

斯莱转债：国内易拉罐产业的绝对龙头

2020 年 09 月 16 日

事件

- **斯莱转债（123067.SZ）计划于 9 月 17 日申购：**总发行规模为 3.88 亿元，其中 2.72 亿元用于易拉罐、盖及电池壳生产线项目，1.16 亿元用于补充流动资金。
- **条款中规中矩，上市价格预计在 111-125 元的区间：**转债存续期为 6 年，中证鹏元评级为 AA-/AA-，初始转股价为 9.38 元/股。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回为“15/30，130%”，有条件回售为“30、70%”。以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.899%（09/15）计算，纯债价值为 84.22 元，债底保护一般。按照 9 月 16 日斯莱克的收盘价 9.41 元计算，转换价值为 100.32 元。参考相似转债，我们预计斯莱转债的转股溢价率为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 111-125 元的区间。

观点

- **公司广泛布局国内国外市场，具有行业龙头优势。**公司是国内专业提供易拉罐、盖高速生产设备的生产商，目前国内企业中尚无在技术水平、产品性能上与公司相近的竞争对手。公司自成立以来，凭借技术和价格比较优势，国内市场占有率稳步提升，在新增组合盖设备市场已占据较高地位。公司同时布局海外市场，自 2015 年以后，公司开始与 STOLLE、DRT、CMB 等国际垄断公司同台竞争国际市场，海外客户遍及北美、西欧、北欧、东南亚、南美及中东等地。随着公司规模的扩大，技术水平的进一步提高，国内市场占有率将会进一步提升。
- **疫情后经济复苏，消费恢复带动下游需求上升。**易拉罐下游行业主要是食品饮料行业，其中饮料是最主要的易拉罐下游产业。随着我国消费水平的不断提升，饮料类的需求日益增加。但由于 2020 年新冠疫情，食品饮料消费和生产受到打击，2020 年 3 月份啤酒产量同比下降 21.9%。随着疫情的结束，消费恢复带动了啤酒产业的迅速恢复，2020 年 4-7 月产量同比增长 7.5%，14.6%，7.6%，0.7%。在下游需求上升的同时，啤酒行业为了节约成本，从瓶装啤酒转为罐装啤酒的趋势日益明显，在将来可以带动易拉罐产业的进一步增长。
- **拓展数码印罐业务，布局 C2M 商业模式。**公司于 2019 年 12 月成功验收了第一条迷你数码印罐自动生产线，从而开启了易拉罐领域用于定制的自动化生产线的制造和销售，确立了在全球该领域该类技术上的领先地位。通过 C2M 模式，公司已经完成向乔家大院、江南味稻等公司提供小批量、定制化的数码印罐产品。后续公司将继续通过线上直播，微信商城等 C2M 商业模式，进一步拓展一罐一印的数码印罐业务。
- **综上所述，斯莱克行业地位较高，处于绝对龙头的地位，随着消费水平的上升，下游需求的提高，业务将会进一步拓展，建议打新。**
- **风险提示：**海外疫情对公司海外业务的影响，公司产品营业成本上升，经营规模扩张不及预期，竞争风险加剧。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收点评 20200914：广汇转债：国内乘用车领域龙头经销商，政策助力行业回暖—转债投资价值分析》2020-09-15
- 2、《固收点评 20200910：新星转债：铝晶粒细化剂龙头企业，布局完整产业链—转债投资价值分析》2020-09-10
- 3、《固收点评 20200825：青农转债：深耕小微金融业务，盈利能力居行业前列》2020-08-25

内容目录

1. 转债信息	3
2. 基本面分析	5
3. 风险提示	7

图表目录

图 1: 2015 年-2019 年斯莱克主营业务分布 (单位: 万元)	5
图 2: 2015 年-2019 年斯莱克国内国外业务分布 (单位: 万元)	6
图 3: 每月啤酒产量 (单位: 万千升)	6
图 4: 碳酸饮料每月产量 (单位: 万吨)	7

表 1: 斯莱转债发行认购时间表	3
表 2: 斯莱转债基本条款	3
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	4
表 4: 债性和股性指标	4
表 5: 相对价值法预测斯莱转债上市价格 (单位: 元)	4

1. 转债信息

表 1: 斯莱转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2 日	2020 年 9 月 15 日	刊登募集说明书、募集说明书摘要、发行公告及网上路演公告
T-1 日	2020 年 9 月 16 日	网上路演；原股东优先配售股权登记日
T 日	2020 年 9 月 17 日	刊登发行提示性公告；原股东优先配售认购日；网上申购日
T+1 日	2020 年 9 月 18 日	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
T+2 日	2020 年 9 月 21 日	刊登《网上中签结果公告》；网上中签缴款日
T+3 日	2020 年 9 月 22 日	主承销商根据原股东、网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4 日	2020 年 9 月 23 日	刊登《发行结果公告》；募集资金划至发行人账户

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2: 斯莱转债基本条款

转债名称	斯莱转债	正股名称	斯莱克
转债代码	123067.SZ	正股代码	300382.SZ
发行规模	3.88 亿元	正股行业	机械设备——金属制品
存续期	6 年（2020/09/17-2026/09/17）	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	9.38 元/股	转股期	6 个月（2021/03/23-2026/09/16）
票面利率	第一年 0.4%、第二年 0.8%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 2.5%、第六年 3.0%。		
向下修正条款	存续期内，15/30，85%		
赎回条款	（1）到期赎回：到期后五个交易日内，按债券面值的 115%（含最后一期利息）的价格赎回		
	（2）提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额不足 3,000 万元		
回售条款	（1）有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于当期转股价 70%		

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资 金额	募集资金拟投入金额
易拉罐、盖及电池壳生产线项目	37156.29	27160
补充流动资金	11640	11640
合 计	48796.29	38800

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所整理

表 4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	84.22 元	转换平价 (以 09/16 收盘价)	100.32 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	18.73%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-0.32%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

根据斯莱克 9 月 15 日公告, 原股东可优先配售的可转债数量为其在股权登记日收市后登记在册的持有公司的股份数量按每股配售 0.6940 元面值可转债的比例计算可配售可转债金额, 并按 100 元/张转换为可转债张数, 每 1 张为一个申购单位, 即每股配售 0.006940 张可转债。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售权的部分将通过深交所交易系统网上向社会公众投资者发行, 余额由主承销商包销。

转债存续期为 6 年, 中证鹏元评级为 AA-/AA-, 初始转股价为 9.38 元/股。下修条款为“15/30、85%”, 有条件赎回为“15/30、130%”, 有条件回售为“30、70%”, 条款中规中矩。按照 2020 年 9 月 15 日中债 6 年期 AA-企业债到期收益率 6.899% 计算, 纯债价值为 84.22 元, 债底保护一般。按照 9 月 16 日斯莱克的收盘价 9.41 元计算, 转换平价为 100.32 元, 平价溢价率为 -0.32%。

表 5: 相对价值法预测斯莱转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		15%	16.25%	17.50%	18.75%	20.00%
-10%	8.47	103.83	104.96	106.09	107.22	108.35
-5%	8.94	109.60	110.79	111.98	113.17	114.36
09/15 收盘价	9.41	115.37	116.62	117.88	119.13	120.38
5%	9.88	121.14	122.45	123.77	125.09	126.40
10%	10.35	126.90	128.28	129.66	131.04	132.42

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

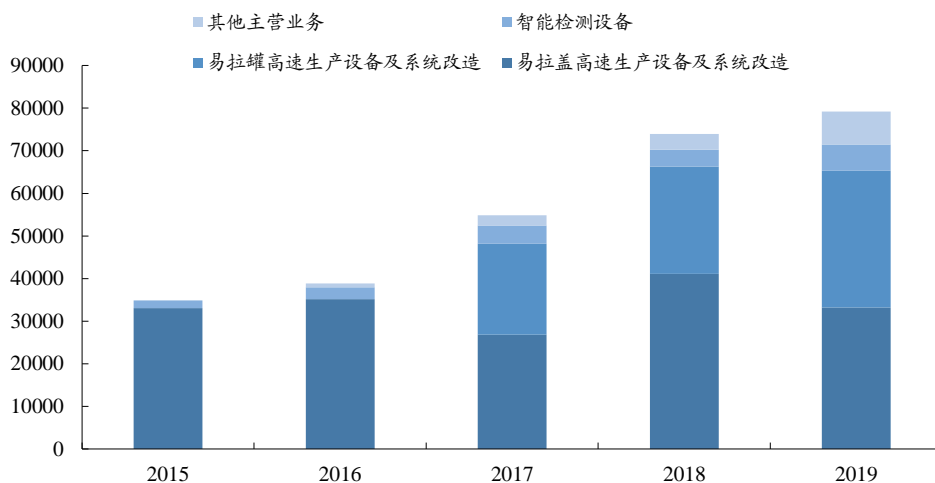
根据 2020 年 9 月 16 日斯莱克收盘价 9.41 元计算，初始转换平价为 100.32 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计斯莱转债的转股溢价率在 15% 到 20% 之间。根据相对价值法估计，斯莱转债上市价格约 111 元到 125 元之间。

2. 基本面分析

斯莱克是我国易拉罐的龙头企业，也是全球四大易拉盖制造商之一。公司主要从事易拉盖、易拉罐等金属包装制品高速生产设备的研发、设计、生产、装配调试，相关精密模具、智能检测设备、零备件的研发、加工制造等业务。凭借在易拉罐生产设备领域积累的研发成果及生产经验，公司正积极尝试向新能源电池壳等其他金属包装制品相关领域横向延伸。

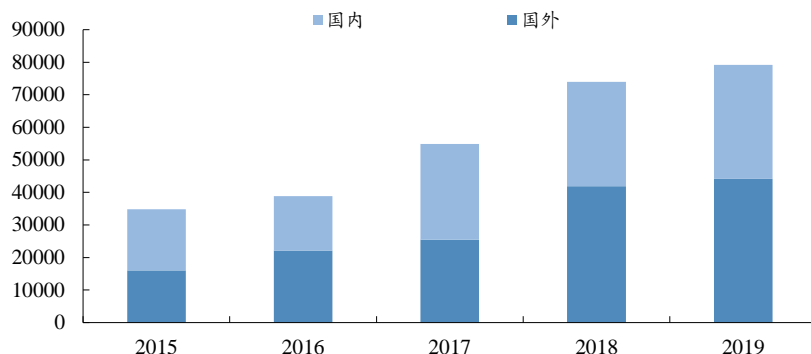
公司广泛布局国内国外市场，具有行业龙头优势。公司是国内专业提供易拉罐、盖高速制造设备的生产商，目前国内企业中尚无在技术水平、产品性能上与公司相近的竞争对手。公司自成立以来，凭借技术和价格比较优势，国内市场占有率稳步提升，在新增组合盖设备市场已占据较高地位。公司同时布局海外市场，自 2015 年以后，公司开始与 STOLLE、DRT、CMB 等国际垄断公司同台竞争国际市场，海外客户遍及北美、西欧、北欧、东南亚、南美及中东等地。随着公司规模扩大，技术水平的进一步提高，国内市场占有率将会进一步提升。

图 1：2015 年-2019 年斯莱克主营业务分布（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

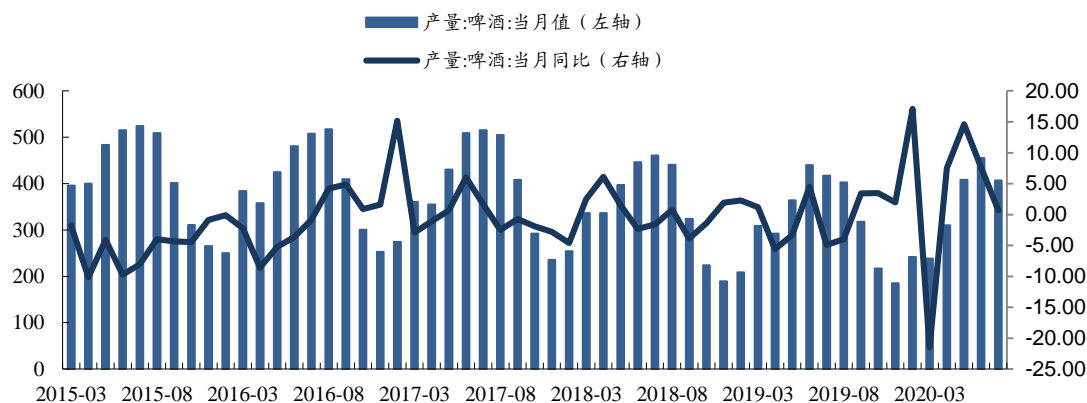
图 2：2015 年-2019 年斯莱克国内国外业务分布（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

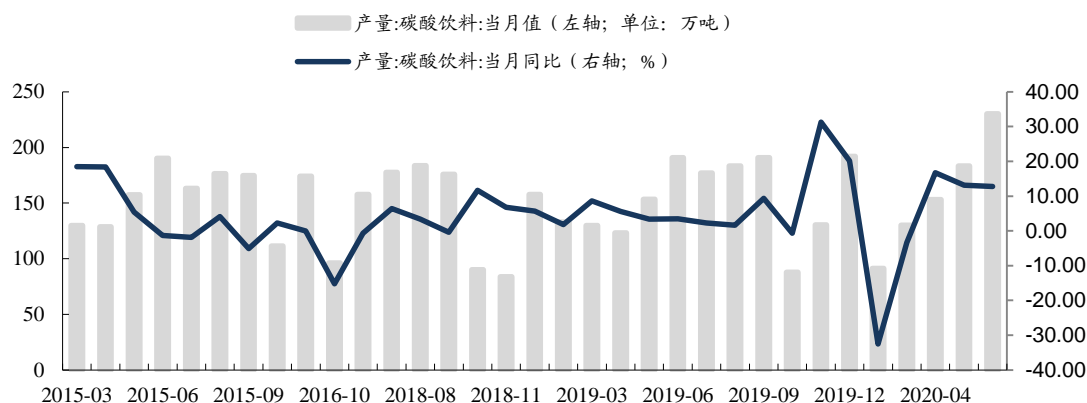
疫情后经济复苏，消费恢复带动下游需求上升。易拉罐下游行业主要是食品饮料行业，其中饮料是最主要的易拉罐下游产业。随着我国消费水平的不断提升，饮料类的需求日益增加。但由于 2020 年新冠疫情，食品饮料消费和生产受到打击，2020 年 3 月份啤酒产量同比下降 21.9%。随着疫情的结束，消费恢复带动了啤酒产业的迅速恢复，2020 年 4~7 月产量同比增长 7.5%，14.6%，7.6%，0.7%。在下游需求上升的同时，啤酒行业为了节约成本，从瓶装啤酒转为罐装啤酒的趋势日益明显，在将来可以带动易拉罐产业的进一步增长。

图 3：每月啤酒产量（单位：万千升）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：碳酸饮料每月产量（单位：万吨）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

拓展数码印罐业务，布局 C2M 商业模式。公司于 2019 年 12 月成功验收了第一条迷你数码印罐自动生产线，从而开启了易拉罐领域用于定制的自动化生产线的制造和销售，确立了在全球该领域该类技术上的领先地位。通过 C2M 模式，公司已经完成向乔家大院、江南味稻等公司提供小批量，定制化的数码印罐产品。后续公司将继续通过线上直播，微信商城等 C2M 商业模式，进一步拓展一罐一印的数码印罐业务。

综上所述，斯莱克行业地位较高，处于绝对龙头的地位，随着消费水平的上升，下游需求的提高，业务将会进一步拓展，建议打新。

3. 风险提示

海外疫情对公司海外业务的影响，公司产品营业成本上升，经营规模扩张不及预期，竞争风险加剧。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>