

## 债项条款优厚的家具标的 ——未来转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**3月31日，德尔未来科技控股集团股份有限公司发布公告，将于2019年4月3日发行6.30亿元可转债。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为85.48元，YTM为4.41%。**未来转债期限为6年，债项评级为AA-，票面面值为100元，票面利率第一年0.5%、第二年0.7%、第三年1.5%、第四年2.5%、第五年3.5%、第六年4.0%。到期赎回价格为票面面值的120%（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（2019/3/29）7.25%作为贴现率估算，债底价值85.48元，纯债对应的YTM为4.41%，债底保护性适中。
- **平价为102.17元，下修条款触发较难。**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8.74元/股，德尔未来（002631.SZ）3月29日的收盘价为8.93元，对应转债平价为102.17元。未来转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款触发较难。
- **预计未来转债上市首日价格在107~109元之间。**截至3月29日，未来转债平价为102.17元。可参照的平价可比标的为中来转债，其平价为102.79元，当前的转股溢价率水平为6.20%。可参照的规模可比标的是长城转债，当前转股溢价率为4.21%。考虑到未来转债到期收益率较高，预计转股溢价率在5%~7%之间，对应的上市首日的价格在107~109元区间。
- **预计配售比例在30%左右。**德尔集团有限公司直接持有德尔未来53.43%的股份，系公司的控股股东。汝继勇持有德尔集团有限公司51%的股份，为德尔未来的实际控制人。截至目前没有股东承诺配售，预计配售比例在30%左右，那么网上投资者可申购的规模为4.41亿元左右。
- **预计中签率在0.07%左右。**未来转债总申购金额为6.30亿元，假设配售比例为30%，那么可供投资者申购的金额为4.41亿元，若网上申购户数为60万，平均单户申购金额为100万元，预计中签率在0.07%左右。
- **未来转债当前平价水平较高，若上市前正股股价不出现大幅调整，当前平价具有一定的吸引力。债项条款较为优厚，纯债到期收益率较高。一级打新性价比相对较高，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@gjzq.com.cn

3月31日晚，德尔未来科技控股集团股份有限公司（以下简称“德尔未来”）发布公告，将于2019年4月3日发行6.30亿元可转债，此次募集资金将用于扩大公司智能成套家具生产线产能、提高新型地面材料产品开发能力和提升公司信息化水平及经营效率。以下我们对未来转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

### 1、未来转债基本要素分析

债底为85.48元，YTM为4.41%。未来转债期限为6年，债项评级为AA-，票面面值为100元，票面利率第一年0.5%、第二年0.7%、第三年1.5%、第四年2.5%、第五年3.5%、第六年4.0%。到期赎回价格为票面面值的120%（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（2019/3/29）7.25%作为贴现率估算，债底价值为85.48元，纯债对应的YTM为4.41%，债底保护性适中。

平价为102.17元，下修条款触发较难。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，初始转股价格为8.74元/股，德尔未来（002631.SZ）3月29日的收盘价为8.93元，对应转债平价为102.17元。未来转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款触发较难。

图表 1：未来转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	未来转债/128063.SZ
	发行规模	6.30亿元
	发行方式	原股东优先配售和网上向社会公众投资者
	票面利率	第一年0.5%、第二年0.7%、第三年1.5%、第四年2.5%、第五年3.5%、第六年4.0%
	到期赎回价格	票面面值的120%（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	8.74元/股
	募集资金用途	扩大公司智能成套家具生产线产能、提高新型地面材料产品开发能力和提升公司信息化水平及经营效率
重要条款	主承销商	国泰君安
	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。
	有条件赎回条款	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。
	有条件回售条款	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三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为10.79%。若按德尔未来（002631.SZ）初始转股价8.74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10.79%和11.15%，稀释程度一般。

**图表 2：未来转债发行申购日期表**

日期	交易日	发行事项安排
2019-4-01	T-2	刊登《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-4-02	T-1	网上路演、原 A 股股东优先配售股权登记日
2019-4-03	T	刊登《发行方案提示性公告》、原 A 股股东优先配售（缴付足额资金）、网上申购（无需缴付申购资金）
2019-4-04	T+1	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》、进行网上申购的摇号抽签
2019-4-08	T+2	刊登《网上中签结果公告》、网上中签缴款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的可转债认购资金）
2019-4-09	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
2019-4-10	T+4	刊登《发行结果公告》、募集资金划至发行人账户

来源：Wind，国金证券研究所

## 2、投资申购建议

**预计未来转债上市首日价格在 107~109 元之间。**截至 3 月 29 日，未来转债平价为 102.17 元。可参照的平价可比标的为中来转债，其平价为 102.79 元，当前的转股溢价率水平为 6.20%。可参照的规模可比标的是长城转债，当前转股溢价率为 4.21%。考虑到未来转债到期收益率较高，预计转股溢价率在 5%~7% 之间，对应的上市首日的价格在 107~109 元区间。

**预计配售比例在 30%左右。**德尔集团有限公司直接持有德尔未来 53.43% 的股份，系公司控股股东。汝继勇持有德尔集团有限公司 51% 的股份，为德尔未来的实际控制人。截至目前没有股东承诺配售，预计配售比例在 30% 左右，那么网上投资者可申购的规模为 4.41 亿元左右。

**预计中签率在 0.07%左右。**未来转债总申购金额为 6.30 亿元，假设配售比例为 30%，那么可供投资者申购的金额为 4.41 亿元，若网上申购户数为 60 万，平均单户申购金额为 100 万元，预计中签率为 0.07% 左右。

未来转债当前平价水平较高，若在上市前正股股价不出现大幅调整，当前平价具有一定的吸引力。债项条款较为优厚，纯债到期收益率较高。一级打新性价比相对较高，建议投资者积极参与申购。

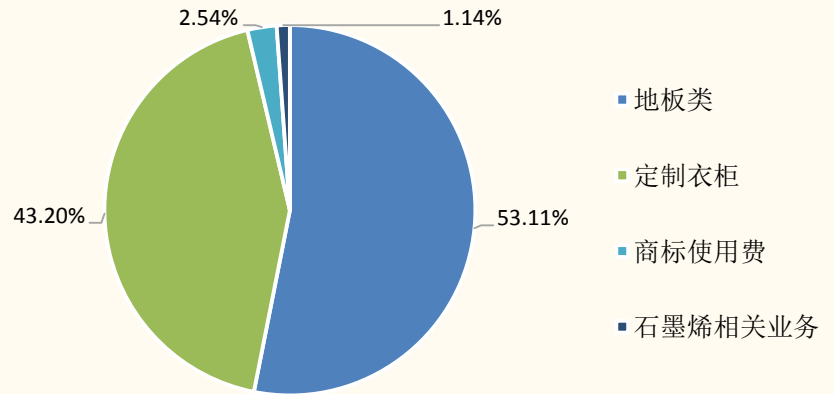
## 3、正股基本面分析

德尔未来是国内领先的木地板制造销售领导型企业。公司专业从事中高档强化复合地板、实木复合地板研发、生产和销售。公司致力于为消费者提供绿色环保、科技创新的家居产品和前沿的家居体验，“DER”品牌是公司最核心、最具价值的无形资产。

**营收主要由地板类和定制衣柜业务贡献。**现阶段，公司经营范围主要为整体智能家居产品的研发、设计、生产和销售，包括家具、地板、定制衣柜、木门等，以及石墨烯相关产品研发、新材料的研发、生产和销售等。截止 2018H1，地板类业务收入 4.18 亿元，占比 53.11%；定制衣柜业务收入 3.40 亿元，占比 43.20%；商标使用费收入 0.20 亿元，占比 2.54%；石墨烯相关业务收入 0.09 亿元，占比 1.14%；其他业务收入 0.01 亿元，占比 0.13%。

在新材料领域，公司积极利用自身在石墨烯领域的技术研发优势，向石墨烯下游应用领域拓展，不断提升公司在石墨烯新材料产品营销渠道方面的建设。

图表 3：德尔未来营收主要源自地板类和定制衣柜业务

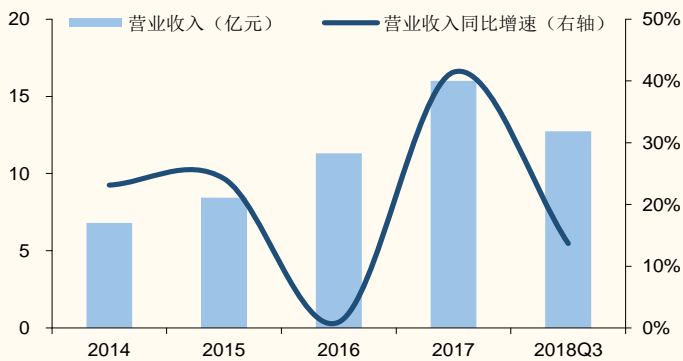


来源：Wind，国金证券研究所

公司经营业绩一般。公司 2016、2017、2018Q3 的营业收入分别为 11.32、16.00、12.74 亿元，同比增加 0.94%、41.42%、13.68%，相比于 2017 年，2018Q3 增速下降。公司 2016、2017、2018Q3 的净利润分别为 1.94、0.89、1.22 亿元，同比增加 19.90%、-54.22%、-1.62%。据公司业绩快报显示，2018 年营业收入为 17.68 亿元，同比增加 10.49%；归母净利润为 1.03 亿元，同比增长 20.33%；基本每股收益 0.16 元，同比增长 23.08%。

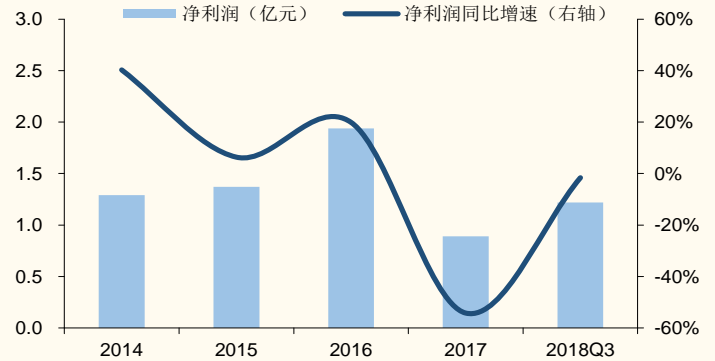
公司毛利率接近同业平均水平。截止 2018Q3，公司毛利率为 33.14%，比同业平均水平低 0.97 个百分点。

图表 4：德尔未来 2018Q3 营收增速下降



来源：Wind，国金证券研究所

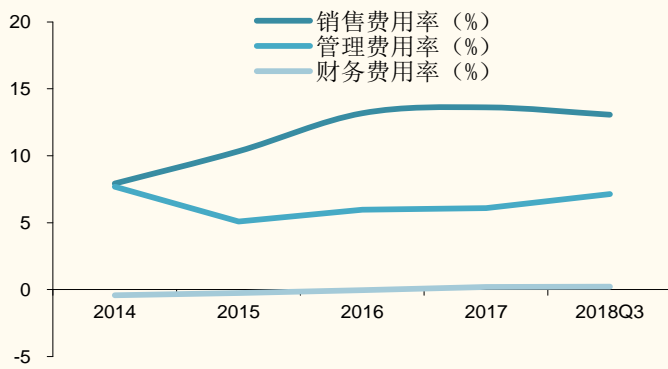
图表 5：德尔未来 2018Q3 净利润增速为负



来源：Wind，国金证券研究所

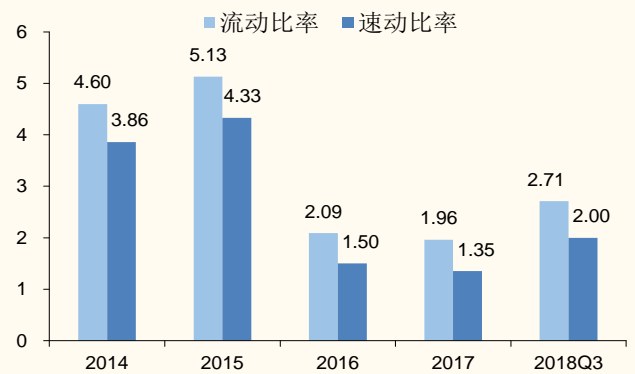
公司 2018Q3 的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 13.07%、7.13%、0.22%。其中，销售费用为 16,657.69 万元，同比增加 16.97%；管理费用为 7,687.43 万元，同比增加 51.69%，主要系报告期内用人费用增加、股权激励费用摊销增加、房租增加所致；财务费用为 279.29 万元，同比增加 329.29%，主要系银行存款利息减少、借款利息增加、保理手续费增加所致。研发投入方面，公司 2018Q3 共投入 1,392.48 万元 (YoY+41.03%) 来推进科研项目研发。公司 2018Q3 的流动比率和速动比率分别为 2.71 和 2.00，偿债能力尚可。

图表 6：德尔未来“三费”占营收比例较平稳



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：德尔未来偿债能力尚可



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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