

久违的网下申购标的 ——远东转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**9月18日晚，许昌远东传动轴股份有限公司发布公告，将于2019年9月23日发行8.937亿元的可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为86.88元，YTM为2.43%。**远东转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.3%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的110%（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（2019/9/18）4.9050%作为贴现率估算，债底价值为86.88元，纯债对应的YTM为2.43%，具有一定的债底保护性。
- **平价为99.31元，条款设置中规中矩。**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5.79元/股，远东传动（002406.SZ）9月18日的收盘价为5.75元，对应转债平价为99.31元。远东转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，条款设置中规中矩。
- **预计远东转债上市首日价格在106~108元之间。**按远东传动9月18日的收盘价测算，远东转债平价为99.31元。可参照的平价可比标的为湖广转债，其平价为99.47元，当前转股溢价率为13.93%，可参照的规模可比标的是利尔转债，当前转股溢价率为11.10%。预计上市首日的转股溢价率在7%~9%之间，对应的上市价格在106~108元区间。
- **预计配售比例为30%。**刘延生持股比例为27.84%，史彩霞持股比例为3.43%，为公司主要股东；截至募集说明书签署日，刘延生质押股票39040000股，质押开始时间为2019年9月17日，用途为正常融资。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，考虑到转债发行具有一定的股本摊薄压力，保守估计，配售比例将在30%左右。
- **预计中签率为0.03%~0.04%。**远东转债总申购金额为8.937亿元，若配售比例为30%，那么可供网上网下投资者申购的金额为6.26亿元，若网上申购户数为50万，平均单户申购金额为100万元，网下申购户数为2000~3000户，平均单户申购金额按上限的70%打新，即5.6亿元，则中签率在0.03%~0.04%之间。
- **总结来看，远东转债具有一定的债底保护性，平价接近面值，条款设置中规中矩，正股盈利能力趋于稳定，具有一定看点。在当前转债市场绝对价格及估值不便宜的情况下，打新吸筹性价比较高，且远东转债有网下申购，建议投资者积极参与一级申购。**
- **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

马航 联系人
mahang@gjzq.com.cn

9月18日晚，许昌远东传动轴股份有限公司（以下简称“远东传动”）发布公告，将于2019年9月23日发行8.937亿元的可转债，此次募集资金将用于年产200万套高端驱动轴智能制造生产线项目和补充流动资金项目。以下我们对远东转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、远东转债基本要素分析

债底为86.88元，YTM为2.43%。远东转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.3%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的110%（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（2019/9/18）4.9050%作为贴现率估算，债底价值为86.88元，纯债对应的YTM为2.43%，具有一定的债底保护性。

平价为99.31元，条款设置中规中矩。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5.79元/股，远东传动（002406.SZ）9月18日的收盘价为5.75元，对应转债平价为99.31元。远东转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，条款设置中规中矩。

图表 1：远东转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	远东转债/128075
	发行规模	8.937 亿元
	发行方式	原股东优先配售、网下对机构投资者配售和网上通过深交所交易系统向社会公众投资者发售
	票面利率	第一年 0.3%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%
	到期赎回价格	票面面值的 110%（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	5.79 元/股
	募集资金用途	新建年产 200 万套高端驱动轴智能制造生产线项目、补充流动资金
重要条款	主承销商	华创证券有限责任公司
	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 85% 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。
	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。
	有条件回售条款	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。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 27.51%。若按远东传动（002406.SZ）初始转股价 5.79 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 27.51% 和 37.13%，摊薄压力较大。

图表 2：远东转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-9-19	T-2	刊登《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-9-20	T-1	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日、网下申购日
2019-9-23	T	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售（缴付足额资金） 4、网上申购日（无需缴付申购资金）
2019-9-24	T+1	1、刊登《网上发行中签率公告及网下发行配售结果公告》 2、进行网上申购的摇号抽签
2019-9-25	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 日日终有足额的转债认购资金） 3、网下投资者根据配售结果缴款
2019-9-26	T+3	主承销商根据网上网下资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-9-27	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

预计远东转债上市首日价格在 106~108 元之间。按远东传动 9 月 18 日的收盘价测算，远东转债平价为 99.31 元。可参照的平价可比标的为湖广转债，其平价为 99.47 元，当前转股溢价率为 13.93%，可参照的规模可比标的是利尔转债，当前转股溢价率为 11.10%。预计上市首日的转股溢价率在 7%~9% 之间，对应的上市价格在 106~108 元区间。

预计配售比例为 30%。刘延生持股比例为 27.84%，史彩霞持股比例为 3.43%，为公司主要股东；截至募集说明书签署日，刘延生质押股票 39040000 股，质押开始时间为 2019 年 9 月 17 日，用途为正常融资。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，考虑到转债发行具有一定的股本摊薄压力，保守估计，配售比例将在 30% 左右。

预计中签率为 0.03%~0.04%。远东转债总申购金额为 8.937 亿元，若配售比例为 30%，那么可供网上网下投资者申购的金额为 6.26 亿元，若网上申购户数为 50 万，平均单户申购金额为 100 万元，网下申购户数为 2000~3000 户，平均单户申购金额按上限的 70% 打新，即 5.6 亿元，则中签率在 0.03%~0.04% 之间。

总结来看，远东转债具有一定的债底保护性，平价接近面值，条款设置中规中矩，正股盈利能力趋于稳定，具有一定看点。在当前转债市场绝对价格及估值不便宜的情况下，打新吸筹性价比较高，且远东转债有网下申购，建议投资者积极参与一级申购。

3、正股基本面分析

远东传动的主营业务为非等速传动轴及相关零部件的研发、生产与销售。目前，公司具备年产 600 万套非等速传动轴的生产能力，能够生产 8000 多个品种。公司产品共分轻型、中型、重型和工程机械四大系列，主要用于商用车、工程机械（装载机、起重机）、特种车辆等。

公司拥有实力雄厚的商用车传动轴研发团队。公司的技术中心配备有国内先进的传动轴设计、研发、实验、检测等设备，技术装备优势明显。公司及全资子公司中兴锻造公司是高新技术企业。公司推行“精益生产零距离、汽车基地建分厂”的策略，在全国主要大型汽车生产基地投资建厂，完善市场网络战略布局。

2015 年公司收购了许昌远博机械有限公司部分经营性资产，可以为公司提供商用车、工程机械、乘用车所用的传动轴专用优质型钢管；还可以将公司及子公司的铁屑、锻造毛边废料作为原材料，生产公司传动轴所需的精密铸钢零部件。通过收购进一步延长公司产品产业链，降低产品生产成本，增强公司持续盈利能力，增强市场竞争力。2016 年 9 月，公司收购重庆远东 50% 的股权；收购完成后，公司对重庆远东持有 100% 的股权，对西南地区的布局进一步完善。

图表 3：远东传动 2019 年 H1 主要控股参股公司经营情况

公司名称	主要经营范围	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
重庆重汽远东传动轴有限责任公司	传动轴加工和销售	11622.98	-210.46
包头远东传动轴有限公司	传动轴加工和销售		
潍坊远东传动轴有限公司	传动轴加工和销售	13227.01	243.40
北京北汽远东传动部件有限公司	传动轴加工和销售	14774.66	255.60
许昌中兴锻造有限公司	锻造加工	24711.13	2614.53
合肥远东传动轴有限公司	传动轴加工和销售		
长沙远东传动轴有限公司	传动轴加工和销售		
柳州远腾传动部件有限公司	传动轴加工和销售		
许昌远东华盛汽车部件有限公司	传动轴加工和销售		
柳州宇航传动轴有限公司	传动轴加工和销售	5470.42	269.25

来源：Wind，国金证券研究所

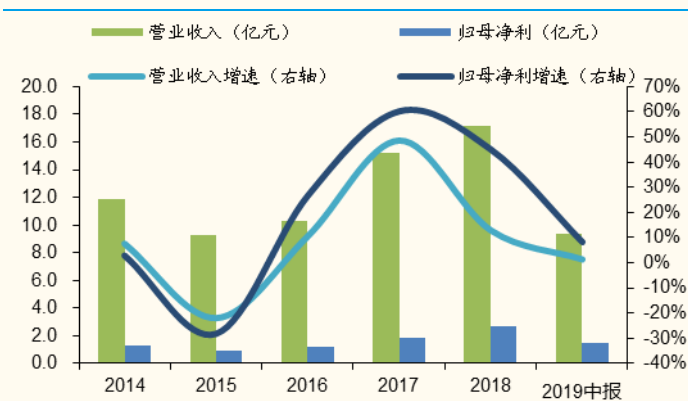
2019 上半年营收增速回落。远东传动 2016、2017、2018、2019H1 营收分别为 10.24、15.23、17.20、9.35 亿元，同比增速分别为 10.55%、48.65%、12.94%、1.39%，营收增速继 2017-2018 年高点之后出现回落。

分业务来看，整轴业务 2019H1 实现营收 7.44 亿，同比减少 0.87%，占总营收比重达 79.53%，仍为公司最主要业务。配件业务占比为 14.61%，其他业务占比为 5.87%，分别实现营收 1.37 亿元和 0.55 亿元，同比增速分别为 15.89% 和 1.11%，公司营收增长主要还是来自于整轴业务和配件业务。

分区域来看，2019H1 国外业务实现营收 8.46 亿元，同比减少 31.68%，占营收比重为 3.63%；中国大陆业务实现营收 8.46 亿元，同比增长 3.42%，占营收比重为 90.50%。目前来看公司国外业务占比有减小趋势。

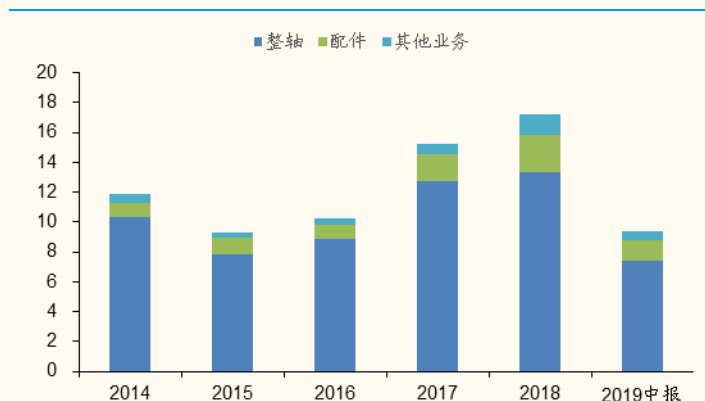
公司归母净利润增速下降。远东传动 2016、2017、2018、2019H1 分别实现归母净利润 1.17、1.87、2.71、1.42 亿元，同比增速分别 26.45%、60.09%、45.00%、8.13%。在经历了 2017 年的利润爆发期后，2018 年和 2019 年 H1 归母净利增速有所下降。2019 上半年公司归母净利润增速高于营收增速，主要原因是由于钢材价格下降及公司通过工艺改进，原材料利用率提高，降低了生产成本，从而盈利增加。

图表 4：远东传动营收及归母净利情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：远东传动各业务营收情况 (单位：亿元)

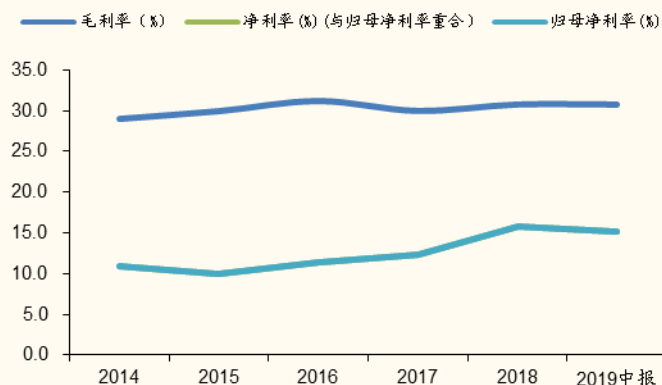


来源：Wind，国金证券研究所

公司盈利能力略微上升。2016、2017、2018、2019H1 公司净利率分别为 11.43%、12.30%、15.78%、15.18%，呈缓慢上升趋势。2016、2017、2018、2019H1 年公司毛利率分别为 31.24%、30.04%、30.82%、30.81%，无较大变化。

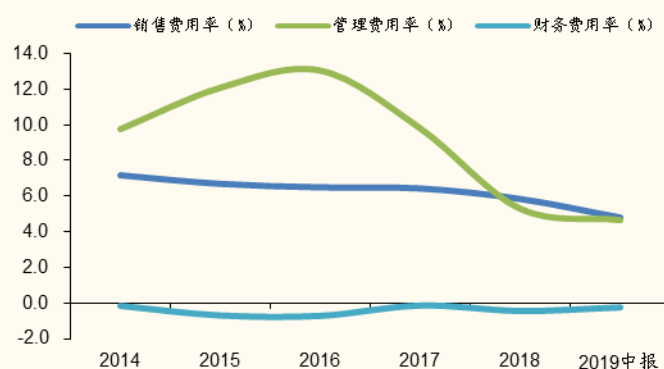
从三费率来看，公司成本控制能力在提升。2016、2017、2018、2019H1 年公司销售费率为 6.48%、6.42%、5.83%、4.78%，管理费率为 13.07%、9.83%、5.33%、4.69%，财务费率为 -0.71%、-0.16%、-0.45%、-0.26%。销售费用率和管理费用率都有明显下降。

图表 6：远东传动归母净利率和毛利率状况



来源：Wind，国金证券研究所

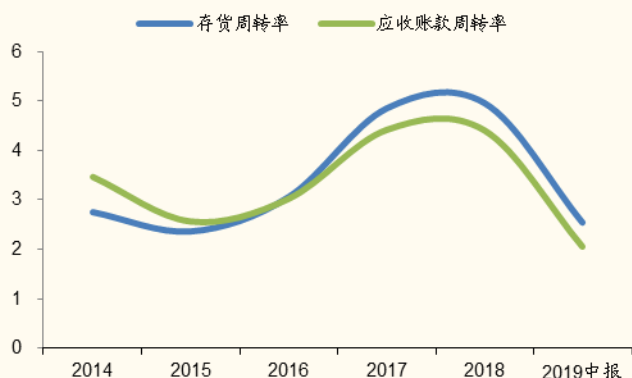
图表 7：远东传动期间费用率状况



来源：Wind，国金证券研究所

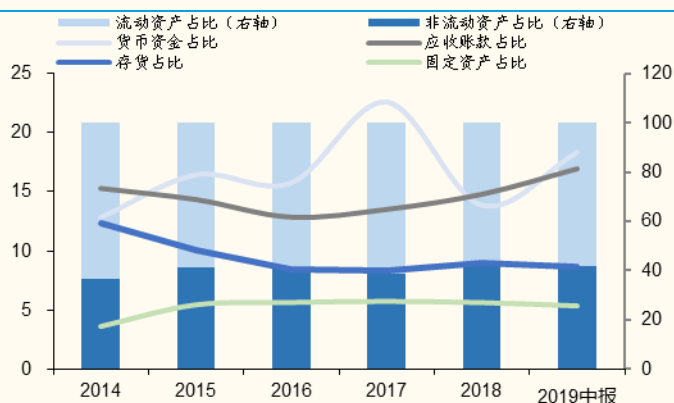
公司营运能力有弱化，资产流动性略下降。公司 2016、2017、2018、2019H1 年存货周转率分别为 3.06、4.86、4.97、2.54，应收账款周转率分别为 3.02、4.41、4.40、2.05，2019 年 H1 营运能力有明显下滑。从资产构成来看，流动资产占比和非流动资产占比近年未有较大变动，从流动资产构成来看，流动性较强的货币资金占总资产比例近三年波动较大，2019 年 H1 同比下降 0.59pct；同时，流动性偏差的存货占比较同期提升 0.67pct，应收账款占比有上升趋势，整体而言公司资产的流动性略下降。

图表 8：远东传动各类资产周转率



来源：Wind，国金证券研究所

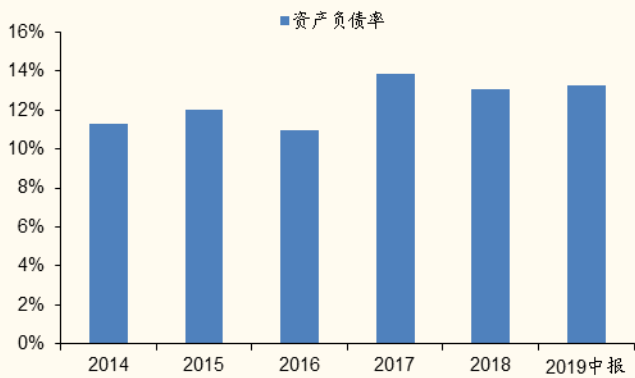
图表 9：远东传动各类资产占总资产比例 (单位：%)



来源：Wind，国金证券研究所

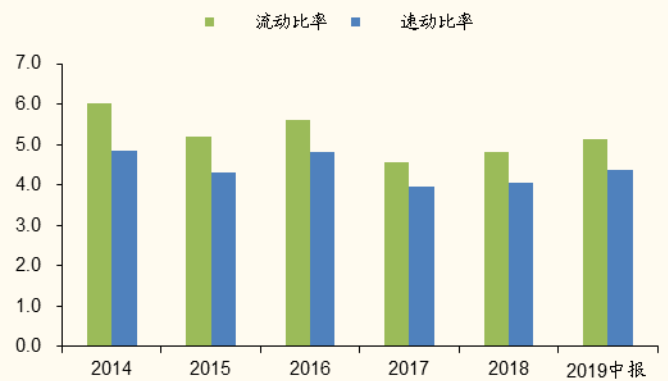
公司杠杆率较低，偿债能力有增强趋势。公司 2016、2017、2018、2019H1 资产负债率分别为 10.99%、13.87%、13.06%、13.24%，保持逐年缓慢提升态势，但资产负债率较同行业偏低。从流动负债和非流动负债来看，流动负债占比有减少趋势，非流动负债占比递增。从偿债指标来看，2016、2017、2018、2019H1 流动比率分别为 5.61、4.57、4.83、5.14，速动比率为 4.80、3.95、4.06、4.37，偿债能力近年缓慢上升。

图表 10: 远东传动资产负债率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 远东传动偿债能力指标



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