

## 【债券日报】

## 领先制药设备制造商，完善产品线创新破局 ——楚天转债上市定价分析

### ❖ 营收稳步增长净利润短期承压，多样产品矩阵提供成长动力

正股楚天科技为国内领先、国际知名的制药设备制造商。公司致力于为全球医药客户提供整体解决方案及技术，主要业务涵盖制药制水、生物工程、无菌制剂、固体制剂、检测后包、中药制剂、智能与信息化、EPCMV 服务、细胞与基因治疗等九大业务板块，具备水剂类整体解决方案和固体制剂整体解决方案能力。公司为国内领先的制药装备制造商，也是我国替代进口制药装备产品的代表企业，水剂类制药装备产销量居国内行业前列，现已成为世界医药装备行业的主要企业之一，先后有多项重点新产品填补了世界或国内的空白。

**前三季度营收稳步增长，净利润相对承压。**2019-2022 年公司营收规模快速平稳增长，CAGR 为 49.84%；归母净利润快速上升后持平，CAGR 为 129.35%。**2023 年前三季度，公司实现营业收入 51.34 亿元，同比增加 14.22%；归母净利润为 2.87 亿元，同比减少 37.91%。**净利润同比大幅下降主要是由于行业发展、原材料价格波动和产品结构调整等多重不利因素叠加使得毛利率同比下滑，同时，公司管理费用、利息支出及汇兑损失等财务费用的同比增长进一步拉低了公司净利润。单三季度实现营收 17.78 亿元，同比+9.44%，环比-1.41%；归母净利润 2,022.26 万元，同比-87.61%，环比-84.89%。

**产品售价调整叠加原材料价格上升，毛利率呈持续下滑态势。**2019-2022 年公司综合毛利率先升后降，2023 年前三季度实现综合毛利率 31.34%，同比下降 6.13pct，主营业务产品中除无菌制剂业务毛利率较 2022 年略微上升，其余产品毛利率均出现下滑。2023 年 1-9 月，公司下调了部分产品的销售价格，同时由于部分产品中前期采购的原材料价格相对较高，因此使得营业成本的增长幅度远大于营业收入的增长幅度，综合导致毛利润及毛利率同比下滑。

**新建生物工程项目及三大研究中心，扩大产能打造新增长点。**公司本次向不特定对象发行可转换公司债券拟募集资金总额为人民币 100,000.00 万元（含本数），扣除发行费用后将全部用于：（1）“**生物工程一期建设项目**”，建设生产生物制药行业所需安全先进的大规模生物反应器及配液系统，项目共购置 406 台/套设备及 1 套信息系统，达产后正常年不含税销售收入将达 110,000 万元，投产后年平均净利润达 12,664 万元；（2）“**医药装备与材料技术研究中心项目**”，新建生化技术研究中心，高分子材料研究中心，制剂技术研究中心，改善研发条件。项目拟购置 266 台/套设备及 2 套信息系统，建设工期计划从 2023 年 3 月至 2025 年 3 月；（3）补充流动资金。

### ❖ 条款及定价分析：

楚天科技于 2024 年 2 月 23 日发布公告，楚天转债将于 2 月 29 日上市。楚天转债发行规模 10.00 亿元，债项评级 AA 级，根据 2 月 27 日中债同等级企业债到期收益率 3.3714% 测算，债底约为 94.89 元，2 月 27 日楚天转债平价为 94.10 元，**债底提供较强安全垫。三大条款中规中矩。**

根据 2024 年 2 月 27 日楚天科技收盘价测算转债平价为 94.10 元，以溢价率拟合和可比券的两种方法分别进行上市价格预测，结果如下：（1）参考我们溢价率拟合的模型，**预计楚天转债上市首日转股溢价率在 27.56% 附近，对于 2 月 27 日平价，楚天转债上市价格预计在 120.04 元。**（2）参考目前行业相同、平价相近的普利转债（转股溢价率 26.24%）及亚药转债（转股溢价率 31.13%），预计楚天转债上市首日转股溢价率预计在 25%-30% 区间，对于 2 月 27 日平价，楚天转债上市价格预计在 117.63-122.33 元。

### ❖ 风险提示：

技术研发进度不及预期、行业周期波动风险、项目不及预期。

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：周冠南

电话：010-66500886  
邮箱：zhouguannan@hcyjs.com  
执业编号：S0360517090002

#### 证券分析师：张文星

邮箱：zhangwenxing@hcyjs.com  
执业编号：S0360523110001

#### 相关研究报告

《【华创固收】转债市场日度跟踪 20240227》  
2024-02-27  
《【华创固收】转债市场日度跟踪 20240226》  
2024-02-26  
《【华创固收】转债市场日度跟踪 20240223》  
2024-02-24  
《【华创固收】转债市场日度跟踪 20240222》  
2024-02-22  
《【华创固收】转债市场日度跟踪 20240221》  
2024-02-21

# 目 录

<b>一、正股基本面：领先制药设备制造商，完善产品线创新破局</b> .....	<b>4</b>
1、营收稳步增长净利润短期承压，多样产品矩阵提供成长动力 .....	4
2、下游刚性增长叠加政策支持，制药设备市场空间广阔 .....	8
3、新建生物工程项目及三大研究中心，扩大产能打造新增长点 .....	11
<b>二、条款及上市定价分析</b> .....	<b>12</b>
（一）评级一般规模不大，摊薄比例尚可 .....	12
（二）债底预计在 94.89 元附近，2024 年 2 月 27 日平价为 94.10 元.....	12
<b>三、风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图表 1	公司所处行业的上下游行业 .....	4
图表 2	公司营收及归母净利润（亿元） .....	5
图表 3	公司主营业务收入占比 .....	5
图表 4	公司“一纵一横一平台”发展战略规划 .....	5
图表 5	Romaco 公司营收及净利润（万欧元） .....	6
图表 6	公司国内外业务收入占比 .....	6
图表 7	公司利润率、期间费用率变化情况 .....	7
图表 8	公司主要产品毛利率变化情况 .....	7
图表 9	公司期间费用率各项目变动 .....	7
图表 10	公司理论产能及产能利用率 .....	7
图表 11	公司主要原材料采购金额（亿元） .....	8
图表 12	公司主要能源采购金额（万元） .....	8
图表 13	前五大客户的销售金额占比走势 .....	8
图表 14	2023Q1-Q3 供应商采购金额占比 .....	8
图表 15	全球药品使用量（十亿限定日剂量 DDD）及预测 .....	9
图表 16	中国药品使用量（十亿 DDD） .....	9
图表 17	中国药品支出（十亿美元） .....	9
图表 18	中国制药装备行业相关政策 .....	10
图表 19	中国及全球制药装备市场规模对比 .....	11
图表 20	中国及全球制药装备市场规模增速对比 .....	11
图表 21	全球生物医药支出（十亿美元） .....	11
图表 22	全球肿瘤药物支出（十亿美元） .....	11
图表 23	可转债募投项目 .....	12
图表 24	楚天转债发行条款信息 .....	13
图表 25	转债价格相对正股价格敏感性分析 .....	13
图表 26	楚天科技 PE-band .....	14
图表 27	楚天科技 PB-band .....	14

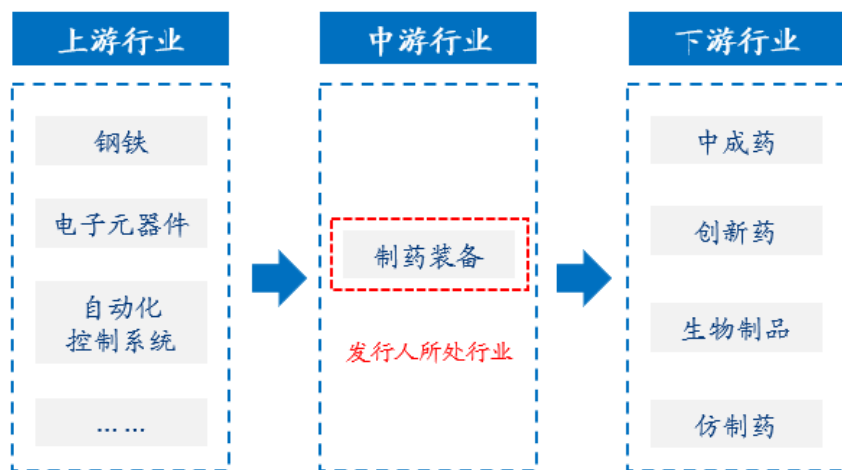
## 一、正股基本面：领先制药设备制造商，完善产品线创新破局

### 1、营收稳步增长净利润短期承压，多样产品矩阵提供成长动力

正股楚天科技为国内领先、国际知名的制药设备制造商。公司致力于为全球医药客户提供整体解决方案及技术，主要业务涵盖制药制水、生物工程、无菌制剂、固体制剂、检测后包、中药制剂、智能与信息化、EPCMV 服务、细胞与基因治疗等九大业务板块，具备水剂类整体解决方案和固体制剂整体解决方案能力。公司为国内领先的制药装备制造，也是我国替代进口制药装备产品的代表企业，水剂类制药装备产销量居国内行业前列，现已成为世界医药装备行业的主要企业之一，先后有多项重点新产品填补了世界或国内的空白。

原材料市场供应充足，下游行业投入增加、需求进阶。公司上游涉及钢铁、电子元器件和自动化控制系统等行业，供应市场较为成熟，原材料市场竞争充分且产品供应充足，可以充分保障公司原材料采购。公司下游主要为医药制造业，医药制造工业产值的增长和固定资产投资的增加带来制药装备需求的提升。

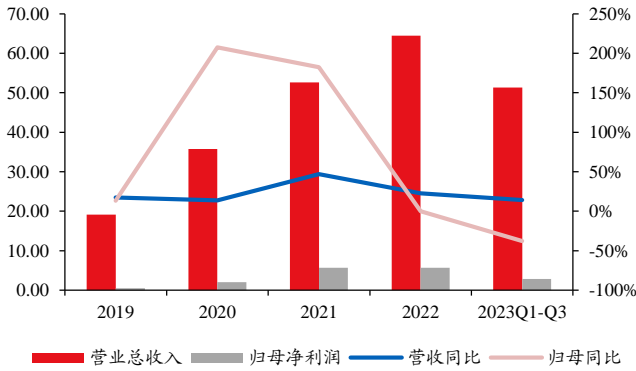
图表 1 公司所处行业的上下游行业



资料来源：公司可转债募集说明书，华经产业研究院，华创证券

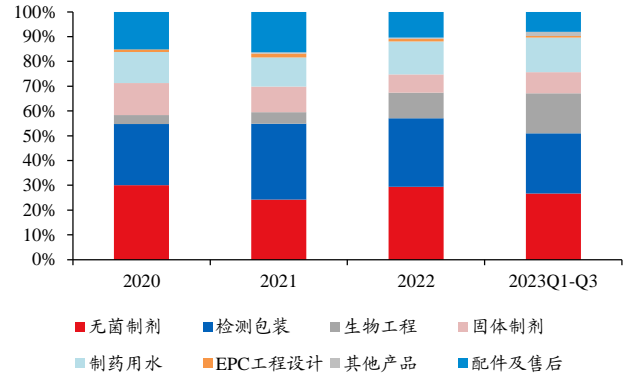
前三季度营收稳步增长，净利润相对承压。2019-2022 年公司营收规模快速平稳增长，CAGR 为 49.84%；归母净利润快速上升后持平，CAGR 为 129.35%。2023 年前三季度，公司实现营业收入 51.34 亿元，同比增加 14.22%；归母净利润为 2.87 亿元，同比减少 37.91%。净利润同比大幅下降主要是由于行业发展、原材料价格波动和产品结构调整等多重不利因素叠加使得毛利率同比下滑，同时，公司管理费用、利息支出及汇兑损失等财务费用的同比增长进一步拉低了公司净利润。单三季度实现营收 17.78 亿元，同比+9.44%，环比-1.41%；归母净利润 2,022.26 万元，同比-87.61%，环比-84.89%。

图表 2 公司营收及归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

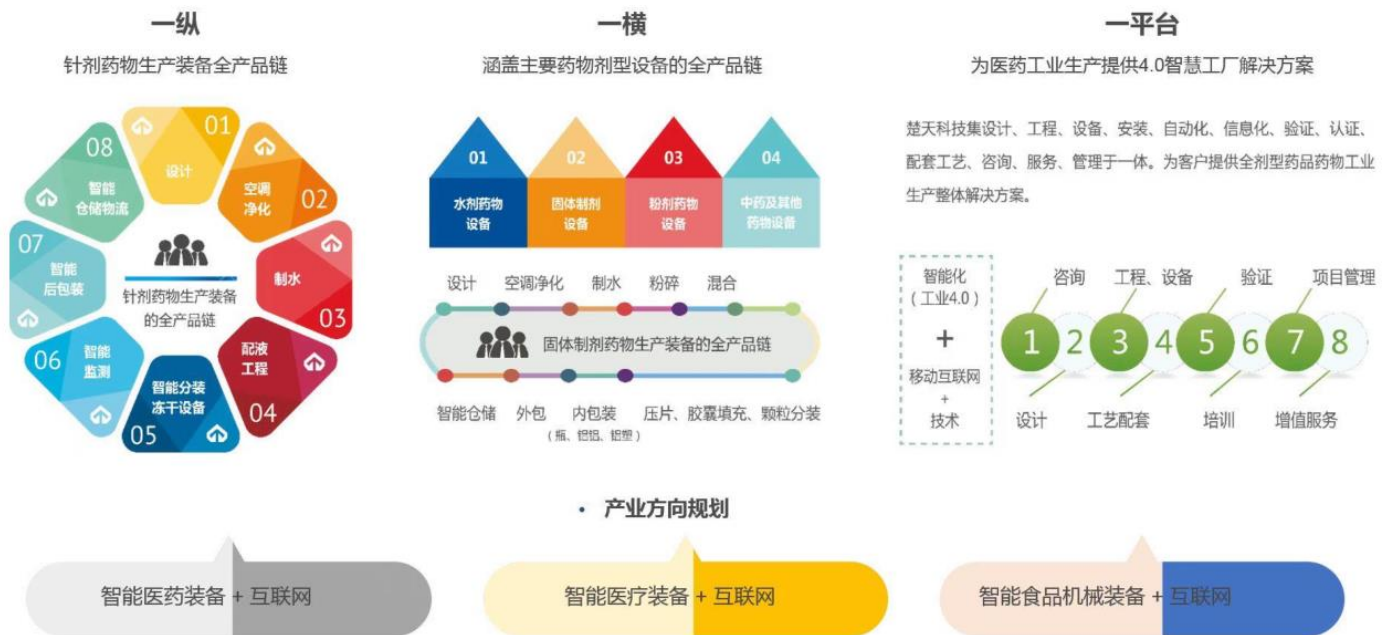
图表 3 公司主营业务收入占比



资料来源: 公司可转债募集说明书, 华创证券

产品布局多点开花，“一纵一横一平台”布局稳步推进。公司持续推进业务多元化发展，丰富产品链条，已形成生物工程、无菌制剂等九大产品模块、数十种产品类型，由“单一赛道”转向“赛场”发展，有效平滑各产品线增长波动。公司“在横向上搭建涵盖主要药物制剂设备的全产品链，纵向上实现针剂药物生产装备的全产业链贯通，成为医药工业生产 4.0 智慧工厂解决方案的提供者”的“一纵一横一平台”布局推进顺利。具体来看，**无菌制剂及检测包装方面**，两项均占比较大且比较稳定，2023 年前三季度营收合计占比 50.96%。**生物工程方面**，生物制药近几年在国内发展较快，公司生物工程解决方案及单机产品占比从 2019 年的 3.72% 增加到 2023 年前三季度的 16.18%，呈现快速提升态势。**制药用水方面**，近些年占比均在 12% 上下浮动，整体较为稳定。**固体制剂及配件方面**，由于公司该业务收入主要来源 Romaco 公司 2023 年受到欧洲当地宏观因素的持续影响以及 2022 年以来能源危机带来的物价上涨等因素，致使上游配件的采购交付、生产成本受到一定程度影响，两者占比均有所下降，2023 年前三季度营收合计占比 16.62%。

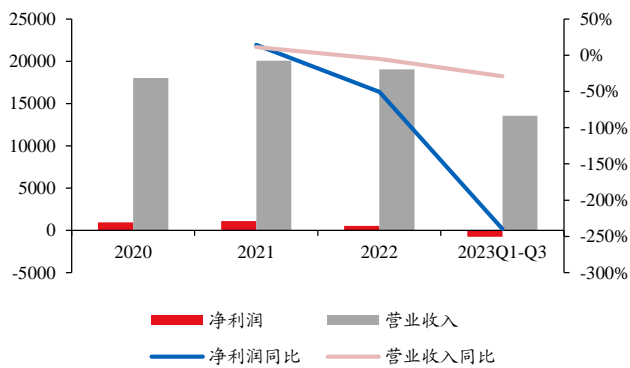
图表 4 公司“一纵一横一平台”发展战略规划



资料来源: 公司 2022 年年度报告

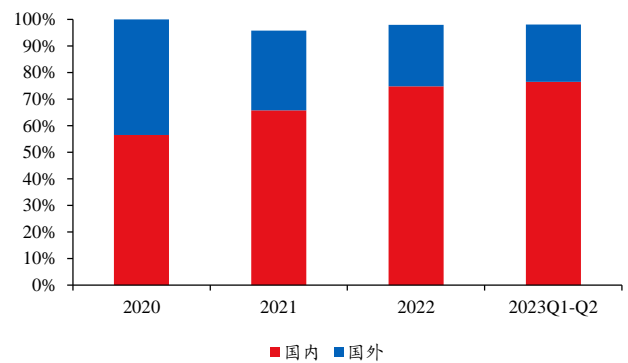
子公司建设稳定高效，供应链管理持续强化，全球布局打开成长新空间。公司一方面积极收购/合资设立楚天飞云、楚天长兴、楚天微球等国内知名的制药装备厂商，形成制造单元，建成完善的精密加工制造体系，摆脱产能因外协造成的波动，强化制造技术优势；另一方面于2020年10月完成对世界领先制药设备厂商 Romaco 的收购，并通过与 Romaco 深度融合，实现“产品+技术+市场”多维赋能。同时，Romaco 公司服务于180个国家/地区的用户，依托 Romaco 公司海外市场优势，公司快速扩充国际销售与服务体系人员，本部相关产品已出口至40多个国家和地区。未来几年，公司还将促使更多的境外销售与服务网点落地，拓展国际业务本土化战略，海外业务拓展未来可期。

图表 5 Romaco 公司营收及净利润（万欧元）



资料来源：公司可转债募集说明书，华创证券

图表 6 公司国内外业务收入占比

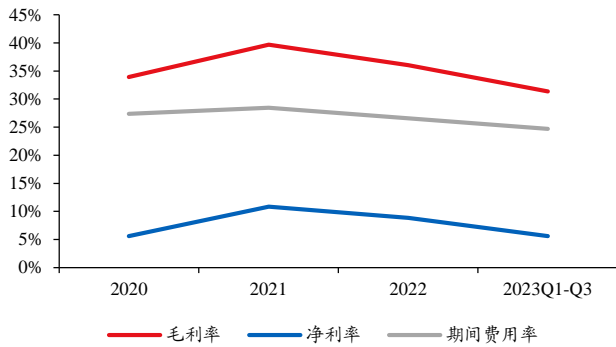


资料来源：wind，华创证券

产品售价调整叠加原材料价格上升，毛利率呈持续下滑态势。2019-2022 年公司综合毛利率先升后降，2023 年前三季度实现综合毛利率 31.34%，同比下降 6.13pct，主营业务产品中除无菌制剂业务毛利率较 2022 年略微上升，其余产品毛利率均出现下滑。2023 年 1-9 月，公司下调了部分产品的销售价格，同时由于部分产品中前期采购的原材料价格相对较高，因此使得营业成本的增长幅度远大于营业收入的增长幅度，综合导致毛利润及毛利率同比下滑。

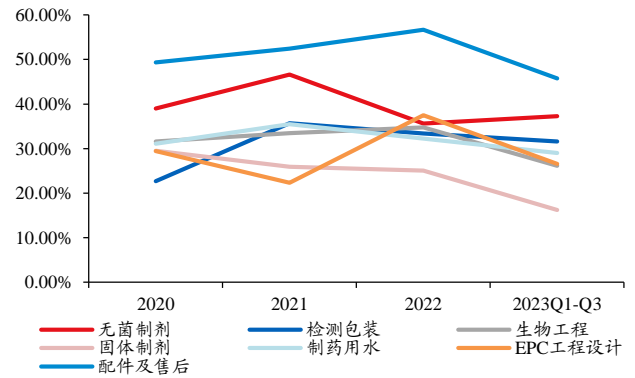
无菌制剂毛利率略微上升，其余主营业务均下滑。无菌制剂及检测包装业务均为公司优势产品，议价能力较强，且二者通常组成制药生产线进行销售，因此二者毛利率变化趋势一致。2023 年前三季度无菌制剂毛利率 37.30%，较 2022 年全年上升 1.69pct；检测包装毛利率 31.60%，较 2022 年全年下降 1.77pct。生物工程业务毛利率 26.11%，相对 2022 年度下降 8.66pct，主要为开拓市场个别订单金额较大毛利较低所致。固体制剂业务毛利率 16.24%，延续 2020 年来持续下降趋势，相对 2022 年度下降 8.79pct，主要系 Romaco 公司生产熟练工人短缺，但固定成本未减少所致。制药用水业务毛利率小幅下降 3.24pct。配件及售后业务毛利率 45.78%，较 2022 年下降 10.93pct。

图表 7 公司利润率、期间费用率变化情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 公司主要产品毛利率变化情况

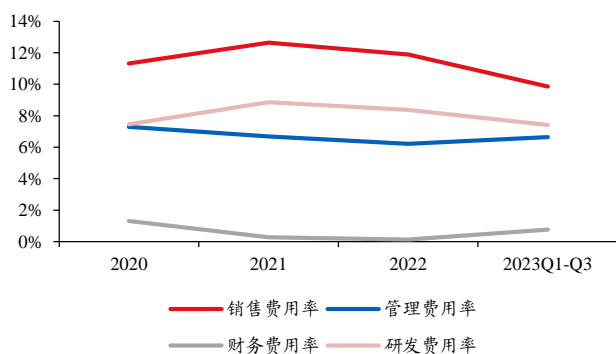


资料来源: 公司可转债募集说明书, 华创证券

**期间费用同比增加, 加剧净利润压力。**2020 至 2022 年期间费用率先升后降, 2023 年前三季度期间费用率 24.67%, 同比-0.84pct, 其中销售、管理、财务、研发费用率分别为 9.86%、6.64%、0.76%、7.41%, 同比-1.06pct、+0.43pct、+0.71pct、-0.92pct。2023 前三季度公司期间费用同比增加 11,991.97 万元, 主要为管理费用和财务费用的增加。具体包括: 引进高级管理人才以及稳定核心管理团队带来薪酬成本增加, 在建工程陆续转固、SAP 系统上线、购置土地等导致固定资产折旧和无形资产摊销同比增加, 综合导致管理费用同比增加 6,170.98 万元; 同时, 母公司及下属公司银行借款增加致使利息支出变大, 叠加汇率波动导致的财务汇兑损失, 导致财务费用同比增加。

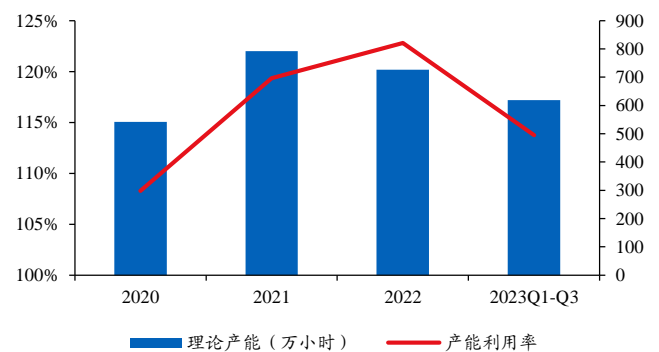
**产量稳步上升, 产能利用率维持高位。**公司产品为高定制化的非标准设备, 而产品主要生产环节为组装、调试等, 因此产品实际生产能力取决于工人总工时、装配调试场地面积等, 产能具有弹性。2023 年前三季度理论产能为 618.8 万小时, 产能利用率为 113.75%, 2020 至 2023 年前三季度产能利用率均在 100% 以上, 维持高位。从产量来看, 2020 年至 2022 年年产量稳步上升, 2023 年前三季度生产量为 4934 线/台, 2022 年全年为 5102 线/台。

图表 9 公司期间费用率各项目变动



资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 公司理论产能及产能利用率

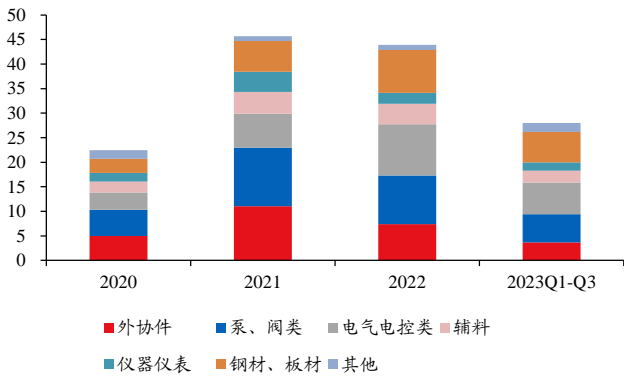


资料来源: 公司可转债募集说明书, 华创证券

**定制化产品销售价格差距大, 外采转自行加工助推采购金额下降。**产品价格方面, 公司产品种类较多, 型号复杂, 均为依照客户需求进行定制的非标准化产品, 销售价格差异较大。**原材料方面,**公司原材料采购以外协件、泵阀类、电气电控类和钢材板材类材料

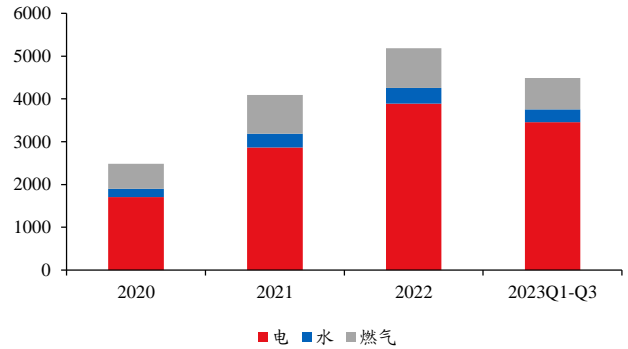
为主，其中外协件材料采购占比自 2022 年度开始有所下降，2023 年前三季度外协采购金额占比为 12.99%，较 2022 年下降 3.78pct，较 2021 年下降 11.11pct，主要是公司近年设立了精密加工类子公司自行加工部分外协件，以减少在供货紧张时期部分原材料交付风险；泵阀类和电气电控类材料采购占比有所波动，主要因相关产品订单及销售情况影响；钢材、板材类材料采购占比相对稳定。同时，随着经营规模的提升，公司的能源的耗量也逐渐增加。

图表 11 公司主要原材料采购金额（亿元）



资料来源：公司可转债募集说明书，华创证券

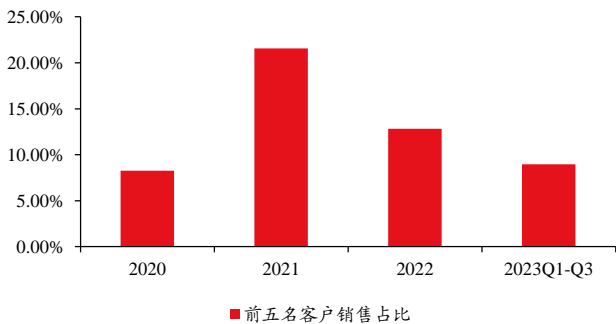
图表 12 公司主要能源采购金额（万元）



资料来源：公司可转债募集说明书，华创证券

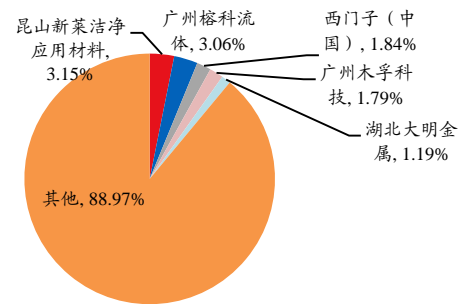
**客户集中度逐年下降，主要原材料供应商稳定。**公司采用订单驱动制生产模式，形成了境内、境外两大市场并驾齐驱的销售体系。公司下游客户较为分散，前五大客户销售金额占比自 2021 年后逐年走低，从 2021 年的 21.56% 下降至 2023 年前三季度的 8.97%。同时，公司的供应商也呈现分散态势，主要原材料供应商稳定。前五大供应商采购金额占比基本维持在 10% 左右，2023 年前三季度较 2022 年上升 0.68pct 至 11.03%。

图表 13 前五大客户的销售金额占比走势



资料来源：公司可转债募集说明书，华创证券

图表 14 2023Q1-Q3 供应商采购金额占比



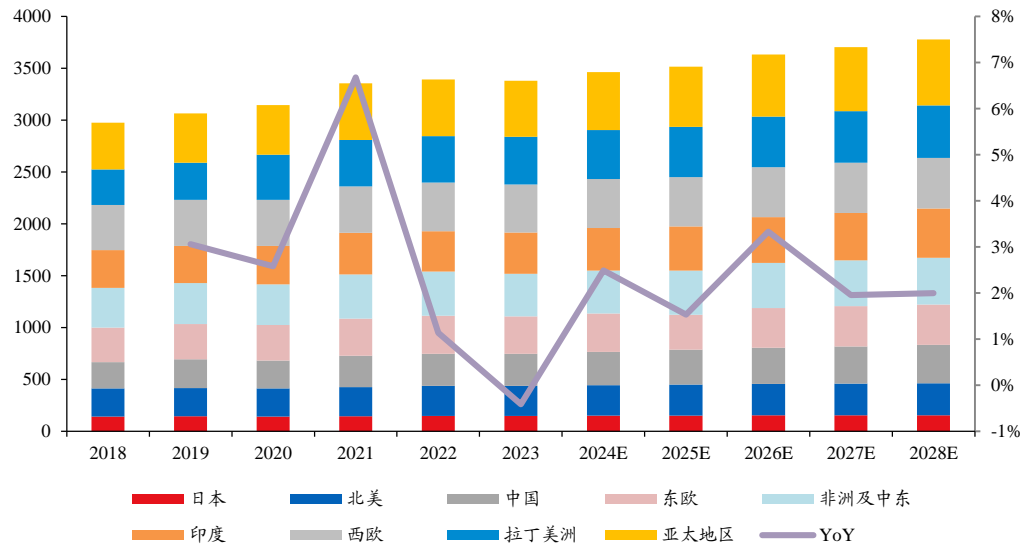
资料来源：公司可转债募集说明书，华创证券

## 2、下游刚性增长叠加政策支持，制药设备市场空间广阔

**下游医药行业平稳增长，助推制药装备市场稳步扩张。**近几年，全球医药行业整体仍将保持平缓增长状态，刚性特征明显。根据 IQVIA 预测，受益于新药上市所带来的动能、药品专利到期以及生物药的日益崛起，2028 年全球药品支出（按折扣及返利前价格计算）将达到 2.3 万亿美元，每年增速达 5-8%。同时，全球药品使用量（基于限定日剂量预估的药品出货量建模）也将以约 2% 的增速稳步增长，预计到 2028 年将再增加 4000

亿个。下游医药制造业的持续增长有助于推动制药装备市场稳步扩张。

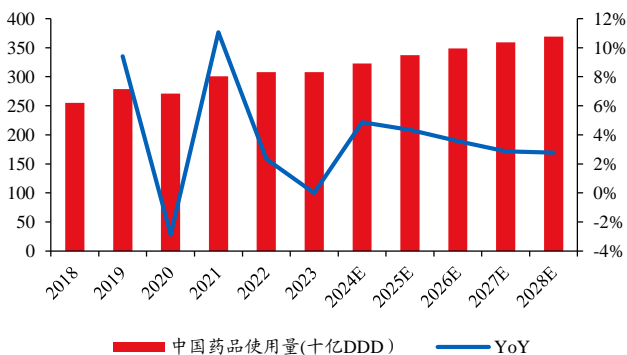
图表 15 全球药品使用量（十亿限定日剂量 DDD）及预测



资料来源：IQVIA 《2024 年全球药品市场支出回顾及展望》，华创证券

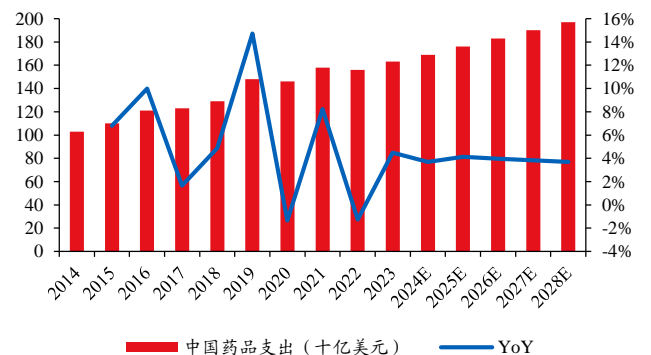
**中国医药行业增速领跑全球，医保清单重塑行业形态。**募集说明书显示，我国是全球最大的新兴医药市场，是全球新兴医药市场增长的最大贡献者。根据 IQVIA 数据，2023 年中国药品支出达 1,630 亿美元，其预测未来 5 年，受创新药上市数量和用量增加驱动，中国药品支出 2028 年将增长至 1,970 亿美元，未来五年将增加 300 亿美元以上，CAGR 达 3.86%。同时，在过去 5 年间，主要来自跨国公司的原研药支出平均每年增速高达 8.5%，是推动中国药品支出增长的主要动力。随着我国国家医保药品清单 (NRDL) 的持续推进，越来越多的原研药产品将由中国公司而非跨国公司推出，重塑中国药品市场的同时也对制药装备市场提出了更高的要求。

图表 16 中国药品使用量（十亿 DDD）



资料来源：IQVIA 《2024 年全球药品市场支出回顾及展望》，华创证券

图表 17 中国药品支出（十亿美元）



资料来源：IQVIA 《2024 年全球药品市场支出回顾及展望》，华创证券

**制药装备属于高端制造领域，受益政策春风有望打开新空间。**制药装备行业是医药工业重点发展领域之一，近年来，随着智能制造的快速推进，国家对制药装备行业政策引导与支持持续加码，出台了《机械行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》、《“十四五”医药工业发展规划》、《制药装备“十四五”技术发展纲要》等政策。目前，我国部分高端

制药装备还尚未突破国外“卡脖子”的关键技术，在政策端持续驱动下，有望实现高端化突破，打开行业新的增长空间。

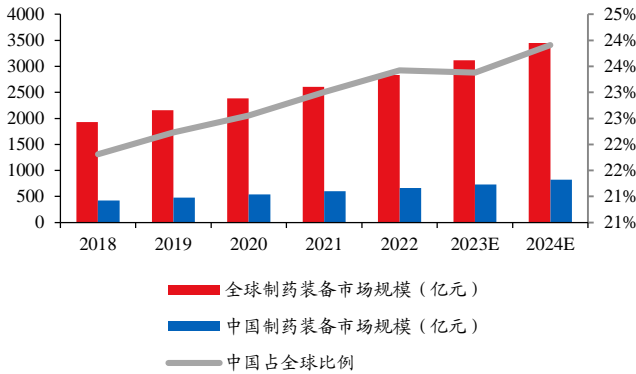
**图表 18 中国制药装备行业相关政策**

发布日期	政策名称	发布单位	主要内容
2023 年	《机械行业稳增长工作方案(2023—2024 年)》	工业和信息化部、财政部、农业农村部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家药监局	加快推进智能制造与机器人技术、重大技术装备、新能源汽车和智能网联汽车、农机装备、高端医疗装备和创新药等“十四五”规划纲要重大工程项目建设，持续扩大工业母机、仪器仪表、制药装备、工业机器人等的需求。
2022 年	《“十四五”医药工业发展规划》	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部、商务部、国家卫生健康委员会、应急管理部、国家医疗保障局、国家药品监督管理局、国家中医药管理局	规划提出，要强化关键核心技术攻关，主要内容包括大力推动创新产品研发以及提高产业化技术水平。其中，提高产业化技术水平的具体内涵包括围绕核心装备开展攻关，重点提升高端制剂生产技术，并明确提出了重点开发具有高选择性、长效缓控释等特点的复杂制剂技术，包括缓控释、多颗粒系统等口服制剂。
2022 年	《制药装备“十四五”技术发展纲要》	中国制药装备行业协会	充分利用现代技术对制药设备进行智能化改造，提高制药装备自主创新能力，推动制药装备行业的跨越式发展。“十四五”期间大幅度缩小我国制药装备行业整体水平与国际先进水平的差距，部分领域接近国际先进水平；打造 10~15 家提供智能制药装备优势企业，形成 35 家具有国际影响力和较强国际竞争力的制药装备行业领军企业。
2021 年	《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》	工信部发改委、卫健委、药监局、科学技术部等	提出到 2035 年，药品监管体系更完善，药品安全风险管理能力提升。优化监管环境，在生产环节，要严格监督执行生产质量管理规范，加强高风险产品监管。
2021 年	《“十四五”生物经济发展规划》	国家发展改革委	提升制药装备的自动化、数字化和智能化水平，发展基于人工智能的药物结晶、超临界萃取和色谱分离、固体制剂生产在线检测、连续培养生物反应器、蛋白质大规模纯化、冷链储存运输等信息化制药装备。
2021 年	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	全国人民代表大会	培育先进制造业集群，推动医药及医疗设备等产业创新发展。

资料来源：中商产业研究院《2024 年中国制药装备行业市场前景预测研究报告》，华创证券

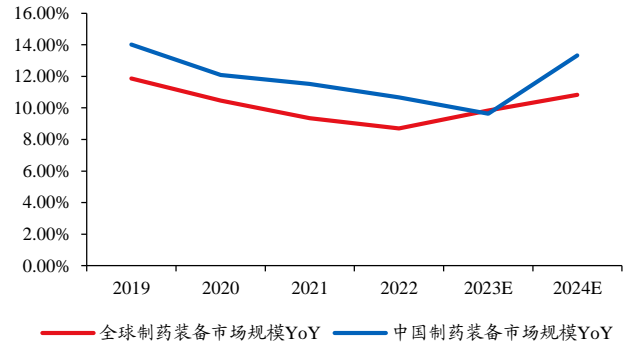
**下游增长叠加政策支持，中国制药设备市场空间广阔。**近年来，随着下游医药企业投入增加，需求进阶，制药装备行业整体呈现稳步上升的趋势，国际及国内市场规模均不断增长。随着人口老龄化加剧，消费不断升级，生物药、创新药以及医药外包等市场快速发展，中国制药装备市场规模快速稳步增加，增速高于全球。根据中商产业研究院数据，2022 年中国制药装备市场规模 664 亿元，2018-2022 年复合增长率约为 12.07%，预计 2024 年中国药装备市场规模将增长至 825 亿元，中国制药装备市场占全球比例一路走高，预计 2024 年将达 23.91%。

图表 19 中国及全球制药装备市场规模对比



资料来源：中商产业研究院《2024年中国制药装备行业市场前景预测报告》，华创证券

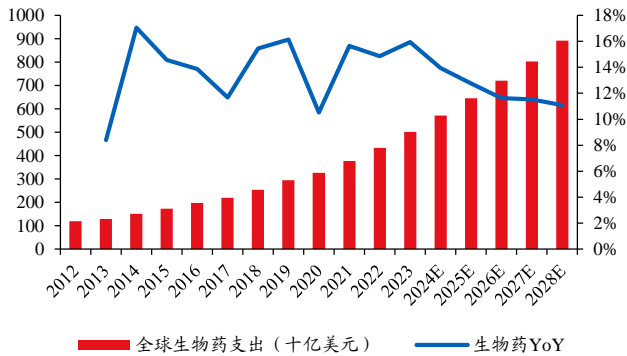
图表 20 中国及全球制药装备市场规模增速对比



资料来源：中商产业研究院《2024年中国制药装备行业市场前景预测报告》，华创证券

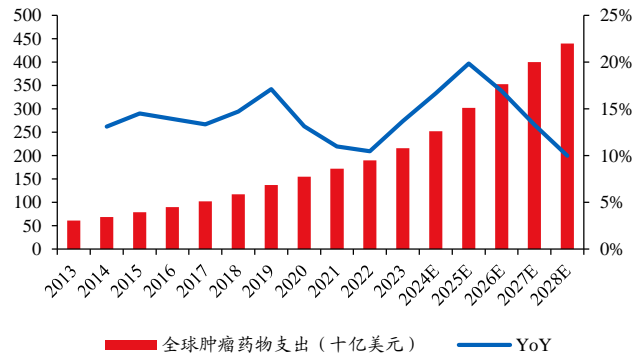
生物药蓬勃发展带来设备需求，公司布局生物工程拥抱行业增量。受临床需求扩充及技术进步推动，根据 IQVIA 数据，全球生物医药支出从 2012 年的 1190 亿美元增长至 2023 年的 5020 亿美元。到 2028 年，预计全球生物药支出预计将达到 8920 亿美元，约占全球药物总支出的 39%。目前，生物药在中国的市场渗透率并不高，未来仍有广阔发展空间。公司设立楚天源创、楚天思优特生物技术有限公司、楚天微球生物技术有限公司等控股子公司，切入生物工程板块产品线，目前拥有较为完善的生物工程产业链，无菌分装与智能后包装产品在疫苗及高端生物药领域得到广泛运用且客户口碑良好。随着高端进口替代的加速，公司有望充分拥抱生物药发展带来的设备需求提升。

图表 21 全球生物医药支出 (十亿美元)



资料来源：IQVIA《2024年全球药品市场支出回顾及展望》，华创证券

图表 22 全球肿瘤药物支出 (十亿美元)



资料来源：IQVIA《2024年全球药品市场支出回顾及展望》，华创证券

### 3、新建生物工程项目及三大研究中心，扩大产能打造新增长点

公司本次向不特定对象发行可转换公司债券拟募集资金总额为人民币 100,000.00 万元 (含本数)，扣除发行费用后将全部用于：(1)“生物工程一期建设项目”，建设生产生物制药行业所需安全先进的大规模生物反应器及配液系统，项目共购置 406 台/套设备及 1 套信息系统，达产后正常年不含税销售收入将达 110,000 万元，投产后年平均净利润达 12,664 万元；(2)“医药装备与材料技术研究中心项目”，新建生化技术研究中心，高分子材料研究中心，制剂技术研究中心，改善研发条件。项目拟购置 266 台/套设备及 2 套信息系统，建设工期计划从 2023 年 3 月至 2025 年 3 月；(3) 补充流动资金。

**图表 23 可转债募投项目**

序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金使用金额（万元）
1	生物工程一期建设项目	63,068.00	63,000.00
2	医药装备与材料技术研究中心项目	25,266.00	25,000.00
3	补充流动资金	12,000.00	12,000.00
合计		100,334.00	100,000.00

资料来源：公司可转债募集说明书，华创证券

## 二、条款及上市定价分析

### （一）评级一般规模不大，摊薄比例尚可

楚天科技于 2024 年 2 月 23 日发布公告，楚天转债将于 2 月 29 日上市。楚天转债发行规模 10.00 亿元，债项评级 AA 级，根据 2 月 27 日中债同等级企业债到期收益率 3.3714% 测算，债底约为 94.89 元，2 月 27 日楚天转债平价为 94.10 元，债底提供较强安全垫。

楚天转债本次发行方式为网上优先配售、网上向一般社会投资者发售。发行规模为 10 亿元，初始转股价为 10 元/股，目前公司总股本为 5.90 亿股，本次发行摊薄比例在 14.49%。根据深交所提供网上优先配售数据，最终向发行人原股东优先配售的楚天转债为 688,681,000 元（688,681 手），约占本次发行总量的 68.87%；网上中签率为 0.0043068188%。

### （二）债底预计在 94.89 元附近，2024 年 2 月 27 日平价为 94.10 元

截至 2024 年 2 月 27 日，债底约为 94.89 元，提供较强安全垫。楚天转债期限为 6 年，债项评级为 AA。票面利率为：第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。到期赎回价格为票面面值的 110%（含最后一期利息），按照 2024 年 2 月 27 日中债 6 年期 AA 级企业债到期收益率 3.3714% 作为贴现率估算，楚天转债债底价值约为 94.89 元，保护性较强。

初始转股价为 10 元/股，本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日（2024 年 2 月 6 日，T+4 日）起满 6 个月后的第一个交易日（2024 年 8 月 6 日）起至可转换公司债券到期日（2030 年 1 月 31 日）止。按照 2024 年 2 月 27 日收盘价 9.41 元进行计算，2024 年 2 月 27 日平价为 94.10 元。

**三大条款中规中矩。**本次转债下修条款 15/30，85%；回售条款 30/30，70%；有条件赎回条款为 15/30，130%，到期赎回价格为 110（含最后一期利息）。

**图表 24 楚天转债发行条款信息**

转债名称	楚天转债
发行规模(亿元)	10
期限(年)	6
票面利率	第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。
初始转股价(元/股)	10
发行信用等级	AA
债券信用等级	AA
特别向下修正条款	15/30, 85%
回售条款	30/30, 70%
赎回条款	15/30, 130%; 到期赎回价格 110 (含最后一期利息)
每股配债面值	1.694
债底	94.89
平价(2月27日收盘价)	94.10

资料来源: Wind, 华创证券

根据 2024 年 2 月 27 日楚天科技收盘价测算转债平价为 94.10 元, 以溢价率拟合和可比券的两种方法分别进行上市价格预测, 结果如下: (1) 参考我们溢价率拟合的模型, 预计楚天转债上市首日转股溢价率在 27.56% 附近, 对于 2 月 27 日平价, 楚天转债上市价格预计在 120.04 元。(2) 参考目前行业相同、平价相近的普利转债(转股溢价率 26.24%) 及亚药转债(转股溢价率 31.13%), 预计楚天转债上市首日转股溢价率预计在 25%-30% 区间, 对于 2 月 27 日平价, 楚天转债上市价格预计在 117.63-122.33 元。根据正股价格和转股溢价率进行敏感性测算, 结果如下图所示。

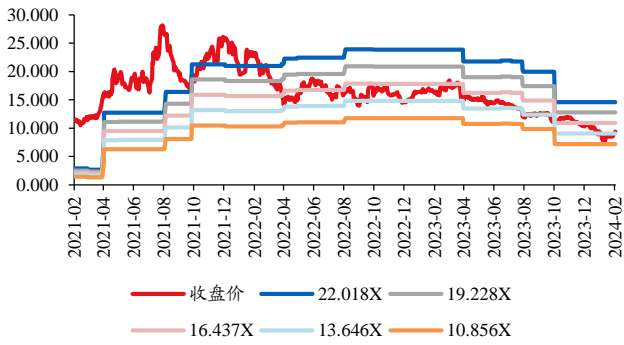
**图表 25 转债价格相对正股价格敏感性分析**

股价变动	20%	23%	25%	27%	30%	32%	35%
8.56	102.76	105.33	107.04	108.75	111.32	113.03	115.60
8.85	106.14	108.80	110.57	112.34	114.99	116.76	119.41
9.13	109.53	112.27	114.10	115.92	118.66	120.49	123.22
9.41	112.92	115.74	117.63	119.51	122.33	124.21	127.04
9.69	116.31	119.22	121.15	123.09	126.00	127.94	130.85
9.97	119.70	122.69	124.68	126.68	129.67	131.66	134.66
10.26	123.08	126.16	128.21	130.26	133.34	135.39	138.47

资料来源: Wind, 华创证券测算

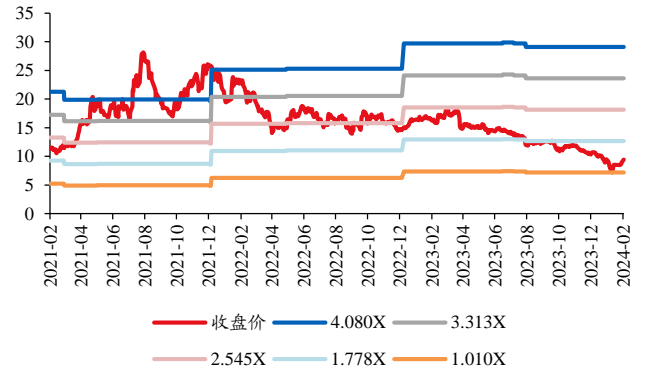
根据 Wind 数据, 楚天科技目前 PE (TTM) 为 14.168 倍, 同近三年中位数水平相比偏低, 小于申万医药生物行业; PB (LF) 为 1.190 倍。截至 2024 年 2 月 27 日, 楚天科技、申万医药生物行业指数及沪深 300 指数分别较 2021 年 2 月 26 日分别 -16.92%、-37.27%、-36.10%, 分别处于近 3 年 2.70%、2.70%、8.00% 的历史分位水平; 楚天科技及申万医药生物行业指数 PE (TTM) 分别处于近 3 年 15.70% 及 36.70% 分位数水平。

图表 26 楚天科技 PE-band



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 楚天科技 PB-band



资料来源: Wind, 华创证券

### 三、风险提示

技术研发进度不及预期、行业周期波动风险、项目不及预期。

## 固定收益组团介绍

### 组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：张晶晶

对外经济贸易大学保险学硕士。曾任职于和君资本、联合信用评级有限公司。2020年加入华创证券研究所。

### 分析师：靳晓航

中央财经大学会计硕士。2020年加入华创证券研究所。

### 分析师：许洪波

中央财经大学金融硕士。2020年加入华创证券研究所。

### 分析师：葛莉江

上海财经大学数量经济学硕士。2021年加入华创证券研究所。

### 分析师：宋琦

中央财经大学国际商务硕士。2021年加入华创证券研究所。

### 分析师：王紫宇

中央财经大学金融硕士，曾任职于泰康资产，2023年加入华创研究所。

### 分析师：张文星

南京理工大学国际商务硕士。曾任职于天风证券研究所。2023年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：董含星

中国地质大学应用经济学硕士。2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：郝少桦

中央财经大学会计硕士，2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李阳

中国人民大学金融硕士。2023年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王少华

西南财经大学金融学硕士。2023年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李宗阳

上海交通大学工学学士，中央财经大学金融硕士，2023年加入华创证券研究所。

**华创证券机构销售通讯录**

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售助理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

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/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 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。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522