

智能控制阀标的，下修条款友好 ——智能转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**6月27日晚，无锡智能自控工程股份有限公司发布公告，将于2019年7月2日发行2.30亿元的可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为70.54元，YTM为2.87%。**智能转债期限为6年，债项评级为A+，票面面值为100元，票面利率第一年0.5%、第二年0.8%、第三年1.2%、第四年1.6%、第五年2.0%、第六年3.0%，到期赎回价格为票面面值的112%（含最后一期年度利息），按照中债6年期A+企业债到期收益率（2019/6/27）9.19%作为贴现率估算，债底价值为70.54元，纯债对应的YTM为2.87%，债底保护性较弱。
- **平价为98.22元，下修条款较易触发。**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9.55元/股，智能自控（002877.SZ）6月27日的收盘价为9.38元，对应转债平价为98.22元。智能转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，无条件回售条款，下修条款较易触发。
- **预计智能转债上市首日价格在101~104元之间。**按智能自控6月27日的收盘价测算，智能转债平价为98.22元。可参照的平价可比标的为华源转债，其平价为97.47元，当前转股溢价率为5.93%，可参照的规模可比标的是东音转债，当前转股溢价率为1.90%。考虑到智能转债债底保护性较弱，规模和评级的吸引力不强，预计上市首日的转股溢价率在3%~6%之间，对应的上市价格在101~104元区间。
- **预计配售比例在20%左右。**沈剑标先生直接持有公司37.48%的股份，同时通过天亿信间接控制公司1.53%的股份，合计控制公司39.01%的股份，为公司的控股股东和实际控制人。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，我们预计配售比例在20%左右。
- **预计中签率为0.09%~0.18%。**智能转债总申购金额为2.30亿元，若配售比例为20%，那么可供网上投资者申购的金额为1.84亿元，若网上申购户数为10~20万，单户申购金额按100万打新，预计中签率在0.09%~0.18%之间。
- **综合来看，智能转债平价水平不低，下修条款相对友好，正股经营业绩稳健，但债底保护性偏弱，建议投资者适当参与。**
- **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

马航 联系人
mahang@gjzq.com.cn

6月27日晚，无锡智能自控工程股份有限公司（以下简称“智能自控”）发布公告，将于2019年7月2日发行2.30亿元的可转债，此次募集资金将投向特种阀门深加工项目、直行程智能控制阀制造基地建设项目。以下我们对智能转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、智能转债基本要素分析

债底为 70.54 元，YTM 为 2.87%。智能转债期限为 6 年，债项评级为 A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.5%、第二年 0.8%、第三年 1.2%、第四年 1.6%、第五年 2.0%、第六年 3.0%，到期赎回价格为票面面值的 112%（含最后一期年度利息），按照中债 6 年期 A+ 企业债到期收益率（2019/6/27）9.19% 作为贴现率估算，债底价值为 70.54 元，纯债对应的 YTM 为 2.87%，债底保护性较弱。

平价为 98.22 元，下修条款较易触发。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 9.55 元/股，智能自控（002877.SZ）6 月 27 日的收盘价为 9.38 元，对应转债平价为 98.22 元。智能转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，无条件回售条款，下修条款较易触发。

图表 1：智能转债基本信息梳理

	具体内容
转债信息	转债名称/代码
	智能转债/128070
	发行规模
	2.30 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 0.50%、第二年 0.80%、第三年 1.20%、第四年 1.60%、第五年 2.00%、第六年 3.00%
	到期赎回价格
	票面面值的 112%（含最后一期年度利息）
重要条款	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
	A+/A+/有
	初始转股价格
	9.55 元/股
	募集资金用途
	特种阀门深加工项目、直行程智能控制阀制造基地建设项目
重要条款	主承销商
	华泰联合证券有限责任公司
重要条款	下修条款
	在本次发行的可转债存续期间，当公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 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审议表决。
重要条款	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 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格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，公司董事会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换公司债券。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 7.24%。若按智能自控（002877.SZ）初始转股价 9.55 元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度分别为 7.24% 和 24.16%，流通盘具有一定摊薄压力。

图表 2：智能转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-6-28	T-2	刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-7-01	T-1	1、原 A 股东优先配售股权登记日 2、网上路演
2019-7-02	T	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原 A 股东优先配售（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金）
2019-7-03	T+1	1、刊登《网上发行中签率及优先配售结果公告》 2、网上申购摇号抽签
2019-7-04	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、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）
2019-7-05	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
2019-7-08	T+4	1、刊登《发行结果公告》 2、保荐机构（主承销商）扣除相应发行费用后将募集资金划拨 至发行人账户

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计智能转债上市首日价格在 101~104 元之间。按智能自控 6 月 27 日的收盘价测算，智能转债平价为 98.22 元。可参照的平价可比标的为华源转债，其平价为 97.47 元，当前转股溢价率为 5.93%，可参照的规模可比标的是东音转债，当前转股溢价率为 1.90%。考虑到智能转债债底保护性较弱，规模和评级的吸引力不强，预计上市首日的转股溢价率在 3%~6%之间，对应的上市价格在 101~104 元区间。

预计配售比例在 20%左右。沈剑标先生直接持有公司 37.48%的股份，同时通过天亿信间接控制公司 1.53%的股份，合计控制公司 39.01%的股份，为公司的控股股东和实际控制人。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，我们预计配售比例在 20%左右。

预计中签率为 0.09%-0.18%。智能转债总申购金额为 2.30 亿元，若配售比例为 20%，那么可供网上投资者申购的金额为 1.84 亿元，若网上申购户数为 10~20 万，单户申购金额按 100 万打新，预计中签率在 0.09%~0.18%之间。

综合来看，智能转债平价水平不低，下修条款相对友好，正股经营业绩稳健，但债底保护性偏弱，建议投资者适当参与。

3、正股基本面分析

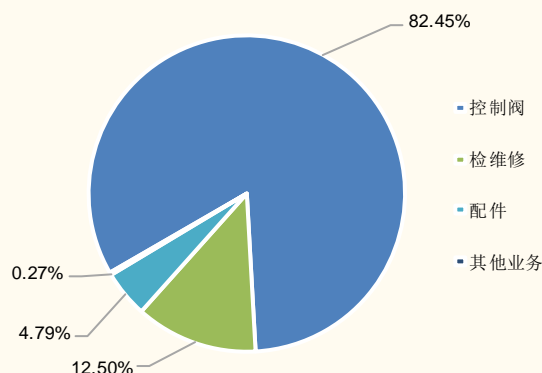
智能自控是一家从事全系列智能控制阀的高新技术企业，公司专注于智能控制阀及其配件的研发、生产和销售以及检维修服务。公司的主要产品包括 P 系列单座套筒阀、M 系列套筒调节阀、W 系列蝶阀、R 系列球阀、Z 系列物料阀、F 系列防腐阀、Y 系列自力式调节阀、J 系列角型控制阀、T 系列三通调节阀等。公司产品广泛应用于石油、化工、钢铁、冶金、纺织、能源、电力、食品、环保等行业。

公司是国内控制阀行业主要供应商之一，能够为客户提供各种不同型号与规格的控制阀，目前公司生产的全系列控制阀共十一大类，每一大类中又包含不同型号和规格的系列产品，能够满足各行业用户的需求。同时，公司也能提供各种严酷工况下的流体控制解决方案。截至 2018 年 12 月 31 日，公司有效的发明专利共 52 项、实用新型专利 105 项、外观设计专利 10 项。

公司近年营收结构总体稳定，检维修产品及配件产品营收增速较快。2018 年公司控制阀营收 3.10 亿元，占总营收 82.45%，同比增长 16.73%；检维修营收

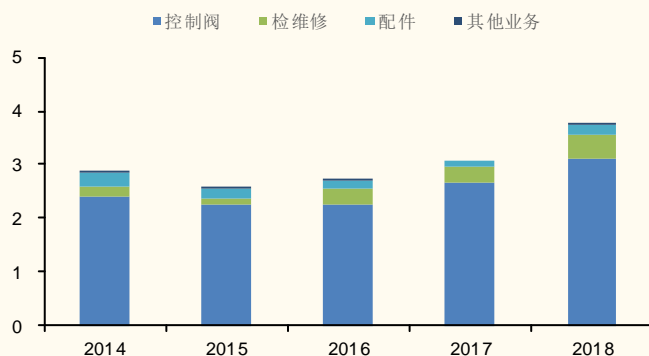
0.47 亿元，占总营收 12.50%，同比增长 46.90%；配件营收 0.18 亿元，占总营收 4.79%，同比增长 92.84%。

图表 3：智能自控 2018 年产品营收分布情况



来源：Wind，国金证券研究所

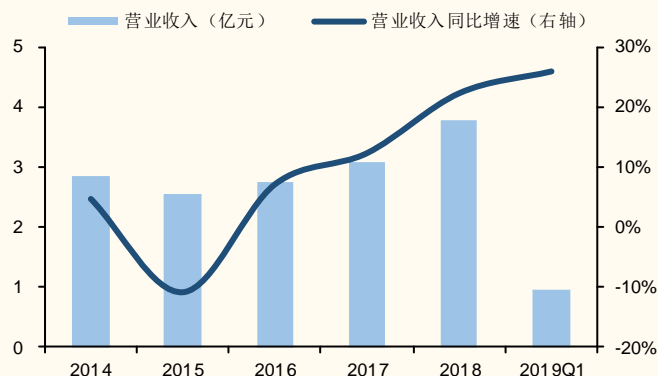
图表 4：智能自控营收结构情况



来源：Wind，国金证券研究所

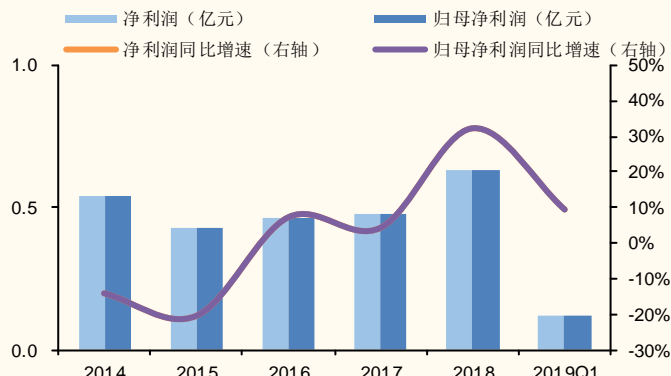
公司营收增速稳步增长。公司 2016、2017、2018 年及 2019Q1 的营业收入分别为 2.74、3.07、3.76、0.97 亿元，同比增速分别为 7.16%、12.35%、22.32%、25.95%，营收增速稳步增长。公司 2016、2017、2018 年及 2019Q1 的净利润分别为 0.46、0.48、0.63、0.12 亿元，同比增速分别为 7.15%、4.16%、32.32%、9.33%，最近一期增速有所下降。

图表 5：智能自控营业收入情况



来源：Wind，国金证券研究所

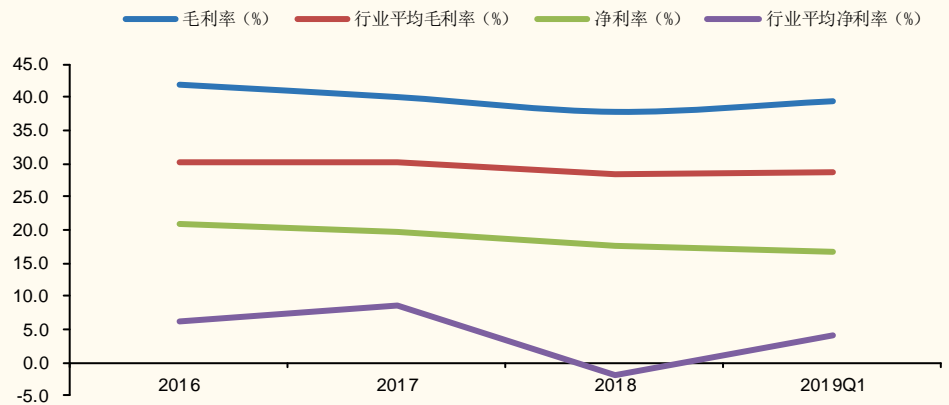
图表 6：智能自控净利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

公司盈利水平优于行业平均。2018 年智能自控毛利率为 37.77%，比同业高 9.3 个百分点，比上年下降 2.31 个百分点；净利率为 17.50%，比同业高 19.41 个百分点（同期行业净利率为-1.51%），比上年下降 2.17 个百分点。2019Q1 公司毛利率为 39.43%，比同业高 10.79 个百分点；净利率为 16.67%，比同业高 12.48 个百分点。

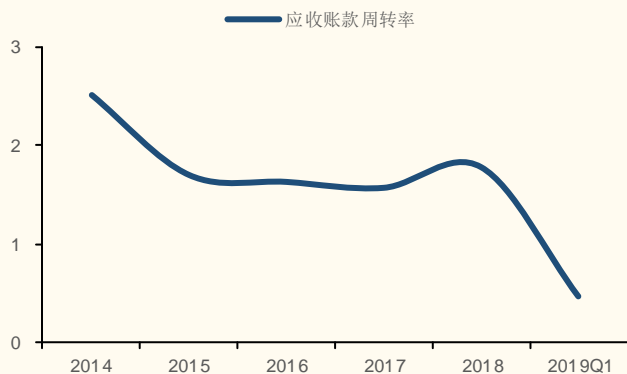
图表 7：智能自控盈利能力情况



来源：Wind，国金证券研究所

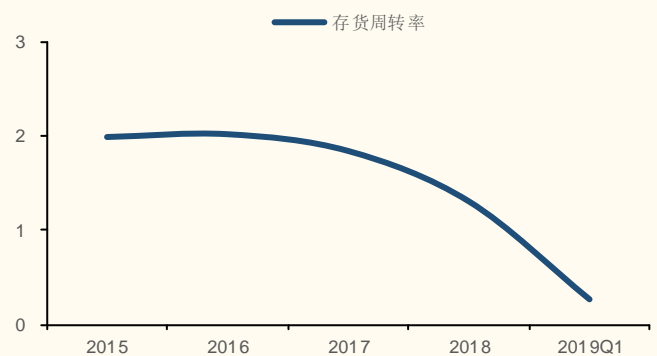
营运能力有所下降。公司 2018 年和 2019Q1 应收账款周转率分别为 1.79 和 0.48，近期下降幅度较大，或因销售投标保证金及个人备用金借款增加所致。同期存货周转率为 1.31、0.26，近期营运能力不佳。

图表 8：智能自控应收账款周转率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：智能自控存货周转率

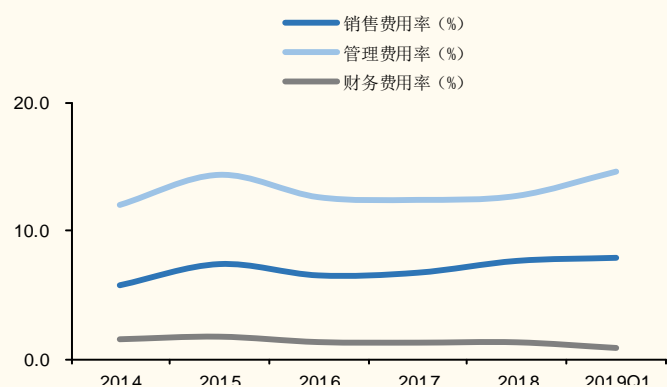


来源：Wind，国金证券研究所

2019Q1，公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 7.94%、14.65%、0.78%。其中，销售费用为 771.7 万元，同比上升 37.77%；管理费用为 1,078.42 万元，同比增加 37.03%；财务费用为 75.3 万元，同比增加 539%，主要系流动资金借款增加所致。

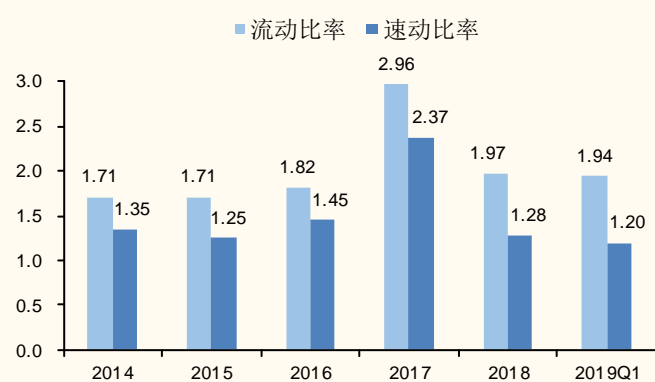
2019Q1，公司流动比率和速动比率分别为 1.94 和 1.20，偿债能力一般。

图表 10：智能自控费用率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：智能自控偿债能力



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