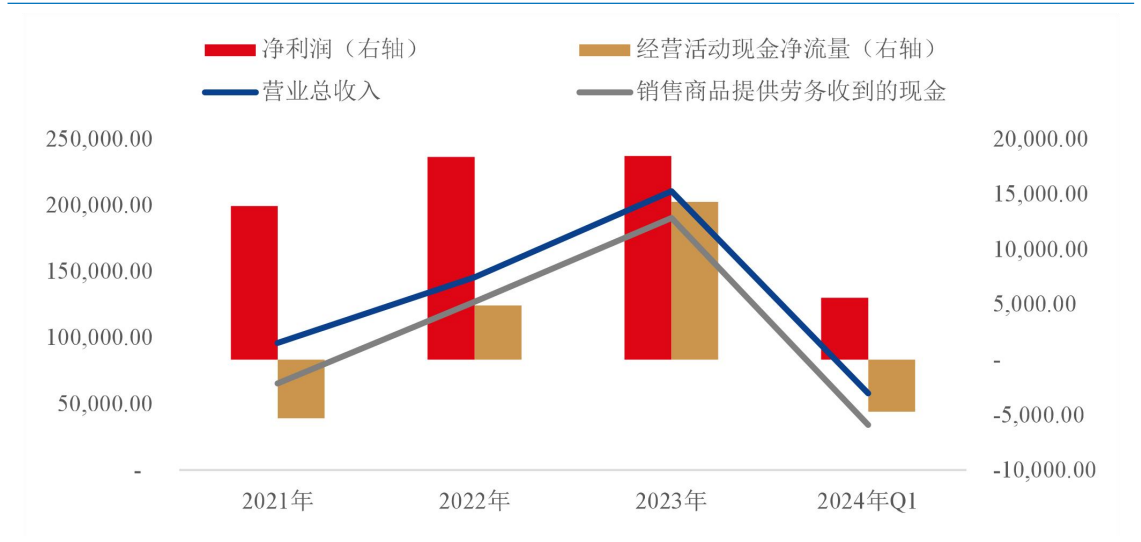
项目	2024 年 Q1	2023 年	2022 年	2021 年
----	-----------	--------	--------	--------



项目	2024年Q1	2023年	2022年	2021年
销售费用	802.83	3,325.06	2,663.00	1,759.94
管理费用	2,671.89	14,642.72	10,101.64	5,836.13
研发费用	1,969.82	8,208.90	6,863.19	4,863.68
财务费用	533.80	2,630.79	2,063.69	1,528.89
期间费用率	10.35%	13.69%	14.92%	14.57%

资料来源: iFinD, 华金证券研究所

图 5: 公司经营现金流情况 (万元)



资料来源: iFinD, 华金证券研究所

#### (四) 估值表现

截至 2024 年 8 月 19 日, 公司市盈率 PE(TTM) 为 22.85, 高于同行业可比公司平均值 (剔除负值); 同时处于自身上市以来 0.94% 分位数, 估值弹性较高。净资产收益率 ROE 为 3.24%, 低于同行业可比公司平均值 (剔除负值)。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 6.23%。

公司流通市值占总市值比例为 96.23%, 公司现有限售股 557.12 万股, 占总股本的比例为 3.77%, 公司限售股下次解禁时间为 2024 年 9 月 18 日, 存在一定的解禁风险。

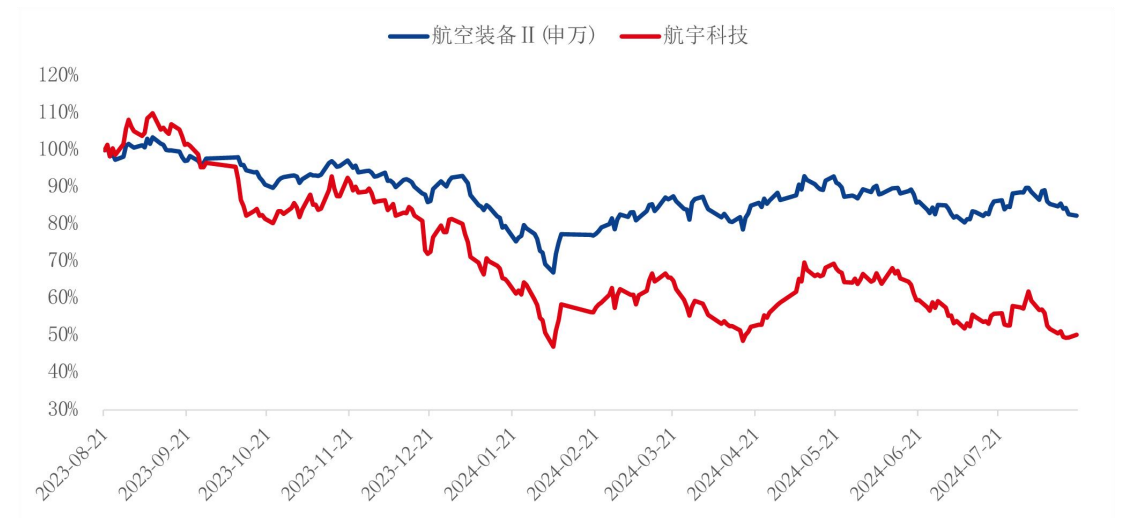
年初至今公司股价下降 37.92%, 行业指数 (航空装备 II-申万二级) 下降 11.05%, 公司跑输行业指数。

表 6: 同行业可比上市公司 (亿元, %)

代码	名称	流通市值	总市值	PE (TTM)	近 1 月涨跌幅	近 3 月涨跌幅	近 6 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅	ROE
688239.SH	航宇科技	41.9652	43.6076	22.8529	-9.1805	-26.43	-14.03	-50.81	3.2400
002552.SZ	宝鼎科技	35.5368	46.0018	16.1173	-7.2488	-20.09	-6.40	-39.33	5.2700
300775.SZ	三角防务	154.6749	159.8435	19.8388	-2.6801	-10.48	23.83	-7.13	3.7300
600765.SH	中航重机	256.8719	259.1224	18.7845	-5.2546	-13.16	15.67	-31.14	2.7600
605123.SH	派克新材	56.8776	56.8776	13.5002	-4.4187	-33.99	-28.88	-54.31	1.6800

资料来源: iFinD, 华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及航宇科技股价走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

## （五）募投项目分析

本次募集资金投资项目情况如下：

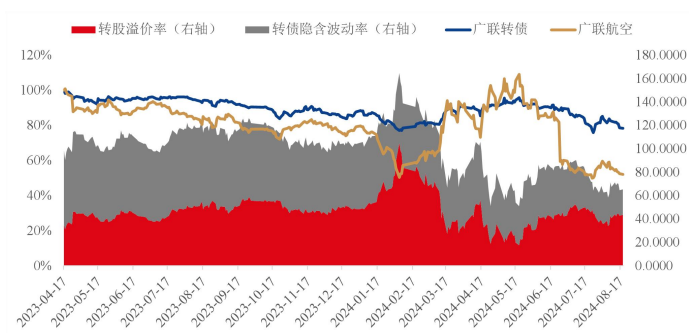
- 1、航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目。本项目计划建设实施周期为 36 个月，本次发行拟募集资金 46,700.00 万元。按产能全部消化并结合未来市场价格变动趋势测算，本项目达产年度可实现年度净利润 7,446.61 万元，按税后口径计算，本项目的投资回收期为 7.80 年（含建设期），税后内部收益率为 13.70%。
- 2、补充流动资金项目。本次募集资金中拟使用 20,000.00 万元用于补充流动资金。公司在综合考虑现有资金情况、实际运营资金需求缺口，以及未来战略发展需求等因素确定本次募集资金中用于补充流动资金的规模，整体规模适当。根据测算，公司未来三年的新增流动资金需求合计为 43,248.79 万元。本次募集资金计划用于补充公司流动资金 20,000.00 万元，不超过测算所需流动资金，具有合理性。

## 三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

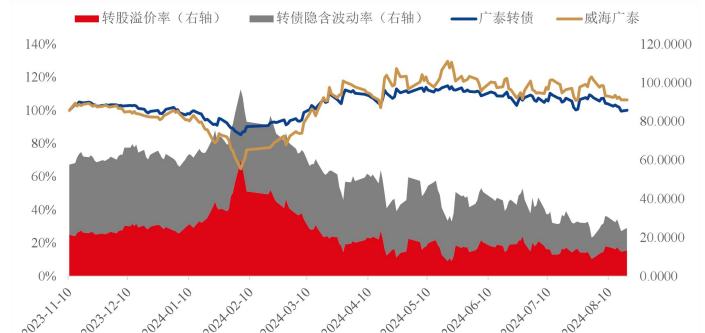
- （1）同行业可比券参考广联转债（2023 年 4 月 17 日上市，规模 7 亿，期限 6 年，评级为 A+/A+，上市后首日收盘价 130 元，转股溢价率为 34.62%），广泰转债（2023 年 11 月 10 日上市，规模 7 亿，期限 6 年，评级为 AA-/AA-，上市后首日收盘价 120.4 元，转股溢价率为 21.44%）。

图 7：广联转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：广泰转债正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

(2) 选取 2019 年 8 月 15 日至 2024 年 8 月 15 日已上市的 669 只可转债数据进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率  $y$ ，自变量分别为初始转股价格的倒数 ( $x_1$ )、起息前 2 日中证转债收盘价 ( $x_2$ )、起息前 1 日行业日涨跌幅 ( $x_3$ )。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，初始转股价格的倒数 ( $x_1$ ) 在 1% 的显著性水平下显著，起息前 1 日行业日涨跌幅 ( $x_2$ ) 在 5% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数 ( $x_3$ ) 在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y = -68.59x_1 + 0.08x_2 - 1.22x_3$$

通过模型计算出航宇转债上市当日的转股溢价率为 29.59%。由于航宇转债的债底保护性较好，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 29% 左右，对应价格为 122.55 元~135.45 元。

#### 四、风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

## 分析师声明

牛逸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn