

固定收益研究/新券投资价值分析

2019年10月09日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

殷超
联系人 yinchao014790@htsc.com

万里转债：军靴打底，女包助力

——可转债新券投资价值分析

相关研究

- 1《固定收益研究：远东转债：轴动轮转，基建助力》2019.09
- 2《固定收益研究：游族转债：影奔游驰，娱动先锋》2019.09
- 3《固定收益研究：桃李转债：“醇熟”，食尽人间烟火》2019.09

核心观点

万里马(300591.SZ)是国内知名的皮具品牌。转债方面，发行规模偏小(1.8亿)，债项评级为A+级，债底保护较弱、平价一般，申购安全垫偏薄。定价方面，万里正股当前价格6.14元，对应的转债平价为88.73元，参考智能、华森等相似个券并结合正股基本面，我们预计万里转债上市首日平价溢价率在16%左右，对应价格在103元附近。综上，我们建议一级市场谨慎参与。

基本面：国内知名的皮具品牌，公务与时尚领域兼顾，有一定影响力

万里马是国内知名的皮具品牌。公司主要从事皮具产品的研发生产及品牌销售，在重点公务单位和时尚领域均有一定影响力。从2018年报看，公司最大收入来源仍是鞋品(占营收比重63.67%)，其次是手包手袋(12.17%)、拉杆箱(6.64%)、皮带(6.47%)。此外，公司还通过ODM方式为国际知名企业生产手袋等产品，但占比较小，仍非核心业务。其下游客户包含司法部、公安部等中央单位，还有武警总后勤部、海军等部队客户，渠道较为稳定。时尚领域方面，设计上采用意大利风格、产品上主攻中端女包，相对而言营收波动较大。总体来看，公司基本面中规中矩。

正股估值偏高、机构关注度低、缺乏有力题材，但股价弹性尚可

当前正股股价6.14元，PE TTM为49.8x，处于历史中位数附近。比同类公司奥康国际(54.8x)略低、比红蜻蜓(27.5x)等偏高。我们认为正股当前估值与基本面匹配度不高，原因在于：1、行业竞争激烈，难以保证未来利润空间不被压缩；2、营收波动较大、成长性不稳定，难以给出40+的估值。正股机构投资者占比0.09%(19H1)，但近4周平均换手率超过30%，100周年化波动率为35.03，弹性尚可。目前暂无上涨触发剂。

公司股权集中度高、质押风险不小、解禁压力较大

公司股权集中度较高，但大股东无绝对控制权。当前总质押比例占总股本的45.01%，质押风险不可忽视；最新一期解禁计划为2020年1月，比例达63%，届时可能对股价造成较大压力。财务方面，我们认为公司风险不低，需要关注两项：1、待偿有息债务规模较大，偿债压力不小；2、面临一定商誉减值风险。总体看我们认为该公司安全性不高，建议谨慎看待。

条款分析：债底保护性不强、平价低、申购安全垫较薄

万里转债的票面利率分别为0.8%、1.5%、2.0%、3.0%、3.5%、4%，到期赎回价为122元(含最后一期年度利息)，期限为6年，面值对应的YTM为5.02%；债项/主体评级为A+/A+(中诚信)，以上清所6年期A+中短期票据到期收益率8.72%(2019/10/8)作为贴现率估算，债底价值为81.89元，债底保护性不强。下修条款为[15/30, 85%]，有条件赎回条款[15/30, 130%]，有条件回售条款[30, 70%，面值+当期应计利息]。当前股价6.14元，对应平价88.73元。综合看，该券债底保护性不强、评级低、平价也不理想，申购安全垫较薄。

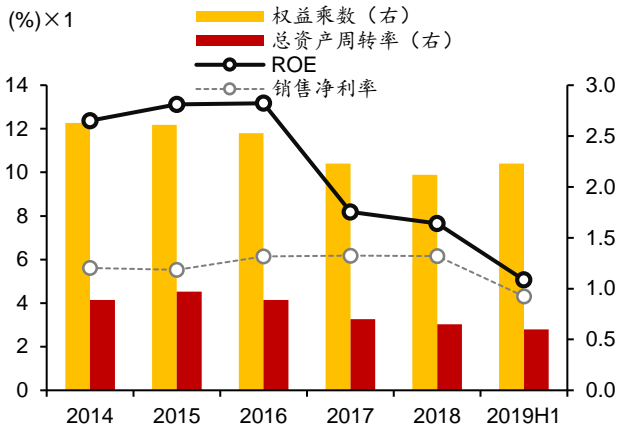
上市定位与申购价值分析

万里正股当前股价为6.14元，对应平价为88.73元，可参考相近规模、相同评级的智能(平价87.53元，平价溢价率18.80%)、华森(89.65, 17.12%)等个券。结合上述分析，我们的判断是：1、当前发行上市时机不佳，10月股市面临较大波动风险；2、公司正股安全性不高、有一定信用风险，预计定位将会较低，后市配置价值也不大；3、转债评级低、发行规模小，流动性风险也不小。综上，我们预计其上市首日平价溢价率在16%附近，对应价格103元左右，同时也不排除破发风险，建议一级市场谨慎参与。

风险提示：质押和解禁风险；偿债压力和商誉减值风险。

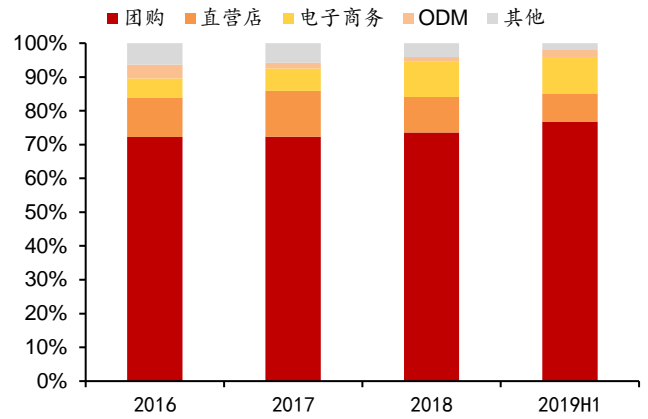
正股重要信息

图表1: 杜邦分析-销售净利率和周转率双降引发ROE下降



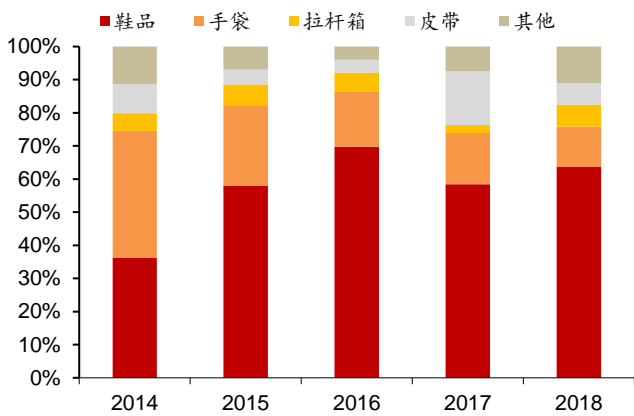
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 万里马经营渠道以团购为主



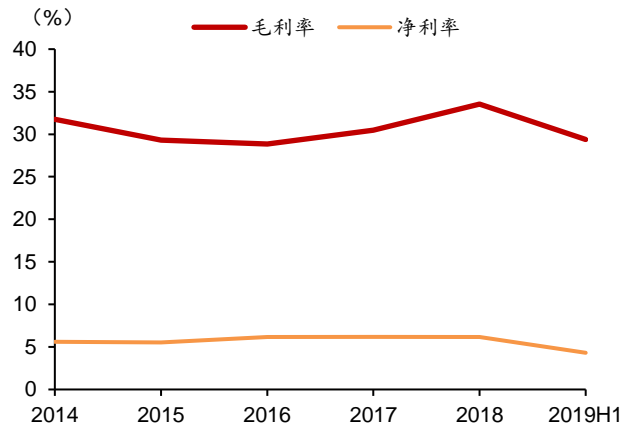
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 万里马收入结构以鞋品、手袋、拉杆箱等为主



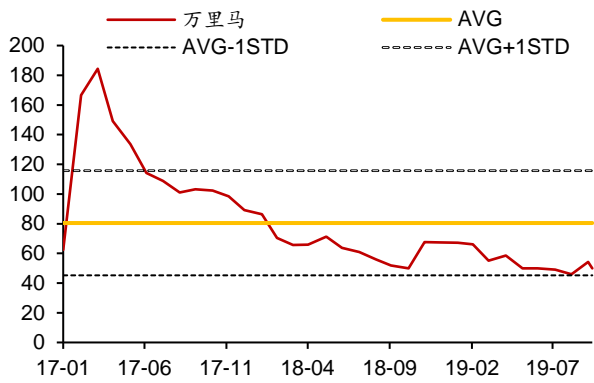
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 万里马19H1毛利率和净利率下滑



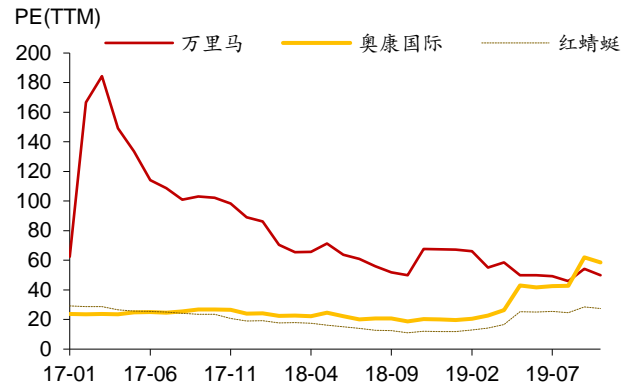
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 万里马当前 PE (TTM) 估值在中枢附近



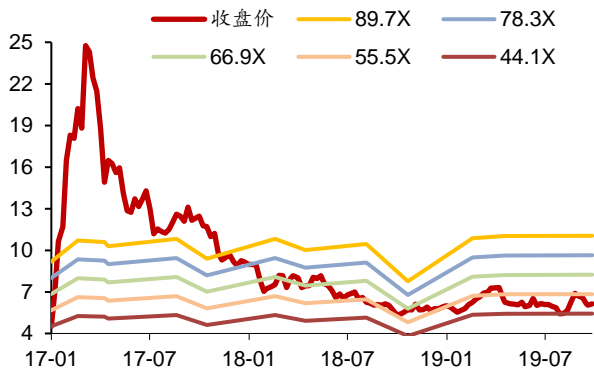
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 万里马在同类公司中估值偏高



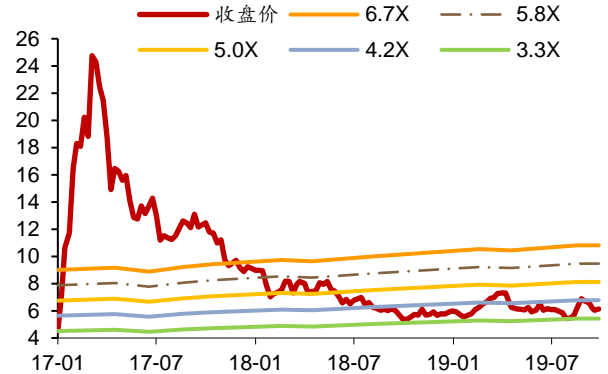
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 历史 PE-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 历史 PB-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

附表

图表9: 万里转债发行信息

申购代码	123032.SZ (万里转债)	向原 A 股股东配售比例	0.5778
发行公司	万里马 (300591.SZ)	向老股东配售股权登记日期	2019年10月10日
发行规模	1.8 亿元	向老股东配售日期+网上发行日期	2019年10月11日
发行日期	2019年10月11日	网下发行日期	无
发行方式	优先配售、网上发行+余额包销	最后缴款日	2019年10月15日
主承销商	海通证券股份有限公司	申购限度	网上 1000 元-100 万
最大包销	金额 5408.7 万, 比例 30%	预设比例	仅设网上
是否提供担保	无	单个投资者在网上申购账户数	1 个
大股东承诺配售	无		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 万里转债基本条款

转债名称	万里转债	正股名称	万里马
债券代码	123032.SZ	正股代码	300591.SZ
发行规模	1.8 亿元	正股行业	纺织服装-鞋帽
债项评级	A+	主体评级	A+
存续期	6 年	稀释率	8.34% (总股本) / 22.82% (流通盘)
票面利率	0.8%, 1.5%, 2.0%, 3.0%, 3.5%, 4.0%	到期赎回价	122 元 (含最后一年利息)
转股价格	6.92 元	平价	88.73 元 (2019 年 10 月 8 日)
转股期	6 个月	转股起始日	2020 年 4 月 17 日
存续时间	2019 年 10 月 11 日-2025 年 10 月 10 日		
下修条款	存续期内, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 期满后五个交易日内, 按债券面值的 122% (含最后一期利息) 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, 任何连续 30 日, 股票收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售条款: 当投资项目的实施情况出现重大变化, 且证监会认定为改变募集资金用途。		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表11: 转债模拟理论价值的敏感性分析-正股股价 (横轴)、波动率 (纵轴)

正股股价 \ 波动率	4.6	4.9	5.3	5.6	6.0	6.3	6.7	7.0	7.3	7.7
7.5%	102.2	102.2	102.2	102.2	102.2	102.4	102.7	103.6	106.0	110.9
10.8%	102.2	102.3	102.3	102.5	102.7	103.2	104.1	105.5	107.7	110.9
14.2%	102.4	102.6	102.8	103.2	103.9	104.7	106.0	107.7	109.9	112.6
17.5%	102.8	103.2	103.8	104.5	105.4	106.7	108.2	110.0	112.3	115.0
20.8%	103.6	104.3	105.0	106.1	107.4	108.8	110.5	112.5	114.9	117.5
24.2%	104.7	105.5	106.6	107.9	109.4	111.0	112.8	115.1	117.5	120.1
27.5%	105.9	107.0	108.4	109.9	111.5	113.2	115.3	117.7	120.2	122.8
30.8%	107.2	108.7	110.2	111.9	113.6	115.5	117.8	120.3	122.8	125.5
34.2%	108.8	110.5	112.1	113.9	115.8	117.8	120.2	122.8	125.5	128.2
37.5%	110.5	112.2	114.1	115.9	118.0	120.1	122.7	125.3	128.1	130.9

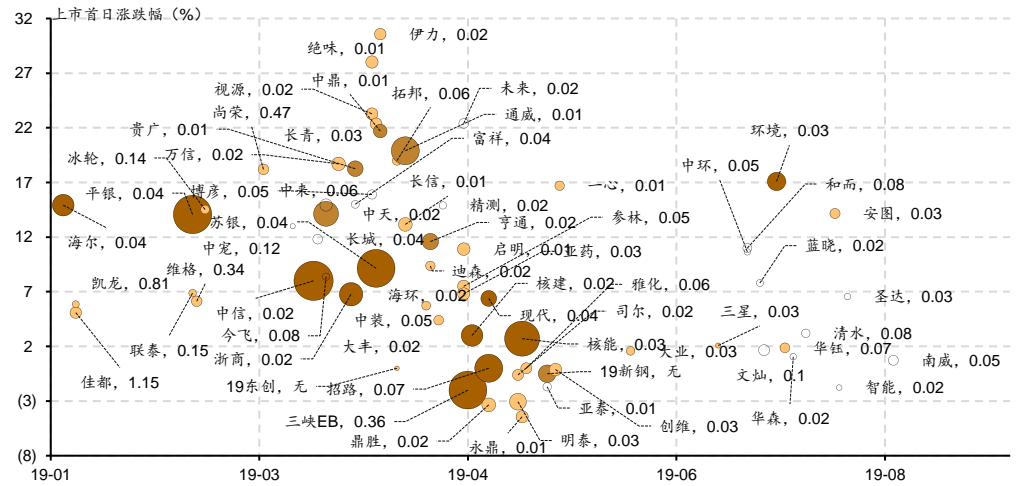
资料来源: 华泰证券研究所

图表12: 申购中签率测算表

网上申购数(万户)	30	40	50	30	40	50	30	40	50
原股东配售比例(%)									
	中签率								
20	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%	0.05%	0.04%	0.03%
30	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%	0.05%	0.04%	0.03%
40	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.02%	0.04%	0.03%	0.02%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所, 注: 网上单一账户平均申购额按顶格 90% 计

图表13: 2019年以来新券首日涨幅



注: (1)气泡颜色代表评级高低, 深色评级高, AA-以下为空心; (2)气泡大小代表发行规模大小; (3)券名后的数字为转债中签率; (4)背景红线代表上证指数的走势
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com