

## 胜达转债投资价值分析

报告日期： 2020-07-02

分析师：邹坤

执业证书号： S0010520040001

邮箱： zoukun@hazq.com

### 报告摘要：

**胜达转债于7月1日网上申购。**初始转股价14.73元/股，发行期限为6年，拟募集资金5.5亿元，其中2.9亿元用于“年产3亿方纸包装制品项目”，1.5亿元用于“年产1.5亿方绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目”，1.1亿元用于偿还银行贷款。

**胜达转债条款保持中规中矩。**按照2020年06月30日中债6年AA-级企业债到期收益率6.7934%计算，债底价值为83.05元。按照2020年06月30日的大胜达收盘价13.77元/股计算，初始平价为93.48元，平价溢价率为6.97%。

**预计胜达转债上市价格在108元左右。**综合考虑公司的基本面情况、同行业个券和近期转债市场行情，我们预计胜达转债的转股溢价率在12%到20%之间。通过相对价值法得到的结果94元到123元之间，我们认为其上市价格在108元左右。

**公司主营业务所处行业有较大发展空间，盈利有望加速增长。**作为国内瓦楞纸箱行业中具备先进技术工艺能力和强大生产加工能力的龙头企业之一，公司具有较大的发展潜力，前期建厂扩张、技术升级的投入有望得到可观收益。

**公司营业收入增速大幅下降，归母净利润近年有所下滑。**近年来公司业绩表现不佳，主要原因在于，公司从长远目标出发，做了一系列战略布局，包括在中部、西部、西北地区建厂扩张，对原有基地进行技改升级，加大技术研发投入等等，这些布局在短期内导致了固定成本的增加，但效益尚未充分发挥。

**近三年公司毛利率不断下滑，略低于可比公司水平。**毛利率下降的主要原因在于：整体的产能利用不足、固定成本分摊大，加上纸板本身的毛利较低，所以导致了纸板的毛利率为负。

**公司盈利能力在可比公司中处于中等水平，有一定发展空间。**随着公司积极推进产业数字化、深化区域布点战略、强化产品研发创新，公司未来盈利水平有进一步提升的可能。

**公司营运能力良好，贷款回收能力与存货管理效率均在可比公司中处于中等偏上水平。**总体应收账款周转天数与存货周转天数较低，处于行业领先地位。存货管理效率在行业平均水平之上，公司营运能力较强。

**公司资产负债率位于可比公司平均水平，债务结构改善，偿债能力良好。**2019年公司登陆资本市场，不断探索创新融资方式、拓宽融资渠道，预计未来债务结构将不断优化。

**风险提示：**业绩不及预期

## 目 录

1 发行安排 .....	3
2 主要条款及分析 .....	3
3 上市价格预测 .....	4
4 正股基本面分析 .....	4

## 图表目录

图 1：2019 年公司营业收入分业务构成 .....	5
图 2：2017-2019 年营业收入分业务构成（亿元） .....	5
图 3：2019 年公司营业收入分区域构成 .....	5
图 4：2016-2018 年营业收入分区域构成（亿元） .....	5
图 5：2016-2020Q1 高强瓦楞纸市场价 .....	6
图 6：2016-2018 瓦楞纸箱产量 .....	6
图 7：2014-2019 年公司营业收入情况（亿元） .....	6
图 8：2014-2019 年公司归母净利润情况（亿元） .....	6
图 9：2016-2020 Q1 公司毛利率情况 .....	7
图 10：2016-2020 Q1 可比公司毛利率情况 .....	7
图 11：2016-2020 Q1 公司每股收益情况 .....	8
图 12：2016-2020 Q1 公司净资产收益率情况 .....	8
图 13：2016-2020 Q1 公司应收账款周转天数情况 .....	8
图 14：2016-2020 Q1 公司存货周转天数情况 .....	8
图 15：2016-2020Q1 可比公司资产负债率情况 .....	9
图 16：2015-2020 Q1 公司偿债能力 .....	9
表 1：胜达转债发行认购时间表 .....	3
表 2：胜达转债主要条款 .....	3
表 3：债性、股性指标 .....	4
表 4：相对价值法下，预测胜达转债上市价格 .....	4

## 1 发行安排

表 1：胜达转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	6月29日	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》
T-1	6月30日	刊登《可转债发行提示性公告》；原A股股东优先配售股权登记日；网上路演
T	7月1日	发行首日；原无限售股东优先配售认购日；网上申购日；确定网上中签率
T+1	7月2日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；网上申购摇号抽签
T+2	7月3日	刊登《网上中签结果公告》；网上申购中签缴款
T+3	7月6日	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
T+4	7月7日	刊登《发行结果公告》；募集资金划至发行人账户

资料来源：Wind、华安证券研究所

截止 2020 年 06 月 30 日，胜达转债已发布《募集说明书》、《募集说明书摘要》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》、《发行提示性公告》。

截止 6 月 30 日，大胜达总市值为 56.57 亿元，若本次发行的可转债全部如期转股，将会占到市值的 9.72%，对原股东股权的稀释程度一般。

## 2 主要条款及分析

胜达转债条款保持中规中矩。按照 2020 年 06 月 30 日中债 6 年 AA- 级企业债到期收益率 6.7934% 计算，债底价值为 83.05 元。按照 2020 年 06 月 30 日的大胜达收盘价 13.77 元 / 股计算，初始平价为 93.48 元，平价溢价率为 6.97%。

表 2：胜达转债主要条款

项目	内容
转债名称	胜达转债
债券代码	113591.SH
主体及债项评级	AA-/AA- (联合评级)
发行规模	5.50 亿
存续期	6 年 (2020 年 07 月 01 日至 2026 年 06 月 30 日)
票面利率	0.50%，0.70%，1.00%，1.50%，2.50%，3.00%
转股价格	14.73 元 / 股
转股期	2021 年 01 月 08 日至 2026 年 06 月 30 日
向下修正条款	存续期内，10/20，90%
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后五个交易日内，按债券面值的 116% (含最后一期利息) 赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130% (含 130%)；未转股余额少于 3000 万元 (含 3000 万元)
回售条款	(1) 有条件回售条款：在最后两个计息年度，若公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价 70%，可转债持有

项目	内容
	人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。 (2) 附加回售条款：若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。
网络申购限额	100 万元/账户

资料来源：发行公告、华安证券研究所

**表 3：债性、股性指标**

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	83.05	平价	93.48
底价溢价率	20.40%	平价溢价率	6.97%

资料来源：发行公告、华安证券研究所

### 3 上市价格预测

根据 2020 年 06 月 30 日的收盘价，胜达转债初始平价为 93.48 元。综合考虑公司的基本面情况、同行业个券和近期转债市场行情，我们估计胜达转债的转股溢价率在 12% 到 20% 之间。通过相对价值法得到的结果 94 元到 123 元之间，我们预计其上市价格在 108 元左右。

**表 4：相对价值法下，预测胜达转债上市价格**

转股溢价率/正股价	12.00%	14.00%	16.00%	18.00%	20.00%
12.39	94.23	95.91	97.60	99.28	100.96
13.08	99.47	101.24	103.02	104.79	106.57
13.77	104.70	106.57	108.44	110.31	112.18
14.46	109.94	111.90	113.86	115.83	117.79
15.15	115.17	117.23	119.28	121.34	123.40

资料来源：Wind、华安证券研究所

### 4 正股基本面分析

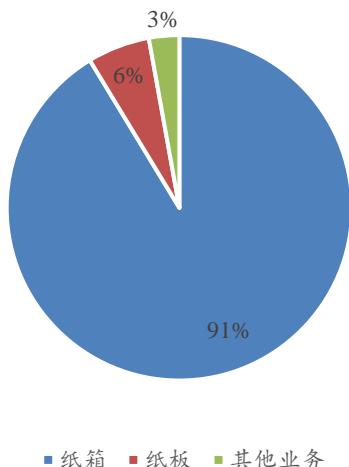
浙江大胜达包装股份有限公司成立于 2004 年 11 月 22 日，于 2019 年 7 月 26 日在上海证券交易所上市。公司是一家生产研发高质量、高强度的瓦楞纸箱、纸板产品的高新技术企业，为各个行业领域的多种类客户提供相应的设计、研发、生产等全方位的纸包装服务，目前已成为国内瓦楞纸箱、纸板生产领域中具备先进技术工艺能力和强大生产加工能力的龙头企业之一。公司拥有省级企业技术中心、省级重点企业设计院、省级企业研究院、省级工业设计中心、中国包装联合会授予的“中国纸制品研发中心”，承担了多项瓦楞纸箱包装印刷科研项目，部分科研成果被评为国家火炬计划产业化示范项目，获准登记为浙江省科学技术成果。

公司法定代表人为方能斌，实际控制人为方聪艺、方能斌、方吾校。截至 2020 年 3 月 31 日，公司前三大股东分别是杭州新胜达投资有限公司（持股 65.49%），重庆睿庆股权投资合伙企业(有限合伙)（持股 19.02%），杭州富华涌嘉股权投资

资合伙企业（有限合伙）（持股 1.22%）。

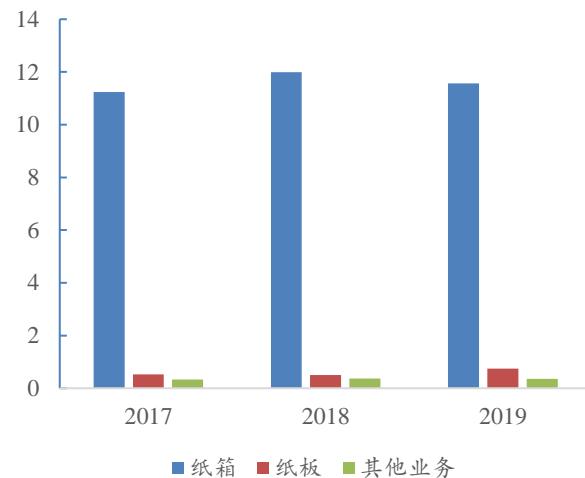
本次募集资金不超过 5.5 亿元(含 5.5 亿元)，扣除发行费后，2.9 亿元用于“年产 3 亿方纸包装制品项目”，1.5 亿元用于“年产 1.5 亿方绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目”，1.1 亿元用于偿还银行贷款。

图 1：2019 年公司营业收入分业务构成



资料来源：Wind、华安证券研究所

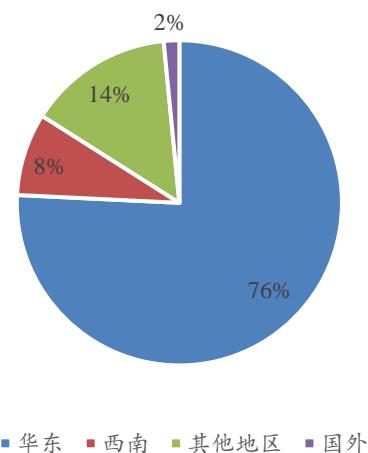
图 2：2017-2019 年营业收入分业务构成（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

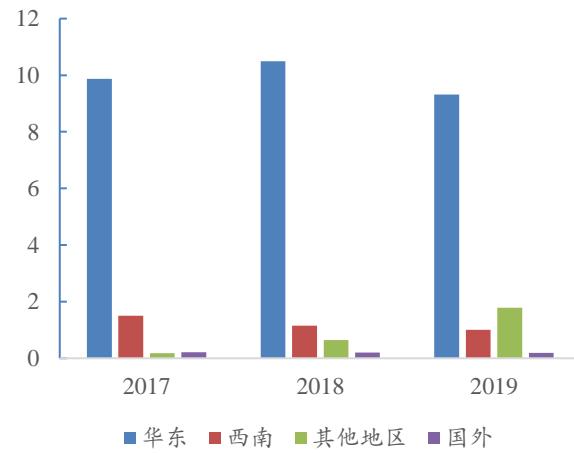
**纸箱业务是公司最主要业务，公司与多家知名企业有长期稳定合作关系。**公司所属 Wind 行业为材料—材料 II—容器与包装—纸包装，目前主营业务包括纸箱、纸板及其他业务。营业收入最大构成部分为纸箱，占营收比重 91%，2019 年纸箱业务收入为 11.57 亿元。公司研发生产的低克重、高强度、多色彩的中高档纸箱产品受到众多大型客户的青睐，各类产品被广泛地运用于食品、饮料、烟草、酒类、电子、家电、家具、化工、服装、机械等行业的内外包装。公司与华润啤酒、农夫山泉、娃哈哈、老板电器、苏泊尔、顺丰速运、海康威视、松下电器、三星电子、博世(BOSCH)等国内外知名企建立了长期、稳定的合作关系。

图 3：2019 年公司营业收入分区域构成



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 4：2016-2018 年营业收入分区域构成（亿元）

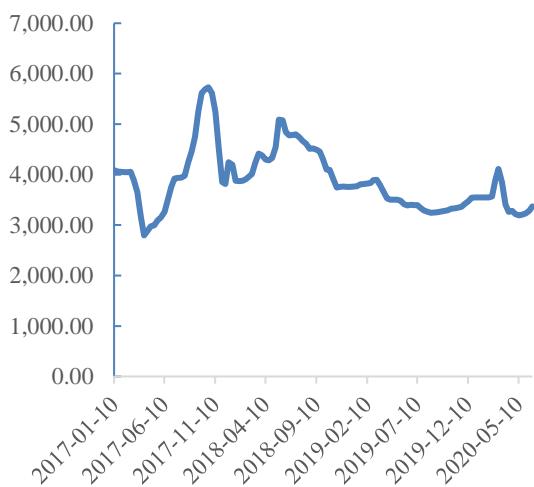


资料来源：Wind、华安证券研究所

**公司以国内市场为主要销售区域，不断推进全国布点战略。**华东区域是公司最主要销售市场，占营收比重 76%，2019 年略有下降。近三年公司营业收入地区分布在西南地区有所下降，其他地区营业收入逐渐上升，国外市场占比保持稳定。

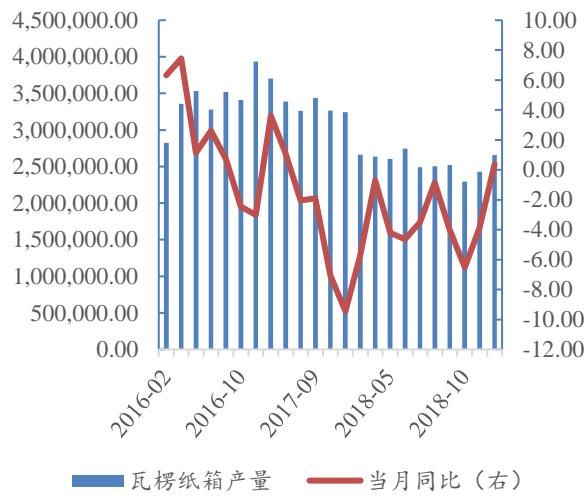
2018年以来，公司持续推进全国布点战略，并对原有设备落后的基地实施技改，先后在江苏、四川、湖北等地设立生产基地，并在苏州子公司实施了技改升级。2019年，公司在稳固新投产基地的同时，进一步推进新疆基地投产、大胜达智能工厂投产。目前，公司各区域营销公司市场份额逐步扩大，区域规划逐步显现。

图 5：2016-2020Q1 高强瓦楞纸市场价



资料来源：Wind、华安证券研究所

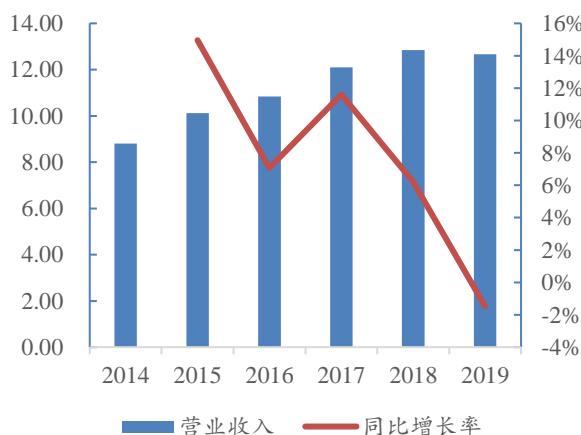
图 6：2016-2018 瓦楞纸箱产量



资料来源：Wind、华安证券研究所

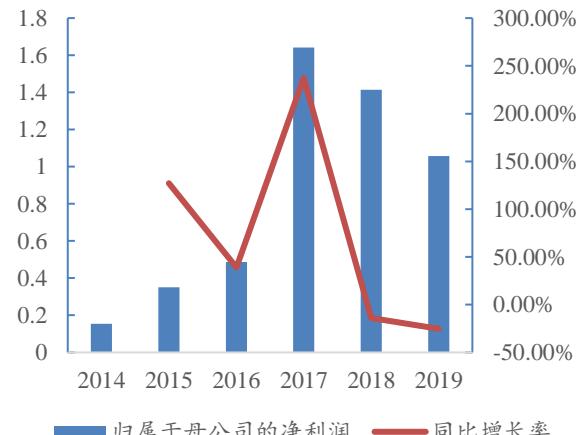
公司主营业务所处行业有较大发展空间，盈利有望加速增长。我国是世界第一大瓦楞纸板生产国，瓦楞纸箱拥有良好的物理机械性、可回收性、印刷适应性、经济实用性和环保性等优良特性，使用范围越来越广。纵观行业发展趋势，1、瓦楞纸箱行业仍有较大发展空间。随着网购市场的持续发展，电商、物流行业对纸箱需求的提振作用明显，瓦楞纸箱将成为纸箱需求的快速增长点。2、瓦楞纸箱行业集中度将进一步提升。环保成本逐年增加，导致行业门槛逐步提高，有资金、技术实力的瓦楞纸箱企业将逐渐占据市场主导地位。3、龙头企业跨区域多点布局生产基地。通过在全国范围内多点布局生产基地，瓦楞纸箱企业能及时响应下游客户包装需求，扩大生产规模，提高市场份额。作为国内瓦楞纸箱行业中具备先进生产工艺能力和强大生产加工能力的龙头企业之一，公司具有较大发展潜力，前期建厂扩张、技术升级的投入有望得到可观收益。

图 7：2014-2019 年公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 8：2014-2019 年公司归母净利润情况（亿元）



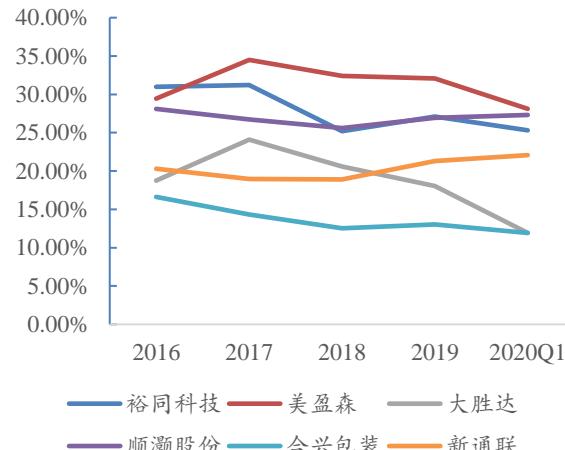
资料来源：Wind、华安证券研究所

公司营业收入增速大幅下降，归母净利润近年有所下滑。2017-2019年公司营业收入同比增速持续下降，分别为11.61%，6.23%，-1.48%；归母净利润持续下滑，2019年实现1.06亿元，同比增速-25.25%。近年来公司业绩表现不佳，主要原因在于，公司从长远目标出发，做了一系列战略布局，包括在中部、西部、西北地区建厂扩张，对原有基地进行技改升级，加大技术研发投入等等，这些布局在短期内导致了固定成本的增加，但效益尚未充分发挥。

图 9：2016-2020 Q1 公司毛利率情况



图 10：2016-2020 Q1 可比公司毛利率情况

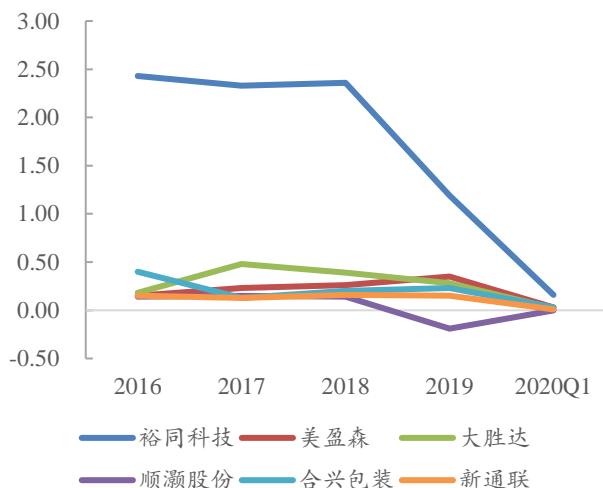


资料来源：Wind、华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所

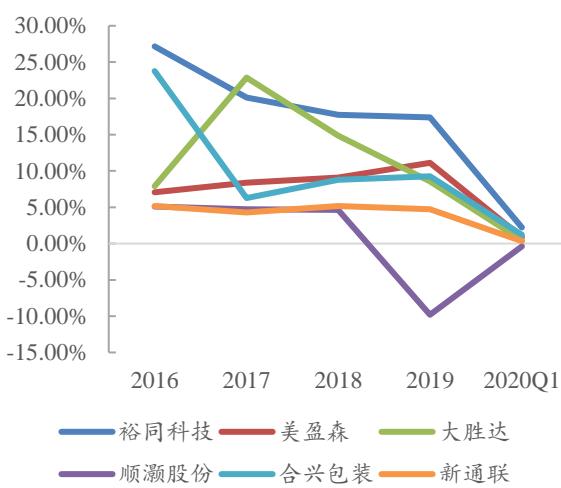
近三年公司毛利率不断下滑，略低于可比公司水平。自2017年开始公司毛利率不断下滑，2020年1季度为11.93%，同比下降40%。分产品来看，纸箱毛利率为17.06%，纸板毛利率为-5.00%。分地区来看，华东地区毛利率为19.85%，西南地区毛利率为0.66%，其他地区毛利率为0.14%，境外地区毛利率为41.25%。毛利率下降的主要原因在于：整体的产能利用不足、固定成本分摊大，加上纸板本身的毛利较低，所以导致了纸板的毛利率为负。公司各地区毛利率差异较大的原因在于：公司的主要客户集中在华东地区，销售稳定且总体的产能利用率较高；而西南与其他地区的新公司产能利用不足、固定成本分摊大，且新工厂整体处于市场开拓过程中，更需通过有竞争力的价格参与市场竞争，因此毛利率较低。与同行业类型、市值较近公司相比来看，综合毛利率处于较低水平，这与公司近两年拓展市场、收益尚未实现有关。

图 11：2016-2020 Q1 公司每股收益情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

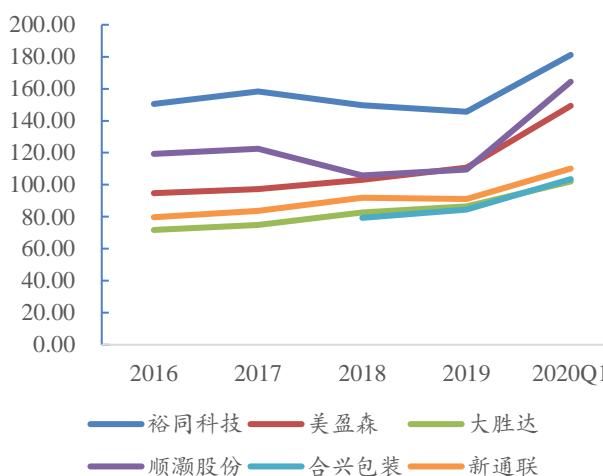
图 12：2016-2020 Q1 公司净资产收益率情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

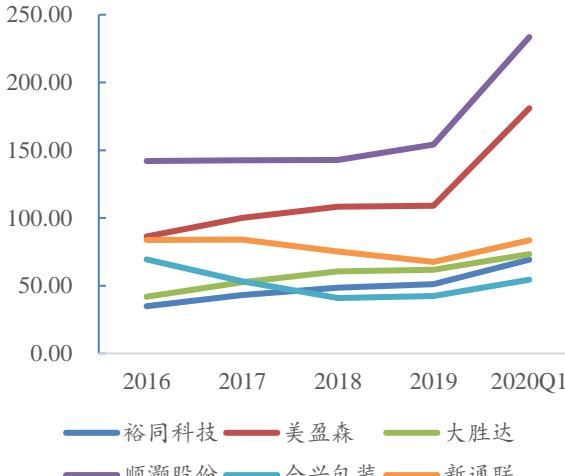
公司盈利能力在可比公司中处于中等水平，有一定发展空间。自 2017 年以来，公司每股收益、净资产收益率均有所下降，至 2019 年年底，公司每股收益下降至 0.28，净资产收益率下降至 8.58%，均位于行业平均水准之上。随着公司积极推进产业数字化、深化区域布点战略、强化产品研发创新，公司未来盈利水平有进一步提升的可能。

图 13：2016-2020 Q1 公司应收账款周转天数情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

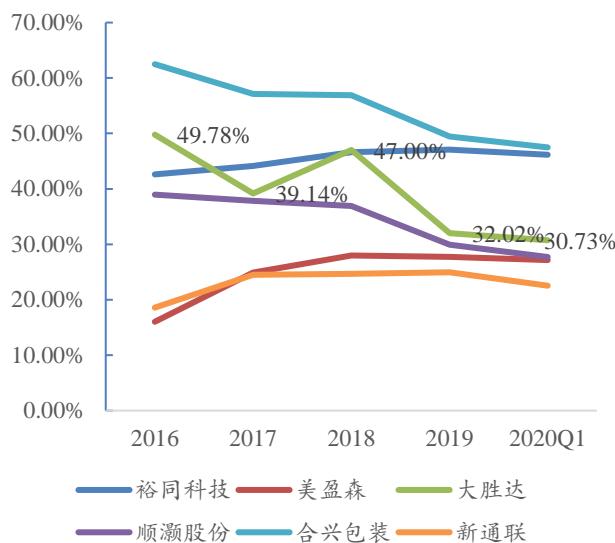
图 14：2016-2020 Q1 公司存货周转天数情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

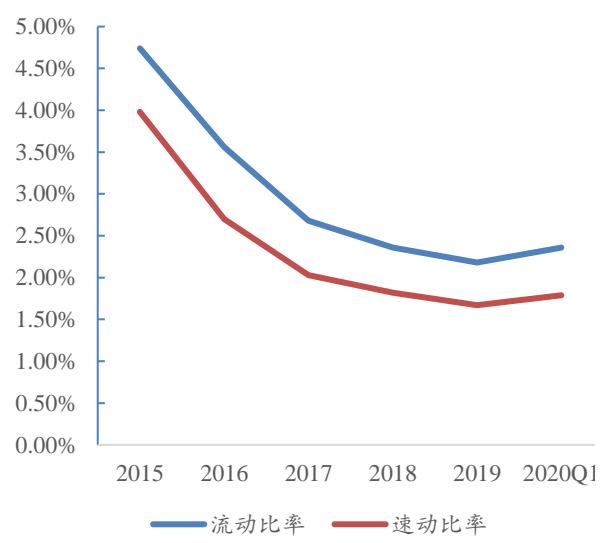
公司营运能力良好，贷款回收能力与存货管理效率均在可比公司中处于中等偏上水平。2016-2019 年，公司的应收账款周转天数分别为 71.76 天、74.84 天、82.59 天、86.52 天、102.05 天，总体应收账款周转天数较低，处于行业领先地位。2016-2019 年，公司的存货周转天数分别为 41.85 天、52.52 天、60.59 天、61.78 天、73.33 天，公司的存货周转天数总体较低，存货管理效率在行业平均水平之上。综合考虑应收账款周转率与存货周转率，公司营运能力较强。

图 15: 2016-2020Q1 可比公司资产负债率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

图 16: 2015-2020 Q1 公司偿债能力



资料来源: Wind、华安证券研究所

公司资产负债率位于可比公司平均水平，债务结构改善，偿债能力良好。2016-2019年，公司的资产负债率分别为49.78%，39.14%，47.00%，32.02%，30.73%，自2018年开始有所下降，说明公司债务结构在不断改善。2019年公司登陆资本市场，不断探索创新融资方式、拓宽融资渠道，预计未来债务结构将不断优化。流动比率和速动比率近年呈下降趋势，说明公司的短期偿债能力有所下降，这与公司2018年开始的全国区域布点计划有关，发行可转债能在一定程度上缓解短期偿债压力。

## 重要声明

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。