

2019年09月10日

建材

信用债专题之二：建材行业可转债分析

■建材行业可转债规模较小，存量转债仅有2只：全市场近2年可转债发行数量共计208只，其中建材行业占比0.48%；可转债发行金额共计2950.09亿元，其中建材行业占比0.62%。建材行业主体多为水泥企业，以发行短融、公司债、中期票据为主，因此可转债规模较低。建材企业共发行过三次可转债，发行主体分别为塔牌集团、东方雨虹、再升科技，共募集资金25.84亿元。目前存量可转债为雨虹转债和再升转债，剩余年限分别为4.05年和4.78年。此外今年3月，江西水泥企业万年青发布可转债预案，目前已被中国证监会受理，有望成为建材行业第四只可转债。

■雨虹转债：主体为防水行业龙头企业，业绩确定性高、重点关注

①东方雨虹是国内建筑防水行业首家上市公司，致力于新型建筑防水材料的研究和生产。公司在2018年10月进行战略调整，成立“工程建材集团”，把直销和工程渠道合并起来，强化防水原有的B端渠道优势，其他产品的协同作用更为明显。年初至今公司更加重视营收增长的质量，加强对下游房地产客户的账期控制，以及对销售人员KPI的考核，应收账款增速稳定在30%左右。同时防水行业集中度仍具备较大提升空间，行业龙头企业有望持续受益，19年H1公司营收增速明显高于行业平均水平。

②截止2019年9月9日，雨虹转债价格为121.40元，接近转债历史最高价；纯债价值为94.80元，纯债溢价率为28.09%；转股价值为99.19元，转股溢价率为22.39%；到期收益率为0.41%。目前剩余年限为4.04年，未转股比例为99.97%。

■再升转债：主体布局微纤维玻璃棉全产业链，转债规模较小

①再升科技成立于2007年6月，主要产品为微纤维玻璃棉、玻璃纤维滤纸、真空绝热板芯材、高比表面积电池隔膜及空气净化设备，分为“干净空气”和“高效节能”两大系列。公司产品质量在国内产品中处于领先水平，微纤维玻璃棉制品主要应用于冰箱、冰柜的保温材料；玻璃纤维空气过滤纸分为超高效过滤纸、高效过滤纸和中效过滤纸，主要用于空气过滤设备。

②截止2019年9月9日，再升转债价格为110.01元，纯债价值为83.82元，纯债溢价率为31.40%，股性较强；转股价值为89.40元，转股溢价率为23.05%；到期收益率为0.55%。目前剩余年限为4.78年，未转股比例为99.84%。

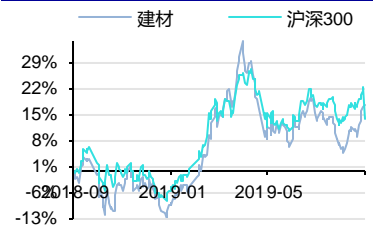
行业分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	6.16	-1.56	-24.75
绝对收益	7.32	0.24	-10.96

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

杨光

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517080001
yangguang1@essence.com.cn
010-83321033

相关报告

每周观点 0907: 基建补短板政策再加码, 水泥景气周期有望拉长 2019-09-08
2019年建材行业中报综述: 行业经营性现金流持续改善, 水泥板块业绩表现突出 2019-09-04

每周观点 0901: 1-7月水泥进口量增长明显, 出口量同比下降近40% 2019-09-01

每周观点 0826: 水泥下游需求环比增加, 部分地区价格逐渐回升 2019-08-26

每周观点 0818: 7月房屋新开工面积增速回落, 北方地区水泥产量受益基建保持高增长 2019-08-18

■ **万年青拟发行 10 亿元可转债，已获得中国证监会受理：**万年青是江西水泥龙头企业，销售市场以江西为主，并向福建、浙江、广东等周边省份辐射。第一大股东江西水泥持股占比 42.58%，中国建材持股比例 4.89%。目前公司主体及债券评级均为 AA+。2019 年 3 月，公司发布公告拟公开发行可转债，募集资金总额不超过 10 亿元，发行期限不超过六年，募投资金主要用于两项水泥产线建设或技改项目。2019 年 4 月，可转债有关事项获得江西省国资委批复；2019 年 8 月，中国证监会对公司发行可转债事项予以受理。

■ **投资建议：**①看好建材行业四季度行情，房地产竣工增速预计逐渐回正，基建补短板利好政策不断推出，建材行业有望迎来板块估值提升；②可转债市场关注雨虹转债，正股受益于行业集中度提升逻辑，业绩增长较为确定。

■ **风险提示：**下游地产及基建政策的不确定性、原材料价格波动对主体业绩的影响。

内容目录

1. 建材行业可转债规模较小，存量转债仅有 2 只	5
2. 建材行业存量可转债	6
2.1. 雨虹转债 (128016.SZ)	6
2.1.1. 发债主体：东方雨虹为国内防水行业龙头企业.....	6
2.1.2. 东方雨虹财务分析.....	8
2.1.3. 东方雨虹信用分析.....	9
2.1.4. 雨虹转债分析.....	10
2.2. 再升转债 (113510.SH)	12
2.2.1. 发债主体：再升科技为微纤维玻璃棉制造企业.....	12
2.2.2. 再升科技财务分析.....	13
2.2.3. 再升科技信用分析.....	14
2.2.4. 再升转债分析.....	15
2.3. 万年青拟发行 10 亿元可转债.....	16
2.3.1. 发债主体：万年青为水泥区域龙头企业	16
2.3.2. 拟发行可转债.....	18
2.3.3. 万年青财务分析.....	19
3. 投资建议.....	20
4. 风险提示.....	20

图表目录

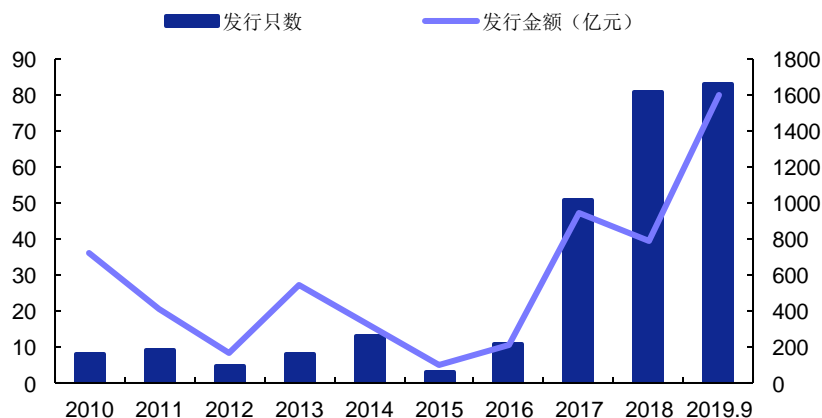
图 1：2010-2019.9 可转债发行只数及发行金额（亿元）	5
图 2：2017.9-2019.9 行业发行可转债只数及发行金额.....	5
图 3：2017.9-2019.9 行业发行可转债只数及金额占比.....	5
图 4：东方雨虹股权结构.....	6
图 5：2011-2019H1 东方雨虹主要产品营收（亿元）	7
图 6：2011-2019H1 东方雨虹主要产品毛利率.....	7
图 7：2018.6-2019.6 防水行业累计主营收入及增速.....	7
图 8：2018.6-2019.6 防水行业累计利润总额及增速.....	7
图 5：2009-2019H1 东方雨虹营收及增速.....	8
图 6：2009-2019H1 东方雨虹归母净利润及增速	8
图 7：2009-2019H1 东方雨虹毛利率及净利率.....	8
图 8：2009-2019H1 东方雨虹 ROE 及资产负债率.....	8
图 9：2009-2019H1 东方雨虹经营活动现金净流量.....	9
图 10：2009-2019H1 东方雨虹应收账款及变化.....	9
图 15：雨虹转债与正股价格（元）	11
图 16：雨虹转债的转股溢价率和纯债溢价率.....	11
图 15：再升科技股权结构.....	12
图 16：再升科技产业链布局.....	12
图 15：2011-2019H1 再升科技主要产品营收（亿元）	13
图 16：2011-2019H1 再升科技主要产品毛利率（%）	13
图 5：2011-2019H1 再升科技营收及增速.....	13
图 6：2011-2019H1 再升科技归母净利润及增速.....	13
图 7：2011-2019H1 再升科技毛利率及净利率	14

图 8: 2011-2019H1 再升科技 ROE 及资产负债率.....	14
图 9: 2011-2019H1 再升科技经营活动现金净流量.....	14
图 10: 2011-2019H1 再升科技应收账款及变化.....	14
图 15: 再升转债与正股价格 (元).....	16
图 16: 再升科技的转股溢价率和纯债溢价率.....	16
图 11: 万年青股权结构.....	17
图 13: 2009-2018 年水泥熟料产量 (万吨).....	17
图 14: 2009-2018 年水泥熟料吨毛利 (元/吨).....	17
图 11: 2011-2019H1 万年青主要产品营收 (亿元).....	18
图 12: 2009-2019H1 万年青营收及增速.....	19
图 13: 2009-2019H1 万年青归母净利润及增速.....	19
图 14: 2009-2019H1 万年青毛利率及净利率.....	19
图 15: 2009-2019H1 万年青 ROE 及资产负债率.....	19
图 16: 2009-2019H1 万年青经营活动现金净流量.....	20
图 17: 2009-2019H1 万年青应收账款及变化.....	20
表 1: 建材行业共发行三次可转债.....	6
表 2: 东方雨虹债券募资统计.....	9
表 3: 东方雨虹银行授信.....	9
表 3: 雨虹转债主体及债券评级.....	10
表 5: 雨虹转债条款.....	10
表 4: 雨虹转债募投项目.....	10
表 5: 再升转债主体及债券评级.....	14
表 6: 再升科技银行授信.....	15
表 5: 再升转债条款.....	15
表 6: 万年青可转债募投项目.....	18
表 7: 万年青主体及债券评级.....	18

1. 建材行业可转债规模较小，存量转债仅有 2 只

可转债发行规模在 17 年之后迅速放量。在 2017 年 2 月定增新规出台之后，可转债作为上市公司可选择的其他融资方式，融资规模明显放量。而对于投资者来说，可转债具备股性及债性，逐渐受到关注和重视。2017 年全市场共发行 81 只可转债，募集资金 792.95 亿元；截止 2019 年 9 月 6 日，年初至今发行的可转债数量达到 83 只，募集资金 1604.47 亿元，发行金额为 2018 年全年数据的 2 倍。

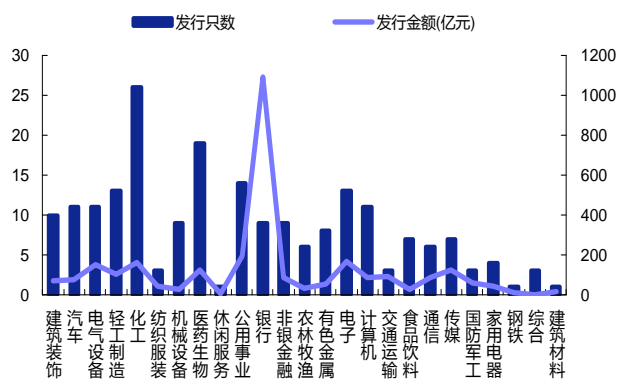
图 1：2010-2019.9 可转债发行只数及发行金额（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

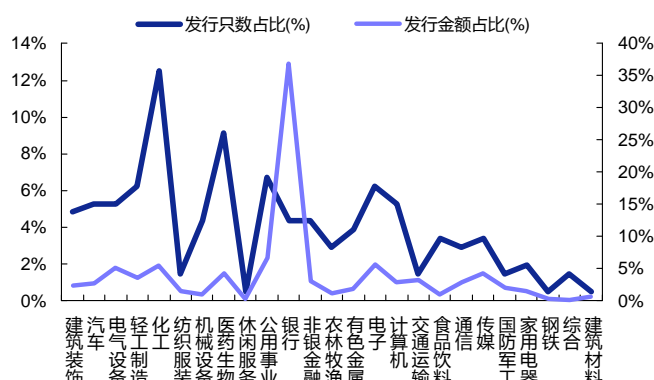
建材行业信用债主要以短融和公司债等形式为主，可转债占比较低。2017.9-2019.9 两年时间，全市场可转债发行数量共计 208 只，其中建材行业占比 0.48%；全市场可转债发行金额共计 2950.09 亿元，其中建材行业占比 0.62%。建材行业主体多为水泥企业，而水泥企业资产较重且近年盈利情况改善明显，以发行短融、公司债、中期票据为主，因此建材企业发行可转债较少。

图 2：2017.9-2019.9 行业发行可转债只数及发行金额



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2017.9-2019.9 行业发行可转债只数及金额占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

建材企业共发行过三次可转债，发行主体分别是塔牌集团、东方雨虹、再升科技，共募集资金 25.84 亿元。塔牌集团发行可转债的期限仅为 0.76 年，东方雨虹和再升科技转债期限为 6 年。目前存量可转债为雨虹转债和再升转债，剩余年限分别为 4.05 年和 4.78 年。今年 3 月份，江西水泥企业万年青发布可转债预案，目前已被证监会审理，有望成为建材行业第四只可转债。

表 1: 建材行业共发行三次可转债

股票代码	名称	发行年度	发行日期	企债名称	发行规模 (亿元)	债券信用评级	期限(年)	细分行业
002233.SZ	塔牌集团	2010	2010-08-26	塔牌转债	6.30	AA-	0.76	水泥
002271.SZ	东方雨虹	2017	2017-09-25	雨虹转债	18.40	AA+	6.00	其他建材
603601.SH	再升科技	2018	2018-06-19	再升转债	1.14	AA-	6.00	玻纤

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

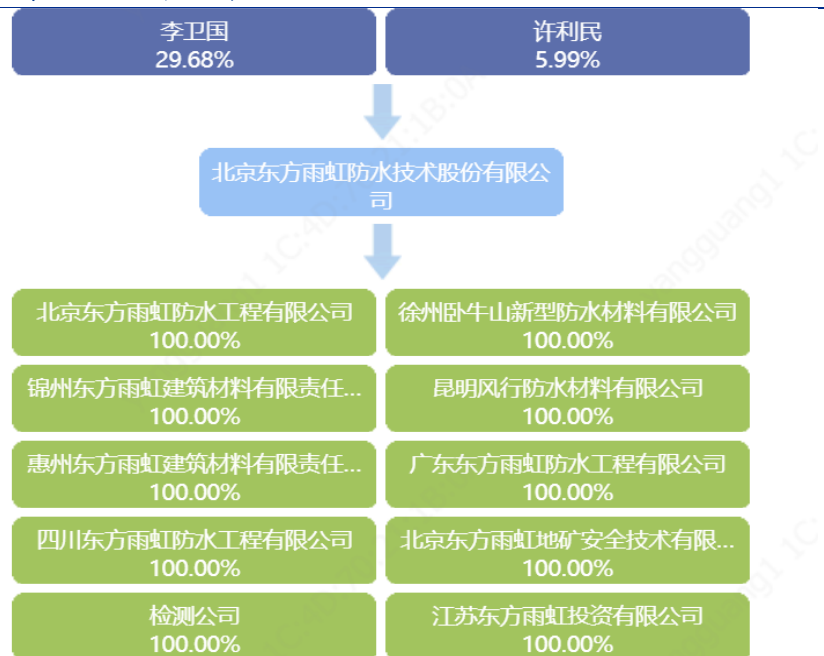
2. 建材行业存量可转债

2.1. 雨虹转债 (128016.SZ)

2.1.1. 发债主体: 东方雨虹为国内防水行业龙头企业

东方雨虹是国内建筑防水行业首家上市公司, 致力于新型建筑防水材料的研发和生产, 防水材料曾应用于毛主席纪念堂、人民大会堂、国家会议中心及鸟巢、水立方等标志性的建筑。公司旗下设有东方雨虹(工程业务)、雨虹(民用建材)、卧牛山(节能保温)、孚达(节能保温)、越大(节能保温)、炆和(节能保温)、天鼎丰(非织造布)、风行(防水)、华砂(砂浆)、洛迪(硅藻泥)、德爱威(建筑涂料)等业务板块。

图 4: 东方雨虹股权结构

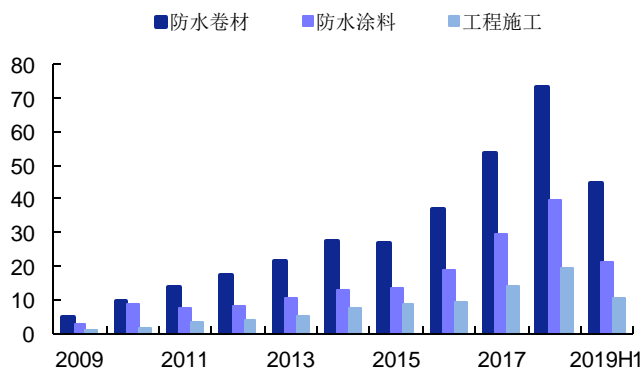


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

调整公司组织架构, 充分发挥工程渠道优势。公司在 2018 年 10 月做了比较大的战略调整, 成立“工程建材集团”, 把直销和工程渠道合并起来, 分为华东、华北、华南三大片区, 工程集团定位升级为“功能性建筑建材服务提供商”。同时推进合伙人制度, 基于自愿的原则, 鼓励有资源有能力的业务员成为公司合伙人, 充分开拓当地的渠道资源。在公司结构调整之后, 防水原有的渠道优势可逐渐导入其他产品业务, 协同作用更为明显。

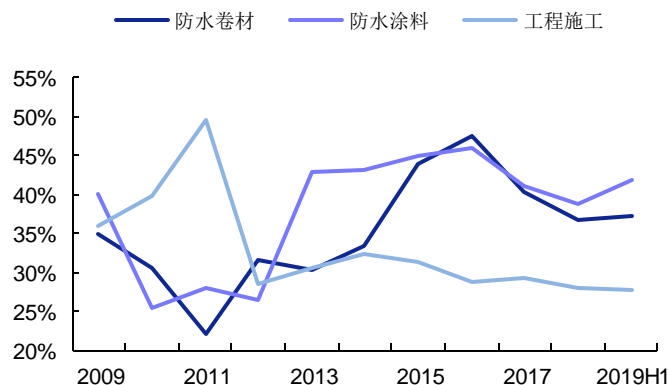
公司产品主要为防水卷材和防水涂料。地产及基建工程端的应用主要为卷材产品，零售端的采购主要是涂料类产品，工程施工服务是指包工包料合同扣除货品价值以外的服务性收入。16年以来，公司加强对工程类服务的推进力度，施工收入规模在17-18年增长较快。同时零售市场也是公司较为关注的部分，除了2016年以外防水涂料近6年毛利率均高于防水卷材，涂料业务具备较高的盈利能力。

图 5：2011-2019H1 东方雨虹主要产品营收（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

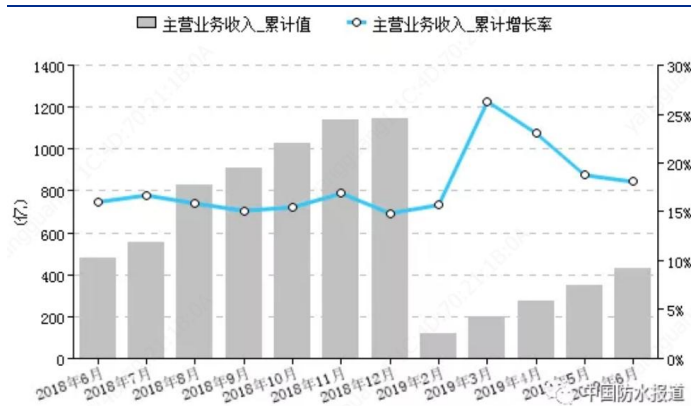
图 6：2011-2019H1 东方雨虹主要产品毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

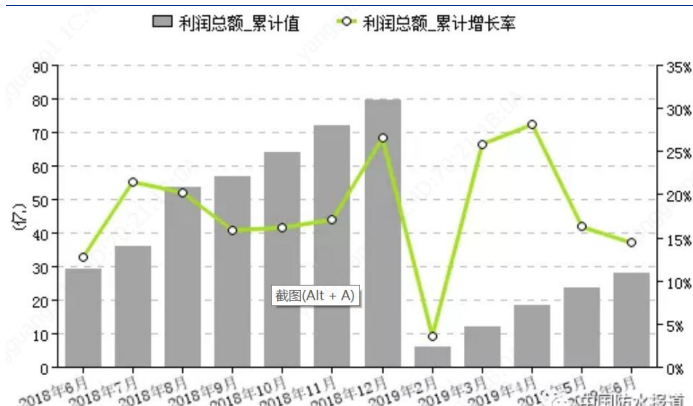
行业集中度仍具备提升空间，龙头企业有望持续受益。随着下游房地产客户集中度的提升，小地产商的逐渐出清，以及地产客户对于产品品质重视度的上升，防水行业自 2017 年开始加快出清。同时雨虹在 2017 年突破 100 亿营收后，品牌影响力加速扩大。根据中国建筑防水协会数据统计，今年 1-6 月份，规模以上企业主营收入同比增长 18.1%，利润总额同比增长 14.4%，可以看到东方雨虹的营收及利润增速远超过行业平均水平。

图 7：2018.6-2019.6 防水行业累计主营收入及增速



资料来源：中国防水报道，安信证券研究中心

图 8：2018.6-2019.6 防水行业累计利润总额及增速



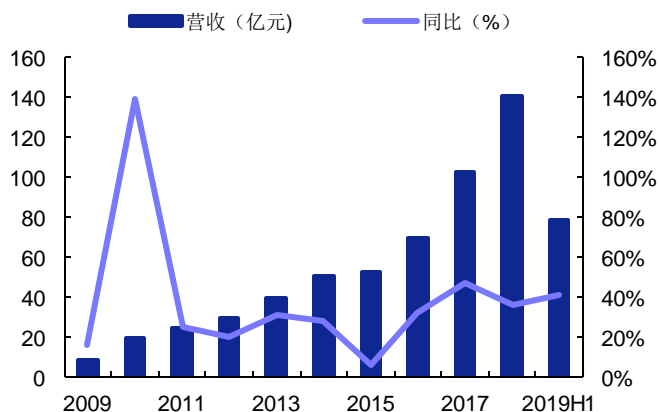
资料来源：中国防水报道，安信证券研究中心

在传统防水产品以外，公司积极培育新的业绩增长点。公司多年来积极布局新的业务，目前形成建筑防水、民用建材、非织造布、建筑提料、建筑修缮、节能保温、特种砂浆等多板块的建材服务体系。建筑涂料方面，公司在 2016 年通过旗下全资子公司香港东方雨虹收购“德爱威”及品牌名称，借助于现有的工程渠道优势，德爱威逐渐进入到地产的集采名录，营收规模快速上升。2019 年 8 月，公司与巴斯夫签署共同开发协议，将开发近零排放的防水解决方案；巴斯夫将生产符合德国标准的分散体，打造全新产品以增强东方雨虹的水泥基防水产品性能。2019 年 8 月，公司与山西能交投签署年产 20 万吨玄武岩岩棉合资合作协议。

2.1.2. 东方雨虹财务分析

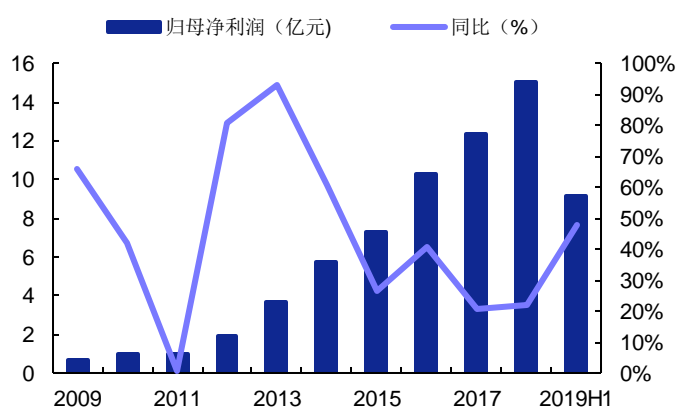
防水龙头仍处在高速发展阶段。公司从 2014 年以后进入成长的快车道，2014 年营收突破 50 亿元,2017 年营收突破 100 亿元,2019 年预计超过 150 亿元。公司营收增速在 2016-2018 连续三年保持 30%以上,19 年中报营收增速高达 40.89%。利润方面,公司近 7 年的利润增速均为 20%以上,尽管 2018 年原材料沥青价格上涨明显,但公司 18 年归母净利润仍达到 21.75%;今年上半年沥青仍有涨价现象,但雨虹中报归母净利润同比增长 48.11%,增速超过营收增速,充分体现出公司对原材料价格波动的对冲实力。

图 9: 2009-2019H1 东方雨虹营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

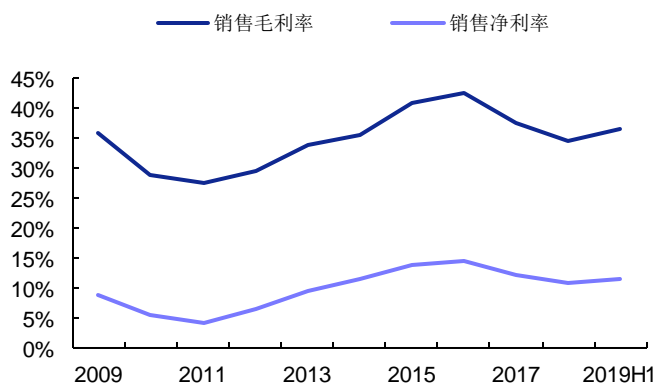
图 10: 2009-2019H1 东方雨虹归母净利润及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

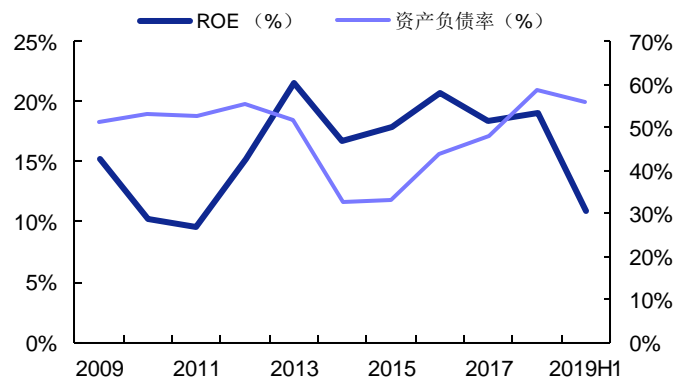
2019 年上半年,公司盈利能力改善,资产负债率有所下降。2019 年中报,公司销售毛利率为 36.58%,同比下降 0.33 个百分点;销售净利率为 11.69%,同比提高 0.69 个百分点。同时针对 B 端客户的直销模式,导致公司的资金需求随着经营规模的扩大而加强,且应收账款规模也在快速增加,因此公司资产负债率持续上升。2019 年上半年,公司通过匹配上下游账期等模式资产负债率有所下降,降至 56.01%,结束连续五年攀升的历史。2018 年,公司 ROE 为 19.09%,连续多年维持在 15%以上水平。

图 11: 2009-2019H1 东方雨虹毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 12: 2009-2019H1 东方雨虹 ROE 及资产负债率

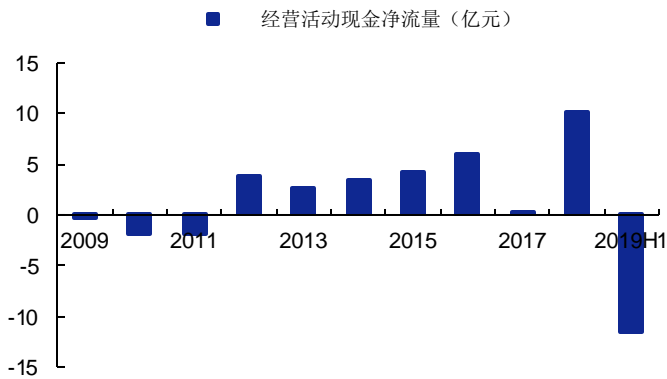


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

加强控制应收账款规模,施行到期账款零容忍原则。应收账款是市场对雨虹主要的关注点,我们认为由于公司的经营模式以 to B 为主,从根本上解决应收较高的问题较困难,但从边际上我们看到公司一直在努力控制应收规模。17-18 年公司应收账款规模增速均低于营收增速,19 年以来公司更加重视营收增长的质量,加强对下游房地产客户的账期控制,加强对销售人

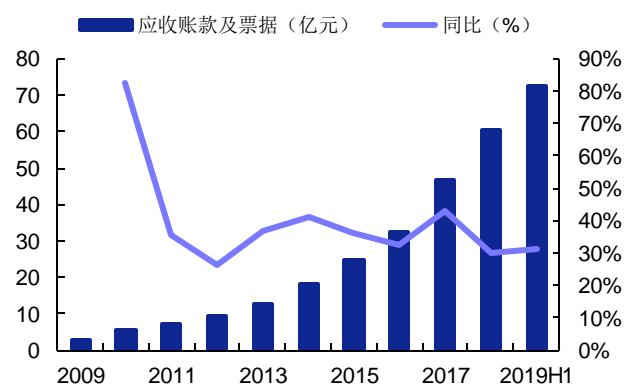
员 KPI 的考核, 加强对原有应收账款的追讨工作。因此在 19H1 营收增速 40.89% 的情况下, 公司应收账款增速稳定在 30% 左右。

图 13: 2009-2019H1 东方雨虹经营活动现金净流量



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 2009-2019H1 东方雨虹应收账款及变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.1.3. 东方雨虹信用分析

东方雨虹 2008 年上市之后, 共发行四次债券进行融资, 融资额共计 25.81 亿元。2012 年, 公司发行 1.5 亿元的短期融资券; 2017 年, 公司发行 18.40 亿元的可转债; 2018 年, 公司两次发行共计 5.91 亿元的资产支持证券。

表 2: 东方雨虹债券募资统计

发行日期	企债名称	企债类型	发行规模 (亿元)	债券评级	期限(年)	利率(%)	起息日期	到期日期
2018-08-03	18 东方雨虹 ABN001 次	资产支持证券	0.06	—	2.36	—	2018-08-07	2020-12-15
2018-08-03	18 东方雨虹 ABN001 优先	资产支持证券	5.85	AAA	2.36	6.80	2018-08-07	2020-12-15
2017-09-25	雨虹转债	可转换债券	18.40	AA+	6.00	—	2017-09-25	2023-09-25
2012-07-03	12 雨虹 CP001	短期融资券	1.50	A-1	1.00	6.70	2012-07-04	2013-07-04

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

主体银行授信额度较高。截止 2018 年, 东方雨虹获得银行授信额度共计 110.12 亿元, 其中未使用信用贷为 63.36 亿, 银行授信额度充足。

表 3: 东方雨虹银行授信

截止日期	授信额度 (亿元)	已使用信用贷 (亿元)	未使用信用贷 (亿元)
2012.3.31	18.08	12.74	5.34
2016.9.30	48.2	21.09	27.11
2018.6.12	73.1		
2018.12.31	110.12	46.76	63.36

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

公司主体及债券评级均为 AA+。大公国际在 2017 年 11 月给予公司 AA+ 评级, 2019 年维持该评级; 联合资信于 2019 年 7 月首次给予公司主体评级 AA+。2017 年 9 月, 中证指数给

予公司主体及债券评级为 A+。

表 4：雨虹转债主体及债券评级

评级标准	发布日期	信用评级	变动方向	评级机构
债券评级	2019.4.24	AA+	维持	大公国际
主体评级	2019.7.3	AA+	首次	联合资信
主体评级	2019.4.24	AA+	维持	大公国际
主体评级	2017.9.29	A+	首次	中证指数有限公司
债券评级	2017.9.29	A+	首次	中证指数有限公司
债券评级	2017.11.8	AA+	调高	大公国际
债券评级	2016.11.29	AA	首次	大公国际

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.1.4. 雨虹转债分析

雨虹转债于 2017 年 10 月 20 日上市，发行规模为 18.4 亿，可转债期限为 6 年，债券采用累进利率，当期票面利率分别为 0.3%、0.5%、1.0%、1.3%、1.5%、1.8%，信用评级为 AA+。债券初始转股价格为 38.48 元/股，由于公司在 2018 年 6 月 20 日、2018 年 12 月 18 日和 2019 年 5 月 30 日分别进行过现金分红派息、股权激励限制性股票回购注销以及权益分配，截至目前转股价格调整为 22.33 元/股。

特殊条款方面，雨虹转债的下修条款设置较为优厚。具体来看，有条件的赎回条款的设置为 15/30、130%；有条件的回售条款为 30、70%；下修条款设置为 15/30，80%。

表 5：雨虹转债条款

转债名称	雨虹转债	正股名称	东方雨虹
转债代码	128016.SZ	正股代码	002271.SZ
发行规模	18.4 亿	转股代码	128016
主体评级	AA+	债项评级	AA+
存续期	6 年	转股期间	2018-03-29 至 2023-09-25
初始转股价格	38.48 元/股	初始转股比例	2.599
票面利率	第一年 0.3%，第二年 0.5%，第三年 1.0%，第四年 1.3%，第五年 1.5%，第六年 1.8%		
下修条款	存续期间，15/30，80%		
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后五个交易日内，按可转债票面面值的 106%（含最后一期利息） (2) 有条件赎回：转股期内，15/30、130%；未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	最后两个计息年度，连续 30 个交易日低于转股价的 70%。		

资料来源：Wind，安信证券研究中心

雨虹转债募投项目以加强全国产能布局为主。东方雨虹是目前国内唯一一家全国性布局的防水企业，为持续强化领先优势，公司近年来仍积极在全国建设防水材料生产基地，同时搭配非织造布的项目建设。此次可转债募投资金将用于徐州、唐山、芜湖、杭州等 6 个城市的生产基地建设。

表 6：雨虹转债募投项目

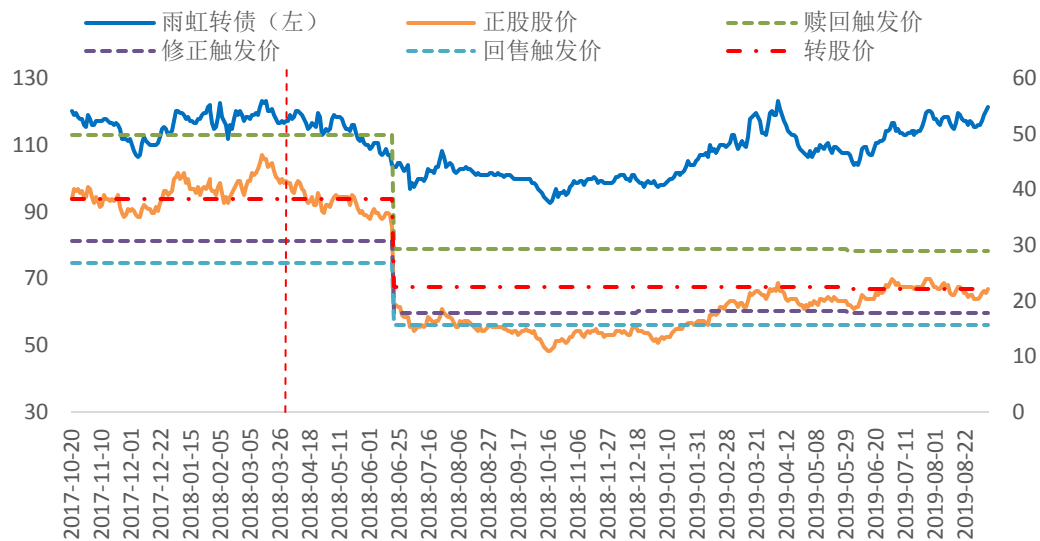
序号	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金计划投入金额 (亿元)
1	徐州卧牛山年产 2040 万平方米防水卷材项目	1.23	0.48
2	唐山年产 10 万吨聚氨酯防水涂料项目	2.04	0.94
3	芜湖新型建筑防水、防腐和保温材料生产研发项目（一期）	6.10	4.62
4	杭州东方雨虹生产研发基地建设项目（一期）	4.15	2.40

5	青岛东方雨虹生产研发基地建设项目（一期）	5.87	2.10
6	滁州年产十万吨非织造布项目（一期）	5.17	3.61
合计		24.56	14.15

资料来源：Wind，安信证券研究中心

雨虹转债价格波动较大，于2018年3月29日开始转股期。随着正股股价的快速上升，雨虹转债在2018年3月13日触及转债历史最高价格123.26元/股，而后正股及转债出现明显的向下调整。因为派息、回购股份等影响，雨虹转债的转股价格多次调整，在2018年7月之后正股价格绝大部分时间均低于转股价。

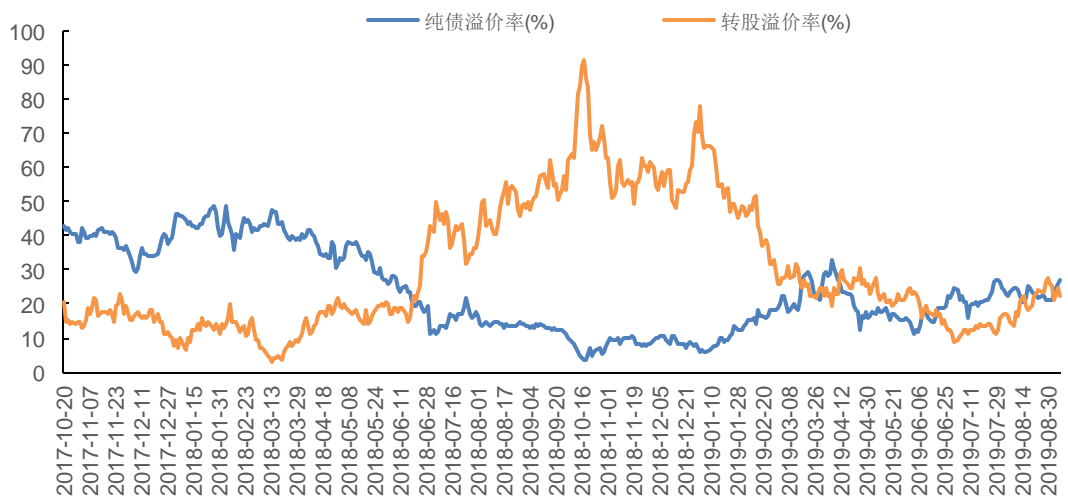
图 15：雨虹转债与正股价格（元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

截止2019年9月9日，雨虹转债价格为121.40元，接近转债历史最高价；纯债价值为94.80元，纯债溢价率为28.09%；转股价值为99.19元，转股溢价率为22.39%；到期收益率为0.41%。目前剩余年限为4.04年，未转股比例为99.97%。

图 16：雨虹转债的转股溢价率和纯债溢价率



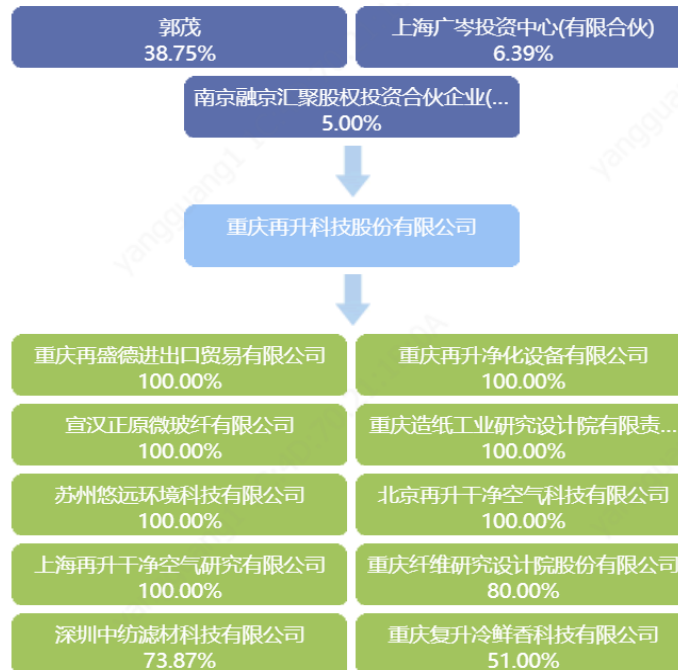
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 再升转债 (113510.SH)

2.2.1. 发债主体：再升科技为微纤维玻璃棉制造企业

再升科技成立于 2007 年 6 月，专注于超细纤维、膜材、吸附材料及吸音绝热材料等新材料的研究。公司主要产品为微纤维玻璃棉、玻璃纤维滤纸、真空绝热板芯材 (VIP 芯材)、高比表面积电池隔膜 (AGM 隔板) 及空气净化设备，体系分为“干净空气”和“高效节能”两大系列。公司生产的微纤维玻璃棉制品主要应用于冰箱、冰柜的保温材料；玻璃纤维空气过滤纸分为超高效过滤纸、高效过滤纸和中效过滤纸，主要用于空气过滤设备，公司产品质量在国内产品中处于领先水平。

图 17：再升科技股权结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司相继成立北京再升、上海再升，收购悠远环境、入股深圳中纺，逐步完成从原材料到终端产品的布局。公司拥有国际领先的玻纤棉生产基地，为滤纸、芯材、AGM 隔板的生产持续供应主要核心原材料。募投项目逐渐投产，产能正在逐渐释放，新产能对应的产品质量更加可靠。2018 年，公司 VIP 保温节能材料产量同比增长 45.9%，玻纤滤纸产量同比增长 10.97%，净化设备产量同比增长 210.33%。

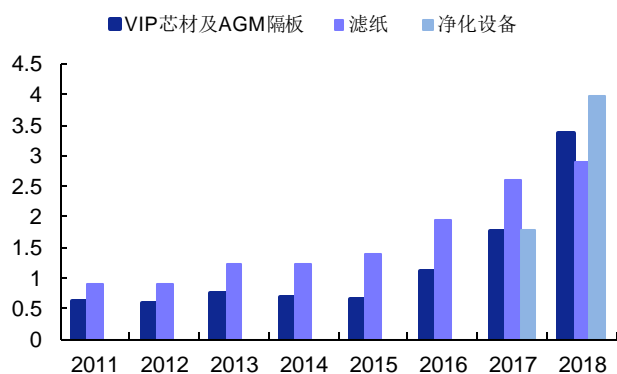
图 18：再升科技产业链布局



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

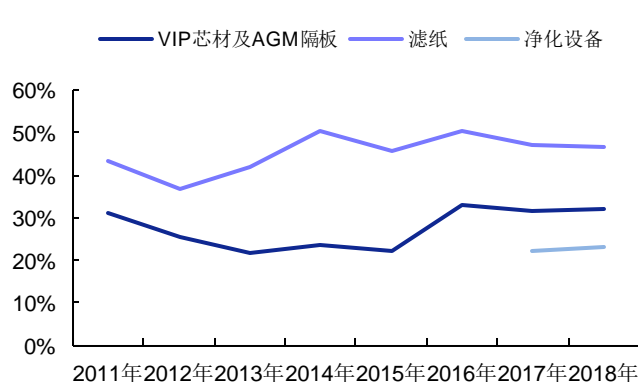
拓展空气净化设备业务，营收规模增长明显。近年来，随着环境污染、新型流感等一系列问题的产生，空气净化设备的需求与日俱增。在工业领域，尤其是进入半导体和面板行业的洁净室，仍具备较高的行业壁垒。公司全资子公司苏州悠远在空气过滤产品、生物安全防护和净化设备领域发展多年，已拥有京东方、中芯国际、天马、华星光电等国内高端领域的优质客户。公司净化设备的营收规模快速上升，2017 年实现营收 1.79 亿元，2018 年已上升至 3.97 亿元。

图 19: 2011-2019H1 再升科技主要产品营收 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 2011-2019H1 再升科技主要产品毛利率 (%)

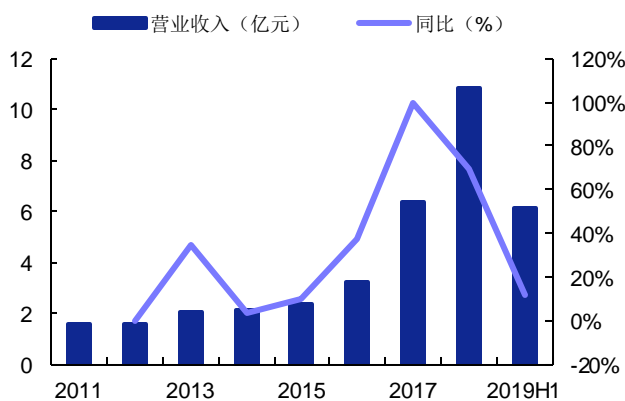


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2.2. 再升科技财务分析

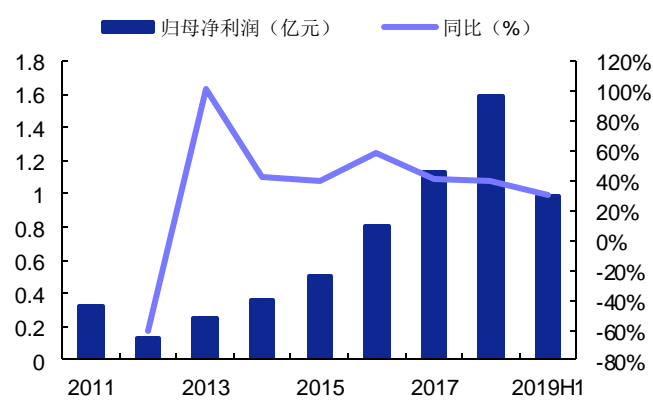
再升科技自 2015 年进入快速增长阶段，2016-2018 连续三年营收保持 35% 以上增速。2019H1，节能环保市场需求持续增长，募投项目产能逐渐释放，以及深圳中纺纳入公司合并报表，公司实现营收 6.16 亿元，同比增长 11.47%；三费方面持续降低，归母净利润 0.98 亿元，同比增长 30.14%。

图 21: 2011-2019H1 再升科技营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

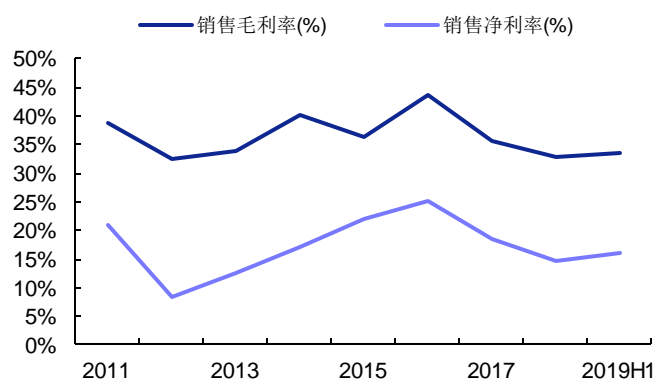
图 22: 2011-2019H1 再升科技归母净利润及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

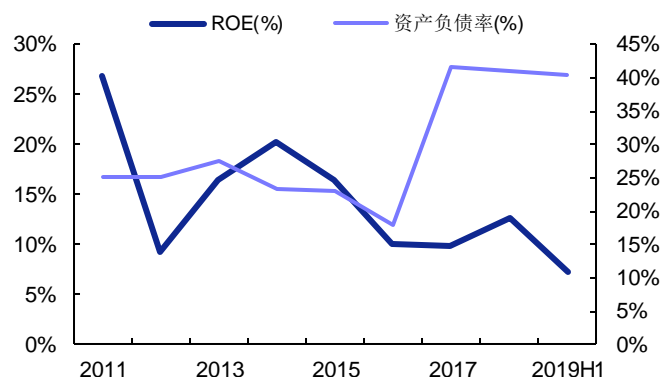
2019 年上半年，公司盈利能力提升，资产负债率有所下降。2019H1，公司销售毛利率为 33.45%，同比增长 1.27 个百分点；销售净利率为 16.14%，同比增长 2.53 个百分点，盈利能力有明显提升。公司于 2017 年 8 月全资收购苏州悠远，合并报表后应付账款及其他应付款增加较多，导致资产负债率快速上升至 41.77%。经过 18-19 年的连续调整，公司资产负债率逐渐下降，19H1 降至 40.36%。

图 23: 2011-2019H1 再升科技毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

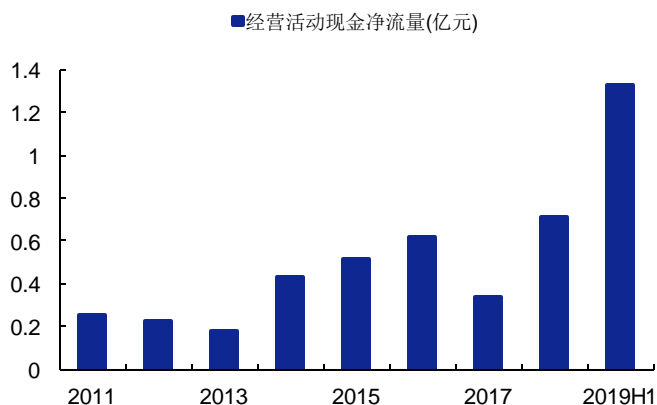
图 24: 2011-2019H1 再升科技 ROE 及资产负债率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

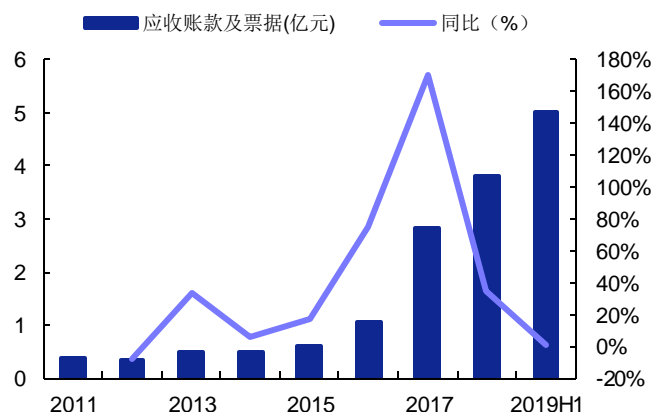
公司经营现金净流量大幅提升, 应收账款同比小幅增加。2019 年中报, 公司经营活动现金净流量为 1.33 亿元, 高于 2018 年全年的经营活动现金净流量 0.62 亿元, 现金流情况明显改善。2017 年以来公司应收账款逐渐增加, 主要因为收购苏州悠远等子公司, 悠远环境生产的高端净化设备应用领域受工程建设周期影响, 大额订单周期相对较长。目前应收账款得到有效控制, 2019H1 应收账款同比增速仅为 1.21%。

图 25: 2011-2019H1 再升科技经营活动现金净流量



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 26: 2011-2019H1 再升科技应收账款及变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2.3. 再升科技信用分析

公司主体及债券评级均为 AA-。联合评级在 2017 年 7 月给予公司 AA- 评级, 2019 年维持该评级; 中证指数于 2018 年 6 月首次给予公司主体及债券评级 A-。

表 7: 再升转债主体及债券评级

评级标准	发布日期	信用评级	变动方向	评级机构
债券评级	2019.6.10	AA-	维持	联合评级
主体评级	2019.6.10	AA-	维持	联合评级
债券评级	2018.6.22	A-	首次	中证指数有限公司
主体评级	2018.6.22	A-	首次	中证指数有限公司
债券评级	2017.7.31	AA-	首次	联合评级
主体评级	2017.7.31	AA-	首次	联合评级

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

再升获得的银行授信额度增长较快。截止 2018 年底，公司获得银行授信额度为 8.6 亿元，其中未使用信用贷为 5.6 亿元。

表 8：再升科技银行授信

截止日期	授信额度 (亿元)	已使用信用贷 (亿元)	未使用信用贷 (亿元)
2017.6.30	2.85	1.44	1.41
2017.12.31	4.83	3.36	1.47
2018.12.31	8.6	3	5.6

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2.4. 再升转债分析

再升转债于 2018 年 7 月 13 日上市，发行规模 1.14 亿元，期限 6 年，债券采取累进利率，当期票面利率分别为 0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，到期赎回价为 108 元（含最后一期利息），信用评级 AA-。债券初始转股价格为 11.32 元/股，2019 年 9 月 9 日，每股派息 0.3 元，转股价格调整至 8.59 元/股。特殊条款方面，福能转债的下修条款设置较优厚。具体来看，有条件赎回条款的设置 15/30、130%；有条件回售条款的设置 30、70%；下修条款设置为 10/20，85%。

再升转债募集资金 1.14 亿元，募投项目为“年产 4.8 万台民用/商用/集体防护空气净化单元建设”，该项目拟投资总额为 1.18 亿元。

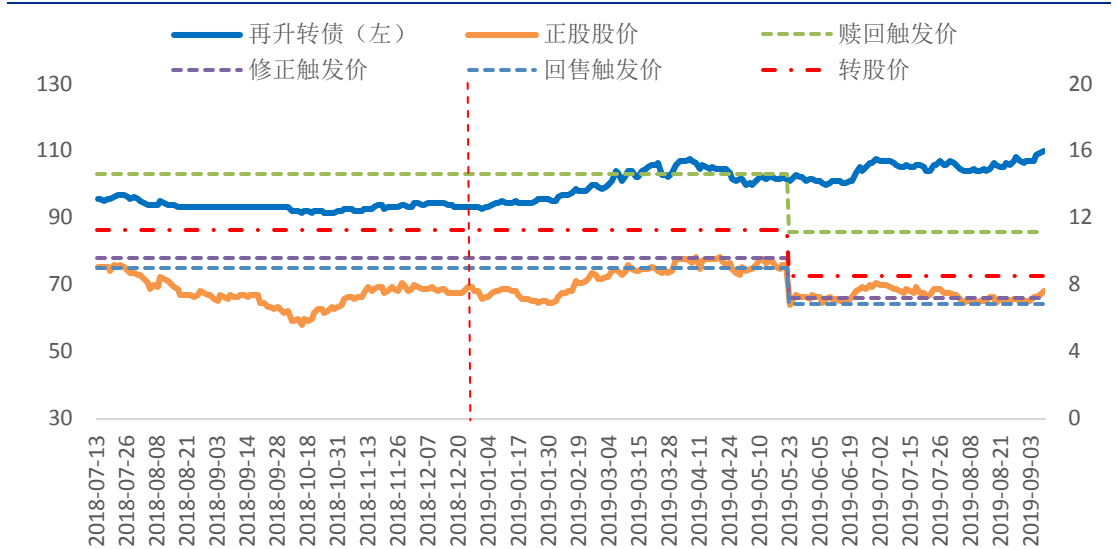
表 9：再升转债条款

转债名称	再升转债	正股名称	再升科技
转债代码	113510.SH	正股代码	603601.SH
发行规模	1.14 亿	转股代码	191510
主体评级	AA-	债项评级	AA-
存续期	6 年	转股期间	2018-12-25 至 2024-06-18
初始转股价格	11.32 元/股	初始转股比例	8.83
票面利率	第一年为 0.40%、第二年为 0.60%、第三年为 1.00%、第四年为 1.50%、第五年为 1.80%、第六年为 2.00%。		
下修条款	存续期间，10/20，85%		
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后五个交易日内，按可转债票面面值的 108%（含最后一期利息） (2) 有条件赎回：转股期内，15/30、130%；未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	最后两个计息年度，连续 30 个交易日低于转股价格的 80%。		

资料来源：Wind，安信证券研究中心

再升转债价格稳步上涨，于 2018 年 12 月 25 日开始转股期。因为正股再升科技的股价较为稳定，转债的波动幅度较小，从 2019 年 3 月至今转债价格处于 100-110 元之间震荡。因为派息影响，再升转债的转股价格发生一次调整，目前转股价格为 8.59 元。正股价格自转债发行以来一直处于转股价格的下方，且股价距离较大。

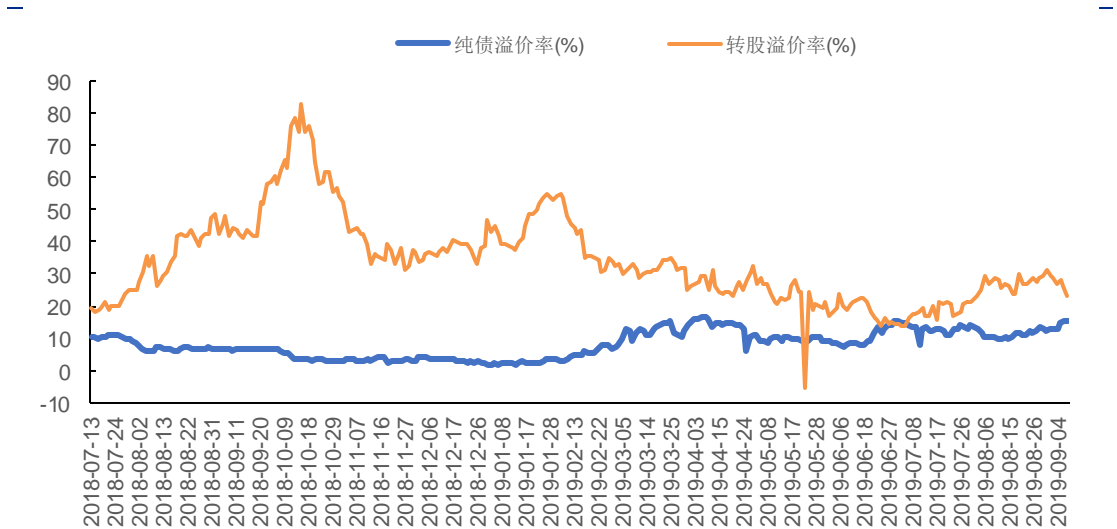
图 27: 再升转债与正股价格 (元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

截止 2019 年 9 月 9 日, 再升转债价格为 110.01 元, 纯债价值为 83.82 元, 纯债溢价率为 31.40%, 股性较强; 转股价值为 89.40 元, 转股溢价率为 23.05%; 到期收益率为 0.55%。目前剩余年限为 4.78 年, 未转股比例为 99.84%。

图 28: 再升科技的转股溢价率和纯债溢价率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3. 万年青拟发行 10 亿元可转债

2.3.1. 发债主体: 万年青为水泥区域龙头企业

万年青属于中国建材旗下水泥企业。万年青是江西水泥龙头企业, 具备 60 年的建厂历史, 是我国最早采用国产新型干法水泥工艺线的厂家。公司水泥销售市场以江西为主, 并向福建、浙江、广东等周边省份辐射。目前第一大股东江西水泥持股占比 42.58%, 中国建材持股比例 4.89%。万年青子公司主要包括在江西各市县成立的水泥子公司以及混凝土公司。

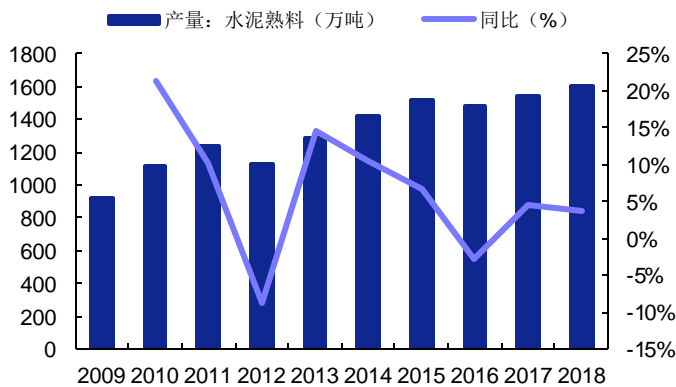
图 29：万年青股权结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

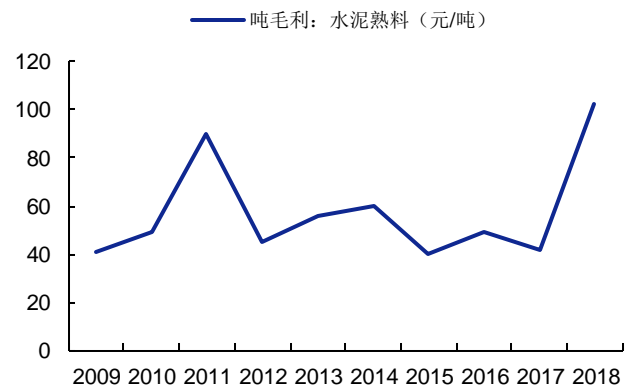
目前万年青拥有 13 条熟料生产线，熟料产能接近 1400 万吨/年，水泥产能接近 2500 万吨/年。公司水泥熟料产量在 2015-2018 年维持在 1500-1600 万吨，增长相对稳定。2018 年，公司水泥熟料的吨毛利攀升至 102.33 元/吨，单吨毛利同比增加 60.56 元。

图 30：2009-2018 年水泥熟料产量（万吨）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

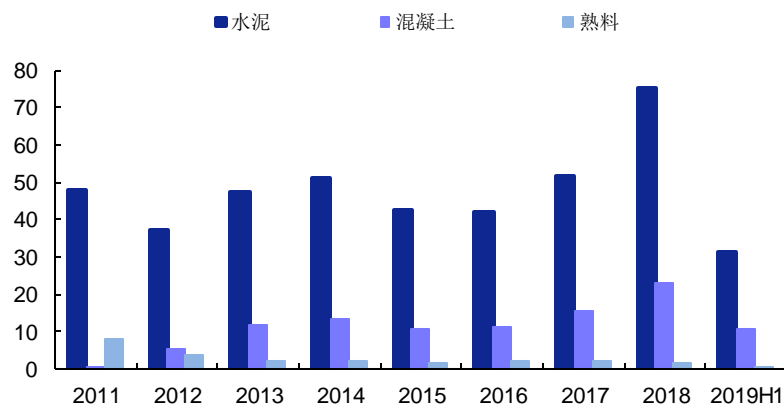
图 31：2009-2018 年水泥熟料吨毛利（元/吨）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

万年青目前主要销售产品是水泥、混凝土以及少量熟料。2018 年，水泥营收占比为 73.59%，混凝土营收占比为 22.70%，熟料营收占比为 1.47%。同时公司还在积极拓展新型砖的业务，2019 年上半年实现营收 0.78 亿元，超过外销熟料的营收规模。

图 32: 2011-2019H1 万年青主要产品营收 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

传统产业改造升级, 新兴产业培育壮大。根据公司 2019 半年报披露, 德安项目三个标段同时推进, 万年厂技改环保搬迁项目正式取得环评批复, 场地平整接近尾声; 完善商砼产业站点布局, 上犹新材新增二线正式投产, 安远商砼已试机投产。同时公司大力发展骨料项目, 乐平镇钨矿年产 300 万骨料生产线已完成土地征收和相关招标工作; 瑞金、万年骨料项目正式启动, 万铜公司铜尾矿制备绿色建材产品项目稳步推进, 争取一期项目年内开工建设, 明年 6 月建成投产。

2.3.2. 拟发行可转债

万年青拟发行 10 亿元可转债, 用于水泥生产线建设及技改。2019 年 3 月, 万年青发布公告拟公开发行可转债, 募集资金总额不超过 10 亿元, 发行期限不超过六年。募投资金主要用于两项水泥产线建设或技改项目, 一是德安一条 6600t/d 熟料水泥生产线, 一是万年水泥厂的 2x5100t/d 熟料水泥生产线异地技改搬迁工程。在募集资金到位前, 公司会根据项目的实施进度通过自筹资金先行投入, 在募集资金到位后再予以置换。2019 年 4 月, 可转债有关事项获得江西省国资委批复; 2019 年 8 月, 中国证监会对公司发行可转债事项予以受理。

表 10: 万年青可转债募投项目

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金计划投入金额 (亿元)
1	江西德安万年青水泥有限公司建设一条 6600T/D 熟料水泥生产线 (配套余热发电) 项目	11.21	4.00
2	江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂 2×5100t/d 熟料水泥生产线 (配套余热电站) 异地技改环保搬迁工程	16.89	6.00
合计		28.10	10.00

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司主体及债券评级均为 AA+。中证鹏元在 2012 年 5 月首次给予公司 AA 评级, 在之后多年来维持评级, 在 2019 年 5 月调高评级为 AA+。

表 11: 万年青主体及债券评级

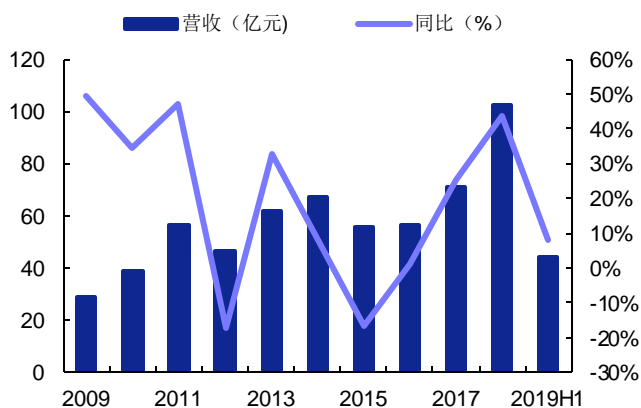
评级标准	发布日期	信用评级	变动方向	评级机构
债券评级	2019.5.23	AA+	调高	中证鹏元
主体评级	2019.5.23	AA+	调高	中证鹏元
债券评级	2018.4.28	AA	维持	中证鹏元
主体评级	2018.4.28	AA	维持	中证鹏元

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3.3. 万年青财务分析

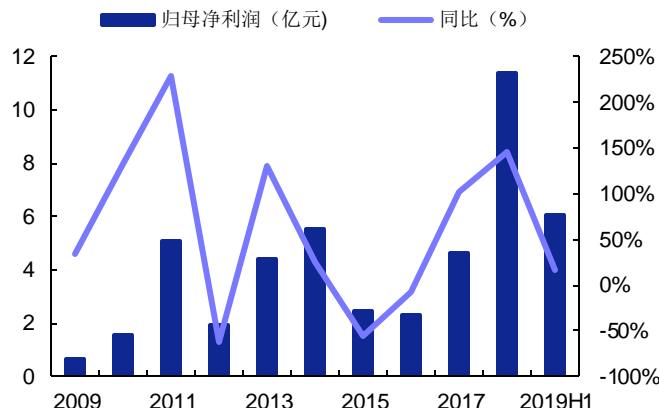
2019年上半年,受区域雨水较多、砂石供应紧张等影响,公司营收利润增速有所回落。2019H1,公司实现营收44.21亿元,同比增长8.07%;归母净利润6.03亿元,同比增长17.39%。江西省持续实施乡村振兴战略,秀美乡村中小型工程有望在下半年集中开工建设,因雨水延误的工程将有望在下半年加速推进,预计水泥价格也将有所回升。

图 33: 2009-2019H1 万年青营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

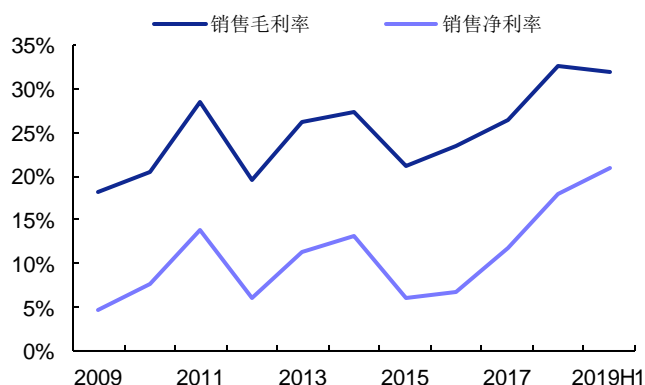
图 34: 2009-2019H1 万年青归母净利润及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

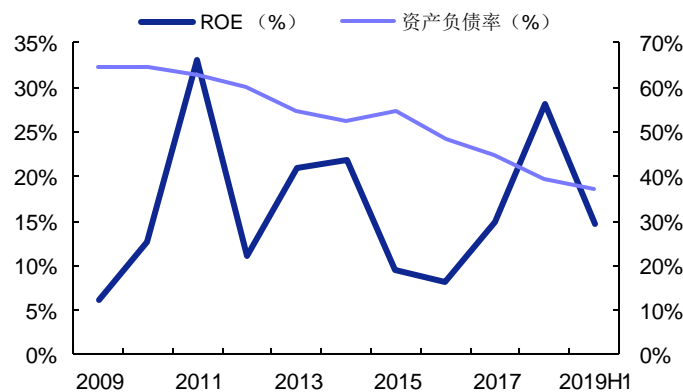
销售净利率有较大提升,资产负债率持续下降。上半年,公司窑运转率同比上升2.3%,停窑次数减少54次,吨熟料标煤耗同比下降0.55kg,水泥熟料耗比下降0.65%。全面拓展煤炭采购渠道,提高煤炭直供和自采比例。同时公司加强管理及财务费用的管理,上半年降低财务成本2000余万元,推进ERP系统的建设,实现提质增效4940万元。由于三费的有效控制,公司2019H1销售毛利率为31.93%,销售净利率为20.96%。另外自2009年至今,公司资产负债率总体呈现向下趋势,2019H1资产负债率为37.39%,较年初下降1.99个百分点。

图 35: 2009-2019H1 万年青毛利率及净利率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

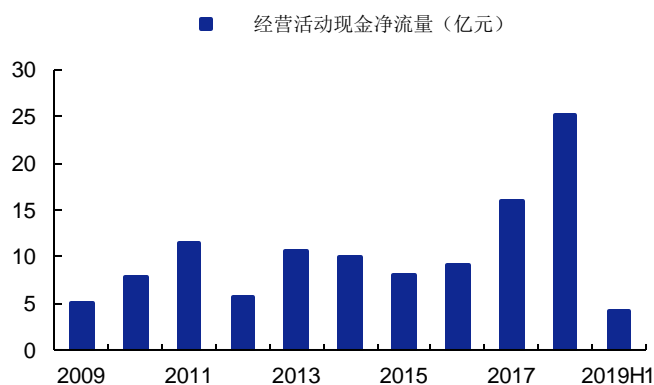
图 36: 2009-2019H1 万年青 ROE 及资产负债率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

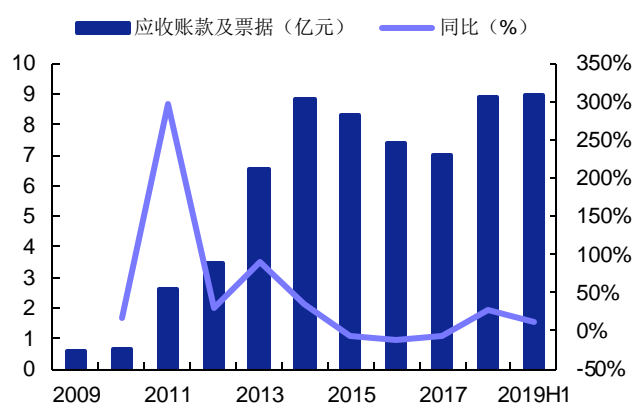
受益于水泥行业景气度的上升,17-18年公司经营活动现金净流量大幅度上升。同时公司应收账款及票据保持在相对稳定状态,2019H1同比增长11.57%。

图 37: 2009-2019H1 万年青经营活动现金净流量



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 2009-2019H1 万年青应收账款及变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 投资建议

- ①看好建材行业四季度行情, 房地产竣工增速预计逐渐回正, 基建补短板利好政策不断推出, 建材行业有望迎来板块的估值提升。
- ②可转债市场关注雨虹转债, 正股受益于行业集中度提升逻辑, 业绩增长较为确定。

4. 风险提示

下游地产及基建政策的不确定性、原材料价格波动对主体业绩的影响。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳、杨光声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034