

一体两翼，智能控制提供商 ——拓邦转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**3月4日晚，深圳拓邦股份有限公司发布公告，将于2019年3月7日发行5.73亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为91.19元，YTM为3.59%。**拓邦转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.5%、第四年2.0%、第五年2.5%、第六年3.0%。到期赎回价格为票面面值的116%，按照中债6年期AA企业债到期收益率5.23%作为贴现率估算，债底价值为91.19元，纯债对应的YTM为3.59%，债底保护性较强。
- **平价为100.35元，下修条款的触发较为严格。**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，初始转股价为5.64元/股，拓邦股份3月4日的收盘价为5.66元，对应转债平价为100.35元。拓邦转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款：30，70%，下修条款的触发较为严格。
- **预计拓邦转债上市首日价格在106~108元之间。**按3月4日拓邦股份的收盘价测算，参照平价可比标的、规模可比标的且考虑到拓邦转债债底较高，正股基本面不错，我们预计上市首日的转股溢价率在7%~9%之间，则对应的上市首日价格在107~109元区间。
- **预计网上中签率在0.13%左右。**假设配售比例为30%，那么可供网上投资者申购的金额为4亿元。若网上参与户数为30万户，平均单户申购金额按打满计算，为100万元。那么网上中签率约为0.13%左右
- **考虑到拓邦转债债底保护性较高，正股基本面不错，当下转债市场打新情绪高涨，建议投资者积极参与申购**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳

分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjq.com.cn

3月4日晚，深圳拓邦股份有限公司（以下简称“拓邦股份”）发布公告，将于2019年3月7日发行5.73亿元可转债，本次募集资金将用于拓邦华东地区运营中心项目，以下我们对拓邦转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、拓邦转债基本要素分析

债底为 91.19 元，YTM 为 3.59%。拓邦转债期限为 6 年，债项评级为 AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.5%、第四年 2.0%、第五年 2.5%、第六年 3.0%。到期赎回价格为票面面值的 116%（含最后一期年度利息），按照中债 6 年期 AA 企业债到期收益率（2019/3/4）5.23% 作为贴现率估算，债底价值为 91.19 元，纯债对应的 YTM 为 3.59%，债底保护性较强，主要源于较高的到期赎回价格。

平价为 100.35 元，下修条款的触发较为严格。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，初始转股价为 5.64 元/股，拓邦股份（002139.SZ）3 月 4 日的收盘价为 5.66 元，对应转债平价为 100.35 元。拓邦转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款：30，70%，下修条款的触发较为严格。

图表 1：拓邦转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	拓邦转债/128139.SZ
	发行规模	5.73 亿元
	发行方式	原股东优先配售、网上向社会公众投资者
	票面利率	第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.5%、第四年 2.0%、第五年 2.5%、第六年 3.0%
	到期赎回价格	票面面值的 116%（含最后一期年度利息）
	存续期	自发行之日起 6 年
	转股期	自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日~转债到期日
	主体/债项评级/担保	AA/AA/无
	初始转股价格	5.64 元/股
	募集资金用途	拓邦华东地区运营中心项目
重要条款	下修条款	本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
	有条件赎回条款	在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。
	有条件回售条款	

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 9.97%。若按拓邦股份（002139.SZ）初始转股价 5.64 元/股进行转股，转债发行对总股本的稀释度和流通盘的稀释度分别为 9.97%和 12.96%，稀释程度一般，摊薄压力可控。

图表 2：拓邦转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-3-05	T-2	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-3-06	T-1	网上路演、原股东优先配售股权登记日 刊登《可转债发行方案提示性公告》
2019-3-07	T	原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 网上申购日（无需缴付申购资金）
2019-3-08	T+1	刊登《网上发行中签率及优先配售结果公告》 进行网上申购摇号抽签

日期	交易日	发行事项安排
2019-3-11	T+2	刊登《网上中签结果公告》 网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
2019-3-12	T+3	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
2019-3-13	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计拓邦转债上市首日价格在 106~108 元之间。按 3 月 4 日拓邦股份的收盘价测算，当下拓邦转债的平价为 100.35 元。参照平价可比标的有东音转债和维格转债，平价分别为 101.40 元和 101.60 元，对应的转股溢价率分别为 6.64% 和 4.48%。参照规模可比标的有德尔特转债，发行规模为 5.65 亿元，其转股溢价率为 1.42%。考虑到拓邦转债债底较高，正股基本面不错，且近期转债打新市场情绪高涨，我们预计上市首日的转股溢价率在 7%~9% 之间，则对应的上市首日价格在 107~109 元区间。

预计配售比例在 30% 左右。武永强先生直接持有拓邦股份 23.26% 的股份，系公司的控股股东和实际控制人。除武永强先生外，公司目前无持股 5% 以上的股东。截至目前没有股东承诺配售，预计配售比例大概在 30% 左右。那么留给市场的申购规模为 4 亿元。

最近打新市场高涨，我们在上周的新券点评中，对中签率的测算有所高估，究其原因，主要是在单户申购金额的估计上过于保守，我们在测算时，假设网下按照申购上限的 50% 打新，而对于现在的市场情况，此比例显然有所低估。基于此，我们对上周发行的 7 只转债的中签率情况做了一个梳理，可以看到 7 只公布中签结果的转债，网下虽然不是打满，但打新程度均在 70% 以上，且打新程度似乎和发行规模成反比。

图表 3：上周发行转债的中签率情况及打新程度¹情况

转债代码	转债名称	发行规模 (亿元)	债项评级	发行方式	网下中签率 (%)	网上中签率 (%)	网下申购户数 (户)	网下有效申购金额 (亿元)	平均单户申购金额 (亿元)	网下申购上限 (亿元)	打新程度
123021.SZ	万信转 2	12.00	AA	优先配售，网上、网下	0.0171	0.0171	4200	37976.10	9.04	10.80	83.72%
113021.SH	中信转债	400.00	AAA	优先配售，网上、网下	0.0182	0.0182	9574	569641.30	59.50	80.00	74.37%
113528.SH	长城转债	6.34	AA-	优先配售，网上、网下	0.0376	0.0376	990	4881.50	4.93	5.70	86.51%
123020.SZ	富祥转债	4.20	AA-	优先配售，网上、网下	0.0412	0.0412	1261	3910.30	3.10	3.50	88.60%
110051.SH	中天转债	39.65	AA+	优先配售，网上、网下	0.0195	0.0195	5449	140121.50	25.72	36.00	71.43%
128056.SZ	今飞转债	3.68	A+	优先配售，网上、网下	0.0819	0.0819	452	1297.42	2.87	3.30	86.98%
128055.SZ	长青转 2	9.14	AA	优先配售，网上、网下	0.0268	0.0262	3456	23416.06	6.78	8.20	82.63%

来源：Wind，国金证券研究所

预计网上中签率在 0.13% 左右。基于前述关于中签率测算的反思和思考，在拓邦转债中签率的测算上。假设配售比例为 30%，那么可供网上投资者申购的金额为 4 亿元。若网上参与户数为 30 万户，平均单户申购金额按打满计算，为 100 万元。那么网上中签率约为 0.13% 左右

考虑到拓邦转债债底保护性较高，正股基本面不错，当下转债市场打新情绪高涨，建议投资者积极参与申购

3、正股基本面分析

¹ 打新程度=平均单户申购金额/网下申购上限

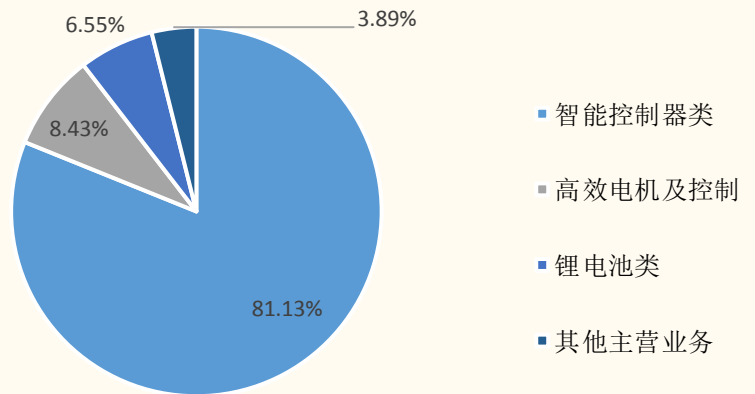
深圳拓邦股份有限公司是以智能控制技术为核心，不断拓展其应用领域的智能控制方案提供商。现有主营业务呈现“一体两翼”形态，“一体”为智能控制器的研发、生产和销售，“两翼”为高效电机和锂电池的研发、生产和销售。

智能控制器业务方面，公司拥有一支实力雄厚的研产销团队，具备较高水平的研发与设计能力，拥有大量智能控制器领域的核心技术专利与知识产权。形成了全球化区域布局，积累了大量优质客户。

高效电机及锂电池业务方面，其与公司核心主营业务——智能控制器具有较好的产品和客户协同性。高效电机业务主要产品为高效无刷直流电机；锂电池业务主要产品为小动力电池。

截至 2018H1，公司营业收入为 15.42 亿元，同比增加 28.18%。其中智能控制器类收入 12.51 亿元，占比 81.13%；高效电机及控制收入 1.30 亿元，占比 8.43%；锂电池类收入 1.01 亿元，占比 6.55%；其他主营业务收入 0.60 亿元，占比 3.89%。公司收入贡献主要来源于智能控制器类。

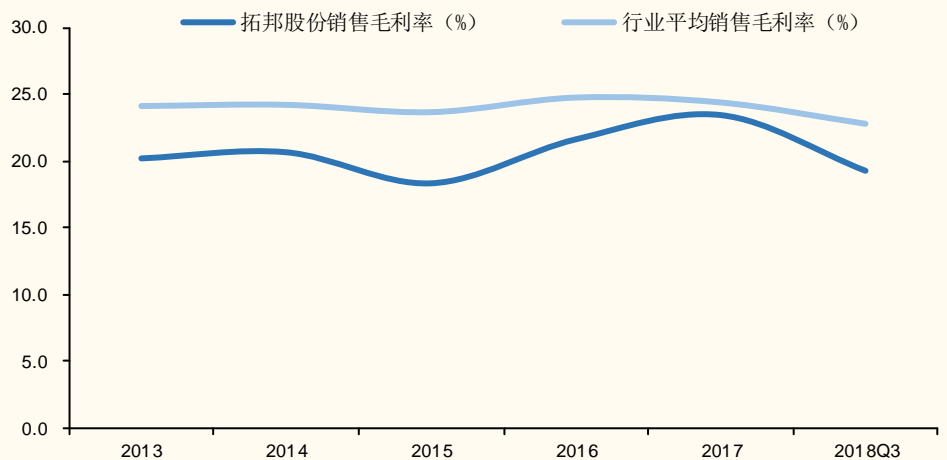
图表 4：各主营业务收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

销售毛利率有下降趋势，略低于行业平均水平。近五年公司销售毛利率并无较大幅度波动，基本维持在 20% 左右。截至 2018Q3，公司销售毛利率为 19.23%，较 2017 年下降了 4.24%。与行业相比，公司的销售毛利率低于行业平均水平。

图表 5：拓邦股份及行业销售毛利率

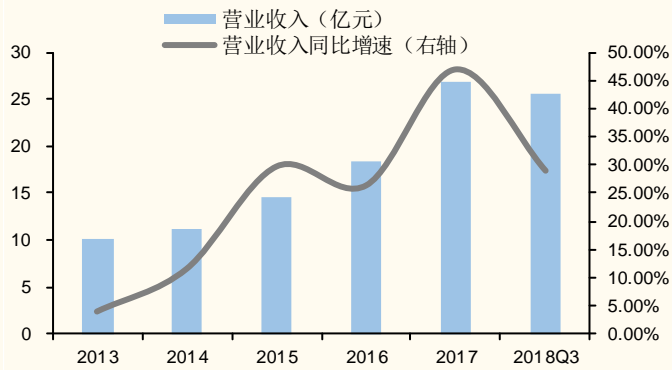


来源：Wind，国金证券研究所

营业收入稳定增长，净利润增速放缓。近五年，公司营业收入稳定增长。截至2018Q3，公司营业收入25.48亿元，同比增长28.95%。2015-2018Q3营业收入同比增速均维持在25%以上，其中2017年增速达顶峰，为46.85%。

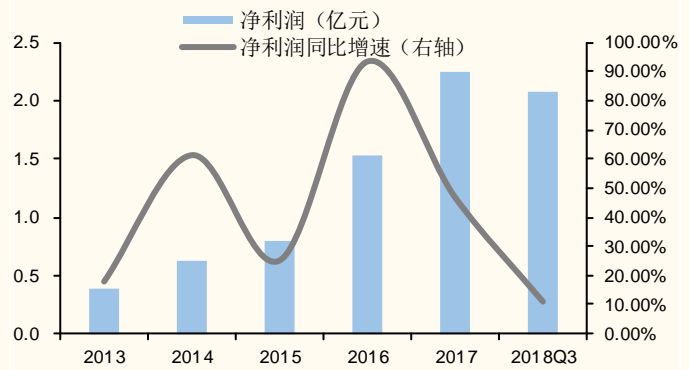
净利润方面，从2013年的0.39亿元增长到2017年的2.25亿元，年均复合增长率达到15.38%。截至2018Q3，公司净利润为2.07亿元，同比增长11.29%，增速有所放缓。

图表 6：拓邦股份营业收入及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：拓邦股份净利润及同比增速

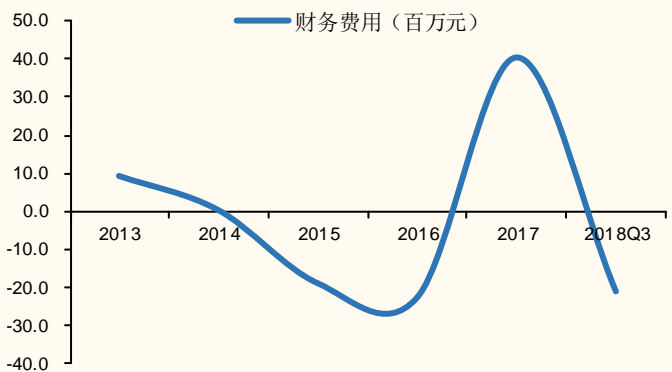


来源：Wind，国金证券研究所

财务压力较小，偿债保障能力略显不足。近五年，公司财务费用相对较小，2015年、2016年和2018Q3财务费用分别为-1,880万元、-2,255万元和-2,093万元。2017年财务费用为4,034万元，较高的原因是受美元汇率影响，汇兑损失较2016年度增加所致。

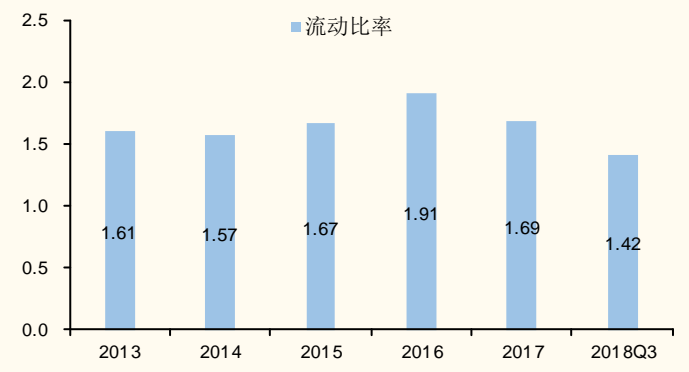
近年公司流动比率略低于2，2018年仍有减小的趋势，公司偿债保障能力略显不足，需稍加关注。

图表 8：拓邦股份财务费用情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：拓邦股份流动比率



来源：Wind，国金证券研究所

4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH