

轻工板块可转债投资机会梳理

投资要点

- **核心观点：**轻工板块发行可转债的标的集中于造纸、包装、家具等行业，存续可转债 21 只，总规模为 130 亿元，单只融资规模较小，资金主要投向新增产能、收购项目和补充流动资金。从轻工板块可转债历史退出方式来看，转股意愿普遍较强。结合当前公司基本面，我们认为目前江山转债/山鹰转债主体基本面向好，公司对正股价值有较强信心；待发行可转债的仙鹤股份/永艺股份基本面稳健，在细分赛道有较强壁垒，建议关注。
- **江山转债：**公司制造壁垒较深，新成长性待释放。2016 年至今公司深耕工程渠道，积累了较为深厚的生产和落地服务经验，2020 年以来公司持续优化客户结构，降低对单一客户的依赖，同时积极发展工程代理业务，扩张中小地产客户，优化账期和现金流。未来公司成长空间在于：1) 精装率稳步上行中，大中型地产客户扩张；2) 公司制造优势延伸至柜类、入户门、防火门等新品类，充分挖掘客户需求，发挥品类协同；3) 拓展家装公司渠道，形成新增量。当前公司处于业务结构调整期，边际增速有所放缓，但考虑到未来新渠道成长空间广阔，长期成长逻辑仍然突出，我们看好公司的可转债机会。
- **山鹰转债：**包装纸供需格局较好，主体抗风险能力提升。包装纸在外废全面清零之后有原材料优势的企业明显受益，公司较早在海外布局再生纤维及再生浆产能，成本优势逐渐显现。同时包装纸受益于限塑令政策，供需格局也得到改善：需求端限塑令新增包装纸替代需求，未来需求弹性较为充分，因此目前看包装纸价格稳步上行，吨盈利逐渐提升，处于景气上行期。公司多纸种布局也具有前瞻性，参股北欧纸业、凤凰纸业后向特种纸和文化纸等纸种横向延伸，切入高盈利的细分领域，多品类布局使公司应对纸价波动的抗风险能力提升。
- **仙鹤股份：**特种纸细分赛道龙头，产业链议价力强。2019 年中国特种纸产量约 700 万吨，市场规模较小，但增速高于行业平均增速。龙头仙鹤的产品矩阵极其丰富，共计 60 多个品种，包括烟草用纸、热敏纸、热转印用纸、食品与医疗包装材料、家具装饰原纸等，产品具有消费属性，需求稳步增长。2020 年公司在烟草用纸/热敏收收银纸/热转印纸的市占率分别达到 45%/25%/20%，对单一客户依赖有限，对下游客户有充足议价力，公司得以在浆价上行周期顺利提价，提升吨盈利。本轮浆价上涨后小厂产能进一步出清，行业集中度有望继续提升。20 年末公司在广西布局的林浆纸一体化项目及在湖北布局的高性能纸基新材料循环经济项目，均为公司后续向上游延伸供应链奠定基础，产业链纵深延长后将进一步提升公司壁垒。
- **永艺股份：**受益于出口景气，海外产能布局具备一定稀缺性。公司是办公椅龙头企业，外销收入占比接近 80%。公司客户主要包括宜家、宜得利、汉森、Staple 等全球家居龙头企业，具有较好的客户资源和合作壁垒。公司拥有越南、罗马尼亚等海外工厂，有效缓解中美贸易摩擦风险，同时持续推进原材料本地化采购、生产，注塑、五金等原材料逐步实现本地自产，供应链的抗风险能力增强。21 年由于原材料价格上涨、集装箱稀缺，客户下单及发货节奏受到一定影响，利润率短期承压。公司一方面持续推进降本增效，同时已经与客户协商启动第二次调价，将在 Q3-Q4 陆续开始执行新价格，盈利能力有望回升。
- **投资建议：**建议关注江山转债、山鹰转债；待发行的转债建议关注仙鹤股份和永艺股份。
- **风险提示：**可转债募资项目推进不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，中外贸易摩擦加剧的风险，原材料价格大幅波动的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭
电话：023-67511807
邮箱：zhlit@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	153
行业总市值(亿元)	13,175.25
流通市值(亿元)	12,960.54
行业市盈率 TTM	22.97
沪深 300 市盈率 TTM	13.4

相关研究

1. 轻工行业 2021 年半年报总结：盈利分化，龙头企业脱颖而出 (2021-09-07)
2. 家装行业专题：潜力与难度并存，看家居企业如何抢占先机 (2021-08-16)
3. 软体家居专题：格局优化，零售能力与供应链构筑核心壁垒 (2021-07-20)
4. 轻工行业 20 年年报及 21 年一季报总结：行业景气较高，个股变革与分化 (2021-05-10)
5. 轻工行业双周报(4.5-4.18)：地产竣工、家居社零数据向好，龙头 a 突出 (2021-04-18)
6. 轻工行业双周报(3.22-4.4)：文化纸小幅提价，家居延续景气 (2021-04-06)

目 录

1 板块已上市及待上市可转债梳理.....	1
1.1 可转债规模快速提升.....	1
1.2 退出方式分析：企业转股意愿较强.....	3
1.3 指标分析.....	5
2 存量转债：关注正股业绩弹性.....	7
2.1 江山转债：主体业绩弹性高，新成长性待释放.....	7
2.2 山鹰转债&鹰 19 转债：行业景气上行，股价弹性较大.....	9
3 拟发行转债：关注竞争壁垒较高的仙鹤股份、永艺股份.....	11
3.1 仙鹤股份：特种纸龙头，产业链议价力较强.....	11
3.2 永艺股份：受益于出口景气，海外产能布局具备一定稀缺性.....	13
4 风险提示.....	15

图 目 录

图 1: 2015-2021.8 全市场可转债发行数量和金额.....	1
图 2: 2017-2021.8 全市场可转债余额及存续债券数量.....	1
图 3: 申万各行业已上市发行可转债数量.....	1
图 4: 申万各行业已上市发行可转债规模 (亿元)	1
图 5: 轻工板块已上市发行可转债票面利率	6
图 6: 轻工转债纯债溢价率 (横轴) VS 转股溢价率 (纵轴)	6
图 7: 2015-2020H1 年江山欧派收入及增速	7
图 8: 2015-2020H1 年江山欧派净利润及增速	7
图 9: 2015-2021H1 江山欧派毛利率和净利率	7
图 10: 各品牌木门毛利率	7
图 11: 2015-2021H1 江山欧派 ROE 及资产负债率	8
图 12: 江山欧派 ROE 拆分	8
图 13: 2015-2021H1 江山欧派经营及筹资净现金流	8
图 14: 2015-2021H1 江山欧派应收账款及周转率	8
图 15: 2015-2021H1 山鹰国际收入及增速	9
图 16: 2015-2021H1 山鹰国际利润及增速	9
图 17: 2015-2020 山鹰国际毛利率和净利率	10
图 18: 箱板纸出厂价格 (浙江山鹰, 元/吨)	10
图 19: 2016-2021 山鹰国际商誉变化 (亿元)	10
图 20: 2015-2021H1 山鹰国际 ROE 及资产负债率	10
图 21: 山鹰转债 2003 (退市) 与正股走势对比	11
图 22: 山鹰转债 2007 (退市) 与正股走势对比	11
图 23: 山鹰转债纯债溢价率 VS 转股溢价率	11
图 24: 鹰 19 转债纯债溢价率 VS 转股溢价率	11
图 25: 2015-2021H1 仙鹤股份收入及增速	12
图 26: 2015-2021H1 仙鹤股份净利润及增速	12
图 27: 仙鹤股份分品类收入	12
图 28: 19-21 单季度仙鹤股份毛利率和净利率	12
图 29: 仙鹤股份与可比公司摊薄 ROE 对比	13
图 30: 仙鹤股份 ROE 及资产负债率	13
图 31: 仙鹤转债 2019 (退市) 与正股走势对比	13
图 32: 仙鹤转债 2019 (退市) 纯债溢价率与转股溢价率 (%)	13
图 33: 2015-2021H1 永艺股份收入及增速	14
图 34: 2015-2021H1 永艺股份净利润及增速	14
图 35: 2015-2020 永艺股份内外销收入及占比	14
图 36: 2015-2021H1 永艺股份毛利率和净利率水平	14
图 37: 永艺股份经营性现金流变化	15
图 38: 永艺股份 ROE 及资产负债率	15

表 目 录

表 1: 轻工板块存续可转债概况	2
表 2: 轻工板块已发布可转债预案个股	3
表 3: 轻工板块历史可转债退出方式	4
表 4: 2020/1/1-2021/9/10 轻工制造行业 9 只存续可转债重要价格 (元)	4
表 5: 2020/1/1-2021/9/10 轻工制造行业 9 只存续可转债重要条款	4
表 6: 2020/1/1-2021/9/10 轻工制造行业 9 只存续可转债重要日期	5
表 7: 轻工板块可转债分析指标	6
表 8: 山鹰产能梳理	9
表 9: 仙鹤股份拟发行可转债预案关键条款	13
表 10: 永艺股份拟发行可转债预案关键条款	15

1 板块已上市及待上市可转债梳理

1.1 可转债规模快速提升

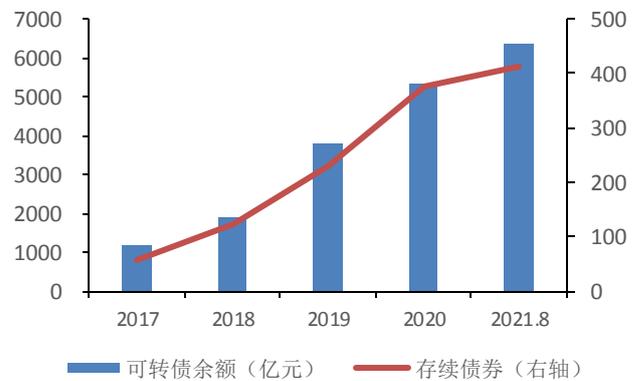
可转债发行规模良性增长，2020年发行总额约2700亿元。可转债在2017年以前整体发行慢且发行量较小，2017年2月证监会修订了再融资规则，使得作为兼具债性和股性融资工具的可转债进入高速发展期，年发行规模较16年实现3-4倍增长。2018年证监会又提出试点定向可转债并购支持上市公司发展，加之市场逐渐成熟，可转债优点突出，在市场低迷时也可作为较好的投资工具，转债发行数量持续增多。2020年全市场可转债发行规模约2700亿元，数量超200只。截至2021年8月中旬，全行业存续可转债为434只，存续总额超6000亿元，其中轻工制造行业存续可转债为21只，在申万一级行业中排名第8，总规模为130亿元，占存续可转债总规模的2%，排名第13。

图 1：2015-2021.8 全市场可转债发行数量和金额



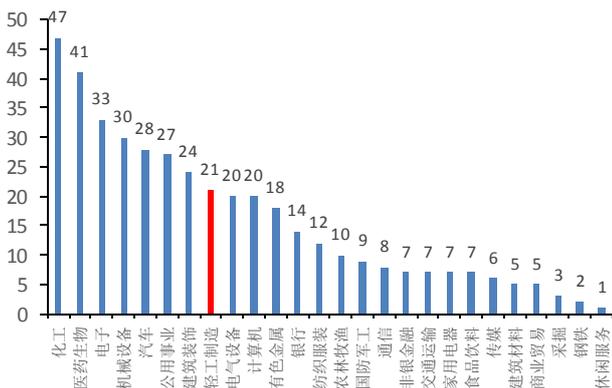
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：2017-2021.8 全市场可转债余额及存续债券数量



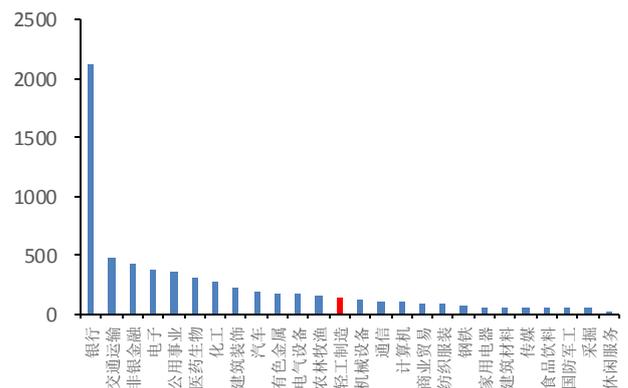
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：申万各行业已上市发行可转债数量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：申万各行业已上市发行可转债规模 (亿元)



数据来源：Wind，西南证券整理

轻工行业可转债募资规模较小，整体信用评级良好。2020年年初至今，轻工制造业共发行11只可转债，存量余额为71.9亿元。从发行人所处行业来看，存量轻工转债的发行主体中有包装印刷6家、家具1家、文娱用品1家、造纸2家、其他家用轻工1家。募集资金投向主要用于新建产能、智能化升级扩建已有生产基地、补充流动资金等。轻工行业可转

债整体募资金额较小，20 年以来 11 只可转债中 8 只转债发行规模在 10 亿元以下，仅景兴转债、奥瑞转债、鹰 19 转债发行规模超过 10 亿元。债券评级方面，轻工转债整体信用评级良好，AA+评级有裕同转债、鹰 19 转债、奥瑞转债，AA 评级有嘉美转债、东风转债、景兴转债，AA-评级有江山转债、万顺转 2、胜达转债。除嘉美转债、江山转债外，其余 9 只可转债均已过转股起始日。

表 1：轻工板块存续可转债概况

转债名称	公司简称	上市日期	剩余年限 (年)	发行规模 (亿元)	转股 起始日	剩余未转 股比例	募集资金投向	评级
嘉美转债	嘉美包装	2021/8/9	6.00	7.50	2022/2/14	100.0%	投资于宜宾裕同智能包装及竹浆环保纸塑项目、许昌裕同高端包装彩盒智能制造项目、裕同科技增资香港裕同印刷有限公司。	AA
江山转债	江山欧派	2021/6/11	5.84	5.83	2021/12/20	100.0%	用于重庆江山欧派门业有限公司年产 120 万套木门项目、补充流动资金。	AA-
金陵转债	金陵体育	2021/1/19	5.44	2.50	2021/7/26	98.0%	高端篮球架智能化生产线技改项目、营销与物流网络建设项目、补充流动资金。	A+
万顺转 2	万顺新材	2020/12/11	5.34	9.00	2021/6/17	83.9%	用于年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目，补充流动资金。	AA-
乐歌转债	乐歌股份	2020/10/21	5.20	1.42	2021/4/27	43.9%	投资年产 120 万台（套）人体工学产品生产线技改项目、越南生产基地扩产项目和补充流动资金	A+
景兴转债	景兴纸业	2020/8/31	5.06	12.80	2021/3/4	70.6%	用于马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目	AA
胜达转债	大胜达	2020/7/1	4.89	5.50	2021/1/8	88.6%	年产 3 亿方纸包装制品项目、年产 1.5 亿方绿色环保智能化高档包装纸箱技改项目、偿还银行贷款项目	AA-
翔港转债	翔港科技	2020/2/28	4.55	2.00	2020/9/7	90.7%	用于化妆品生产建设项目、化妆品研发检测中心项目	A+
奥瑞转债	奥瑞金	2020/2/11	4.51	10.87	2020/8/17	77.8%	用于收购波尔亚太（佛山）金属容器有限公司等公司股权和补充流动资金	AA+
鹰 19 转债	山鹰国际	2020/01/03	4.31	18.60	2020/06/19	69.3%	用于公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目、山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目、爱拓环保能源有限公司造纸废弃物资源综合利用项目。	AA+
东风转债	东风股份	2020/01/20	4.34	2.95	2020/06/30	85.5%	投资于收购千叶药包 75%股权、补充流动资金。	AA
英联转债	英联股份	2019-11-21	4.12	2.14	2020-04-27	71.0%	收购满贯包装 76.60%的股权、智能生产基地建设土建工程	A+
合兴转债	合兴包装	2019-09-16	3.93	5.96	2020-02-24	50.4%	环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目、青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目	AA
哈尔转债	哈尔斯	2019-09-11	2.95	3.00	2020-02-28	99.6%	年产 800 万只 SIGG 高端杯生产线建设项目、偿还银行贷款	AA-
好客转债	好莱客	2019-08-23	3.89	6.30	2020-02-12	95.7%	汉川定制家居工业 4.0 制造基地项目	AA

转债名称	公司简称	上市日期	剩余年限 (年)	发行规模 (亿元)	转股 起始日	剩余未转 股比例	募集资金投向	评级
荣晟转债	荣晟环保	2019-08-13	3.87	3.30	2020-02-03	49.5%	年产3亿平方米新型智能包装材料建设项目、绿色节能升级改造项目	AA-
未来转债	德尔未来	2019-04-24	3.56	6.30	2019-10-11	99.9%	用于年产智能成套家具8万套项目、3D打印定制地板研发中心项目、智能成套家具信息化系统及研发中心项目、补充流动资金。	AA-
华源转债	华源控股	2018-12-20	3.22	4.00	2019-06-03	90.8%	用于清远年产3,960万只化工罐及印铁项目、年产1,730万只印铁制罐项目。	AA-
山鹰转债	山鹰国际	2018-12-10	3.20	23.00	2019-05-27	97.7%	用于公安县杨家厂镇工业园热电联产项目、年产220万吨高档包装纸板项目(三期)。	AA+
万顺转债	万顺新材	2018-08-29	2.86	9.50	2019-01-28	13.4%	高阻隔膜材料生产基地建设项目、补充流动资金	AA-
太阳转债	太阳纸业	2018-01-16	1.28	12.00	2018-06-28	75.7%	用于老挝年产30万吨化学浆项目	AA+

数据来源: Wind, 西南证券整理

截至2021年9月,轻工行业已受理的待发行转债有5家,从发行人所处行业来看,造纸、家具分别两家,包装印刷1家,其中永艺股份和永吉股份发行可转债的申请已通过证监会批准,5只待发行转债计划发行规模36.1亿元。

表2: 轻工板块已发布可转债预案个股

公司简称	正股代码	预案公告日	当前状态/日期	拟发行规模 (亿元)	期限 (年)	募集资金投向
五洲特纸	605007.SH	2021/06/16	股东大会通过 (2021/07/02)	6.7	6	年产20万吨液体包装纸生产建设项目、补充流动资金。
仙鹤股份	603733.SH	2021/1/23	股东大会通过 (2021/03/06)	20.5	6	年产30万吨高档纸基材料项目、年产3万吨热升华转印原纸、食品包装纸项目、年产100亿根纸吸管项目、补充流动资金。
永艺股份	603600.SH	2020/10/31	证监会核准 (2021/01/11)	4.9	6	年产250万套人机工程健康坐具项目、第二期越南生产基地扩建项目、补充流动资金。
永吉股份	603058.SH	2021/01/06	证监会核准 (2021/07/12)	1.5	6	股份公司烟标技改升级项目、永吉盛珑酒盒生产基地建设项目、偿还澳洲并购项目贷款。
中源家居	603709.SH	2020/11/07	股东大会通过 (2020/12/11)	2.5	6	中源家居未来工厂产业园二期项目。

数据来源: Wind, 西南证券整理

1.2 退出方式分析: 企业转股意愿较强

轻工板块可转债转股比例较高,企业促成转股意愿较强。可转债有转股、回售、到期和提前赎回四种退出方式,从历史退出方式来看,轻工板块可转债主要通过转股退出,只有少部分余额赎回,无到期和回售。以2000年起发行可转债的9家上市公司为样本,轻工行业历史发行可转债(已退市)规模为75.1亿元,转股金额为74.9亿元,通过转股退出的比例为99.7%。

表 3：轻工板块历史可转债退出方式

可转债名称	发行规模 (百万元)	转股金额 (百万元)	到期金额	提前赎回金额 (万元)	已转股比例
齐峰转债	760.0	757.3	0	269.0	99.6%
恒丰转债	450.0	449.6	0	36.5	99.9%
博汇转债	975.0	960.5	0	1449.9	98.5%
山鹰转债 (2003)	250.0	249.2	0	84.8	99.7%
山鹰转债 (2007)	470.0	468.9	0	108.8	99.8%
晨鸣转债	2000.0	1999.4	0	55.2	99.9%
裕同转债	14.0	13.97	0	314.1	99.8%
顾家转债	1097.3	1093.1	0	418.1	99.6%
欧派转债	1495.0	1493.6	0	140.0	99.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

从条款来看，下修条款方面，轻工 9 只可转债条款中，江山转债、胜达转债下修条款较宽松，公司促转股意愿较强，万顺转 2、景兴转债、鹰 19 转债下修条款较严格。赎回及回售条款差异不大，目前大部分轻工板块存续可转债尚未触及赎回及回售条款，未通过转股以外的其他方式退出。

表 4：2020/1/1-2021/9/10 轻工制造行业 9 只存续可转债重要价格 (元)

可转债名称	公司简称	正股收盘价	转股价	赎回触发价	下修触发价	回售触发价
嘉美转债	嘉美包装	5.49	4.87	6.33	4.14	3.41
江山转债	江山欧派	71.76	96.33	126.82	87.80	68.29
金陵转债	金陵体育	31.50	49.19	63.95	41.81	34.43
万顺转 2	万顺新材	8.36	6.20	8.06	4.96	4.34
乐歌转债	乐歌股份	22.50	55.88	72.64	47.50	39.12
景兴转债	景兴纸业	4.09	3.40	4.42	2.72	2.72
胜达转债	大胜达	8.77	8.76	11.39	7.88	6.13
翔港转债	翔港科技	7.41	10.77	12.92	9.69	7.54
奥瑞转债	奥瑞金	6.10	4.50	5.85	3.83	3.15
鹰 19 转债	山鹰国际	3.77	3.26	4.24	2.61	2.28
东风转债	东风股份	7.86	6.45	8.39	5.48	4.52

数据来源：Wind，西南证券整理，价格数据截至 2021.9.10

表 5：2020/1/1-2021/9/10 轻工制造行业 9 只存续可转债重要条款

转债名称	下修	有条件赎回	回售
嘉美转债	15/30, 85%	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%
江山转债	10/20, 90%	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%
金陵转债	15/30, 85%	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%
万顺转 2	15/30, 80%	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%
乐歌转债	15/30, 85%	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%
景兴转债	15/30, 80%	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 80%
胜达转债	10/20, 90%	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%

转债名称	下修	有条件赎回	回售
翔港转债	15/30, 90%	15/30, 120%, ≤3000 万元	30/30, 70%
奥瑞转债	15/30, 85%	15/30, 130%, ≤3000 万元	20/30, 70%
东风转债	15/30, 85%	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%
鹰 19 转债	15/30, 80%	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%

数据来源: Wind, 西南证券整理

注: 1、下修条款中,“15/30, 85%”表示为:“在当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 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表决”。

2、有条件赎回条款中,“15/30, 130%, ≤3000 万元”表示为:“在转股期内, 如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% (含 130%) 或当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时。发行人董事会有权决定是否以票面金额+当期应计利息赎回部分或全部可转债。”

3、回售条款中,“30/30, 70%”表示可转债最后两个计息年度, 如果公司可转债最后两个计息年度, 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。

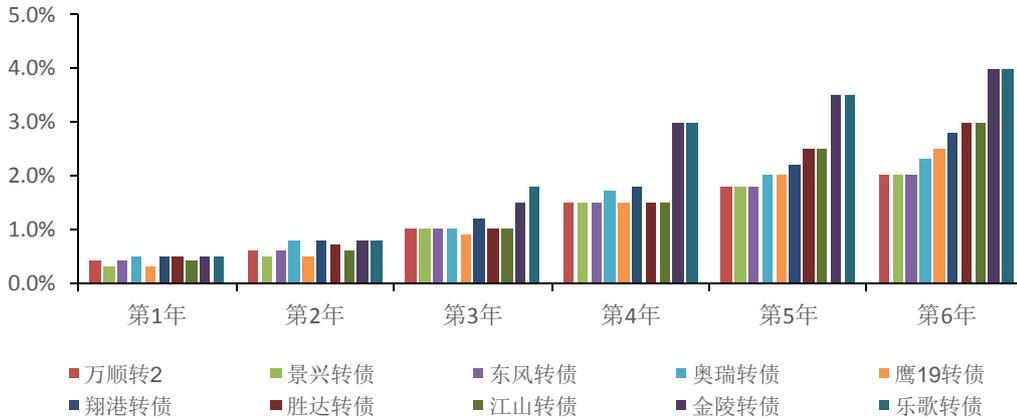
表 6: 2020/1/1-2021/9/10 轻工制造行业 9 只存续可转债重要日期

可转债名称	公司简称	发行起始日	转股/赎回起始日	回售起始日	到期日期
嘉美转债	嘉美包装	2021/08/09	2022/02/14	2025-08-09	2027/08/08
江山转债	江山欧派	2021/06/11	2021/12/20	2025/06/11	2027/06/10
金陵转债	金陵体育	2021/01/19	2021/07/26	2025/01/19	2027/01/18
万顺转 2	万顺新材	2020/12/11	2021/06/17	2024/12/11	2026/12/10
乐歌转债	乐歌股份	2020/10/21	2021/04/27	2024/10/21	2026/10/20
景兴转债	景兴纸业	2020/08/31	2021/03/04	2024/08/31	2026/08/30
胜达转债	大胜达	2020/07/01	2021/01/08	2024/07/01	2026/06/30
翔港转债	翔港科技	2020/02/28	2020/09/07	2024/02/28	2026/02/27
奥瑞转债	奥瑞金	2020/02/11	2020/08/17	2024/02/11	2026/02/10
鹰 19 转债	山鹰转债	2019/12/13	2020/06/19	2023/12/13	2025/12/12
东风转债	东风股份	2019/12/23	2020/06/30	2023/12/24	2025/12/22

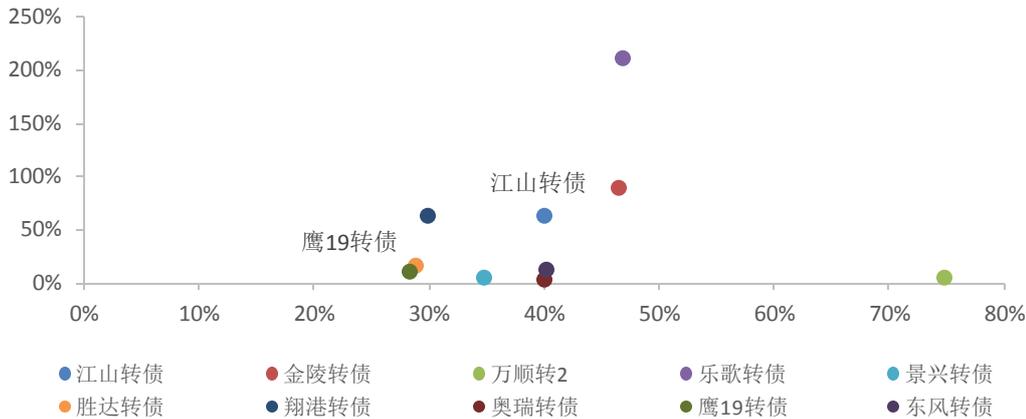
数据来源: Wind, 西南证券整理

1.3 指标分析

从转股溢价率角度来看, 当权益市场处于震荡格局时, 可转债价格有债底支撑, 波动性较小; 而当权益市场处于上涨趋势的时候, 溢价率中枢整体快速下降, 较强的股性得以体现。已发行可转债中, 鹰 19 转债纯债溢价率中等, 转股溢价率较低, 安全边际较高; 江山转债受正股价格大幅回调影响, 转股溢价率攀升, 预计伴随正股业绩释放, 及制约估值的风险因素逐渐落地, 江山转债的期权价值有望逐渐回升。

图 5：轻工板块已上市发行可转债票面利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：轻工转债纯债溢价率（横轴）VS 转股溢价率（纵轴）


数据来源：Wind, 西南证券整理, 截至2021.9.10

表 7：轻工板块可转债分析指标

债券	代码	纯债溢价率 (%)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	转股价值 (元)	转债价格 (市价元)	正股价格 (元)	转换比例 (%)	转股平价 (元)
嘉美转债	127042.SZ	33.75	7.69	90.76	112.73	121.40	5.49	20.53	5.91
江山转债	113625.SH	40.04	62.77	85.50	73.56	119.74	71.76	1.03	116.81
金陵转债	123093.SZ	46.58	89.58	82.82	64.04	121.40	31.50	2.03	59.72
万顺转2	123085.SZ	74.85	5.01	80.99	134.84	141.60	8.36	16.13	8.78
乐歌转债	123072.SZ	46.84	210.16	85.05	40.26	124.88	22.50	1.79	69.79
景兴转债	128130.SZ	34.78	4.33	93.12	120.29	125.50	4.09	29.41	4.27
胜达转债	113591.SH	28.76	15.56	89.85	100.11	115.69	8.77	11.42	10.13
翔港转债	113566.SH	29.87	62.10	85.88	68.80	111.53	7.41	9.29	12.01
奥瑞转债	128096.SZ	39.98	2.46	99.22	135.56	138.89	6.10	22.22	6.25
鹰19转债	110063.SH	28.27	11.06	100.13	115.64	128.44	3.77	30.67	4.19
东风转债	113030.SH	40.17	13.10	98.33	36	137.83	7.86	15.50	8.89

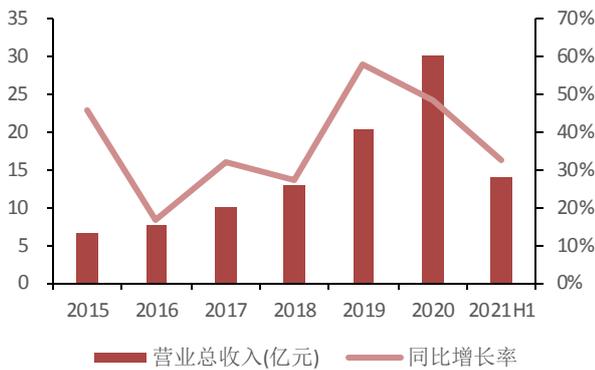
数据来源：Wind, 西南证券整理, 价格数据截至2021.9.10

2 存量转债：关注正股业绩弹性

2.1 江山转债：主体业绩弹性高，新成长性待释放

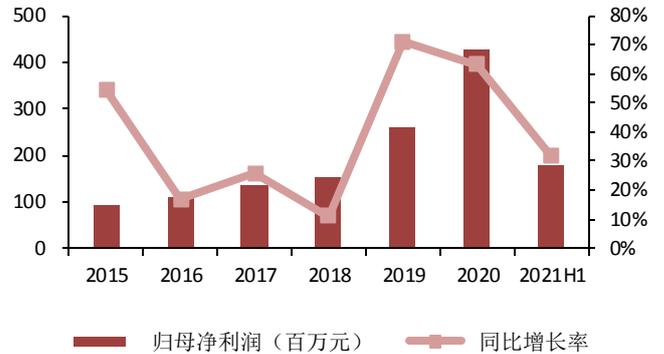
江山欧派是一家集研发、生产、销售、服务于一体的专业木门制造企业，得益于公司扎实的制造能力和前瞻性的渠道战略，过去几年收入和业绩均保持高增长。16-20年公司业务以工程渠道为主，先后拓展了万科、保利、碧桂园、华润等头部地产商客户，并逐渐成为其核心供应商。21年受地产商现金流紧张、精装率下滑影响，公司大宗业务收入增速有所放缓，账期延长，影响短期估值。针对工程渠道的潜在压力，公司前瞻性转变工程渠道布局，推动直营客户多元化，同时推进工程代理业务降低单一客户依赖，改善现金流；新拓展客户有望在1-2年时间形成稳定供应；柜类、入户门、防火门等新品类产能布局已经到位，家装新渠道市场空间广阔，公司有望借助生产制造能力实现第二曲线快速增长。当前公司处于业务结构调整期，边际增速有所放缓，但考虑到未来新渠道成长空间广阔，长期成长逻辑仍然突出，我们看好公司的可转债机会。

图 7：2015-2020H1 年江山欧派收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

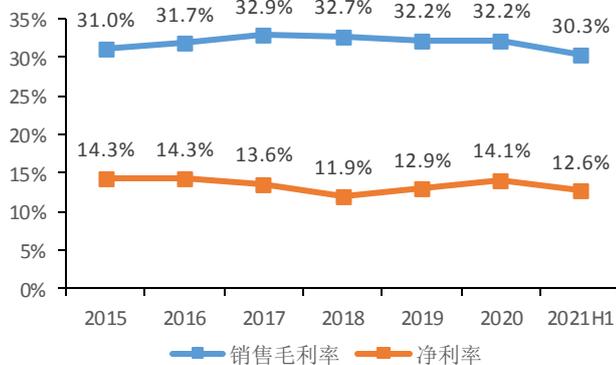
图 8：2015-2020H1 年江山欧派净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

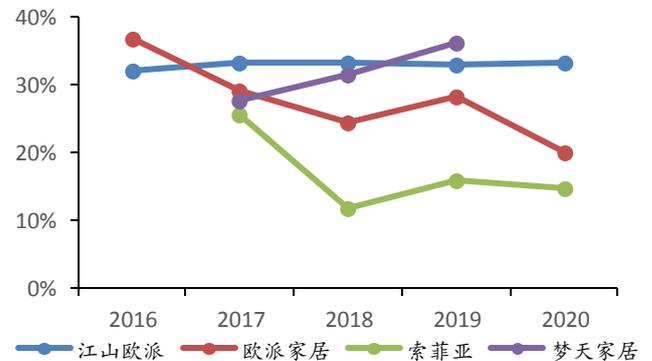
制造能力壁垒较高，盈利能力持续释放。公司不断改进生产工艺、提升生产效率、加深技术壁垒，工厂产线适配 B 端订单生产，规模优势进一步显现，二者共同助力公司建立起显著的成本优势，单位生产成本显著低于同业。20 年-21 年上半年在 B 端企业竞争激烈，原材料上涨情况下公司依然保持整体毛利率稳定，在终端保持价格优势的同时盈利能力稳步提升。

图 9：2015-2021H1 江山欧派毛利率和净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：各品牌木门毛利率

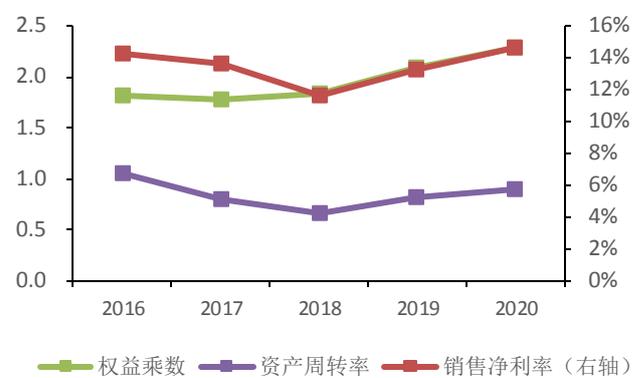


来源：各公司公告，西南证券整理

2017-2020年ROE整体上行,ROE增长由净利率、资产负债率和资产周转率共同驱动,经营质量持续优化。

图 11: 2015-2021H1 江山欧派 ROE 及资产负债率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 12: 江山欧派 ROE 拆分


数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

工程渠道大客户风险逐渐分散化,短期受地产商现金流影响回款承压。未来公司将通过几个方式来改善现金流压力: 1) 发力地产商招标, 目前储备客户 70 余家, 直营客户多元化, 分散大客户依赖风险; 2) 重视工程代理业务, 帮助公司拓展工程业务外延, 降低回款风险。目前公司已拥有工程服务商 200 余家, 其中 21 年上半年新增 100 余家, 招商进展迅速; 3) 家装渠道公司议价能力强, 先款后货模式有望改善现金流。整体来看公司回款短期受地产商现金流紧张影响, 伴随工程渠道的战略转变及家装等业务放量, 现金流压力有望缓解。

图 13: 2015-2021H1 江山欧派经营及筹资净现金流


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 2015-2021H1 江山欧派应收账款及周转率


数据来源: Wind, 西南证券整理

受地产政策及市场情绪影响,江山转债上市以来正股价格回调较多,转股溢价率上升。纯债溢价率中等,债性较弱。2021年8月2日正股收盘价触及下修条款,公司发布公告表示在3个月内暂不修正转股价格(9月9日公司公告将转股价格从97.55元/股调整为96.33元/股,主要是权益分派引起的调整),表明公司层面对正股价值有较强信心。

2.2 山鹰转债&鹰 19 转债：行业景气上行，股价弹性较大

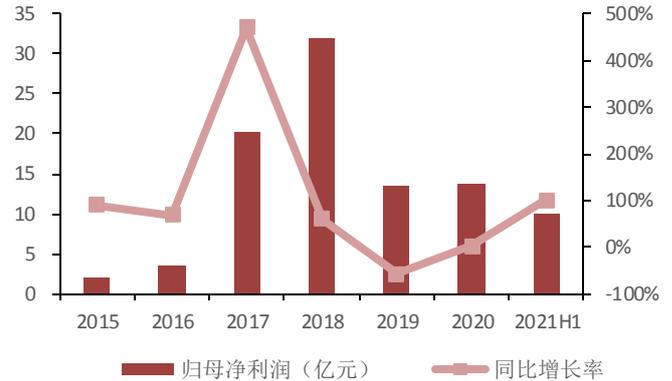
山鹰国际是国内造纸行业龙头之一，在原材料方面有先发优势。公司是国内第三大包装纸生产商，箱板纸年产能 600 万吨，受益于禁废令政策和供给侧改革，龙头优势逐渐凸显。禁废令颁布以来，废纸的供需缺口有所放大，国废价格逐步上行，纸企成本提升。小厂的原材料供给不足盈利削弱产能逐步出清，而山鹰等大厂提前进行废纸回收和废纸浆产能布局，原材料和盈利优势放大，2019 年中国箱板纸 CR3 达 50%，瓦楞纸 CR3 为 22%，集中度有较大提升空间。

图 15：2015-2021H1 山鹰国际收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2015-2021H1 山鹰国际利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

自建+并购扩张产能，产业上下游布局完善。公司目前在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆建有五大造纸基地，现有落地产能约 600 万吨，位列行业前三。公司拥有回收纤维原料采购、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造的完整产业链。产业上游涵盖国内外回收纤维采购网络，产业下游在全国各地布局包装厂，产品直接服务于通讯、电子、食品、家电、电商快递等客户。产业链上下游协同效应使公司具有较强的成本控制能力和原料供应能力，并为客户提供一站式包装整体解决方案。2017 年公司陆续收购北欧纸业（已分拆上市）、联盛纸业（现华南山鹰），美国凤凰纸业、荷兰 WPT，完善全球多品类产能布局。

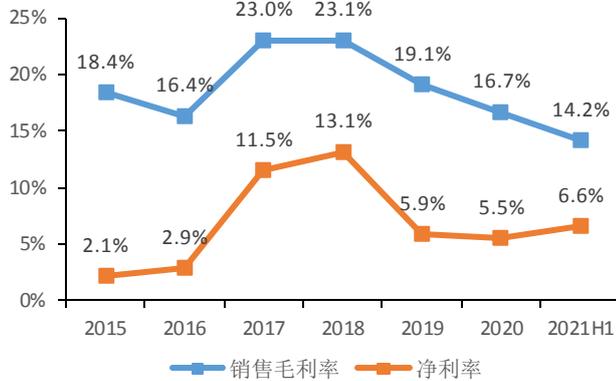
表 8：山鹰产能梳理

工厂	主要产品	现有产能	在建产能	预计投产时间
华中山鹰	箱板纸	127 万吨		
安徽山鹰		200 万吨		
浙江山鹰	箱板纸	165 万吨	77 万吨（高档包装纸）	2022 年
华南山鹰	箱板纸	85 万吨		
广东山鹰	特种纸	10 万吨	100 万吨（高端箱板纸）	2022 年

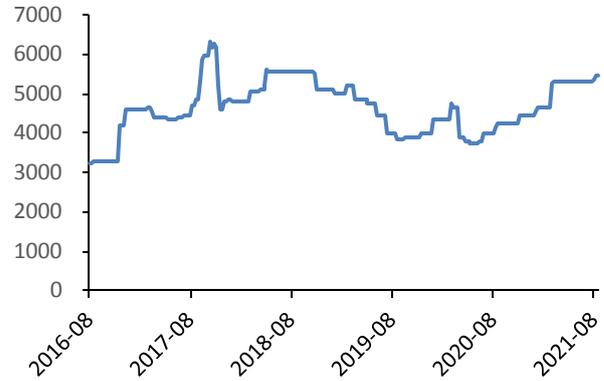
数据来源：Wind，西南证券整理

大厂原材料优势凸显，小产能逐步出清。供应端来看，2021 年 1 月外废清零，上半年各纸厂外废库存逐渐消化，国废供应紧张价格上涨，进口再生纤维浆受海运运费高涨影响进口困难，纸价有成本支撑，在高位盘整。在原材料供应紧张、价格高企下，部分小产能出清，行业进一步集中。下半年箱板瓦楞纸进入传统旺季，下游需求环比改善，推动成品纸价上涨。

此外，公司战略布局高端包装纸，通过控股凤凰纸业延伸食品防油纸、特种牛皮纸、高强度纸袋纸及文化纸等品类布局，进一步提升和优化了公司现有产品结构，有效降低了国内包装纸价格波动的影响。高端纸在行业景气上行时利润弹性更大，吨盈利有望边际改善。

图 17：2015-2020 山鹰国际毛利率和净利率


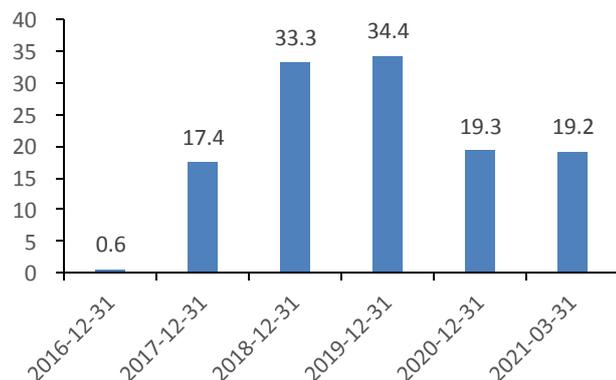
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：箱板纸出厂价格（浙江山鹰，元/吨）


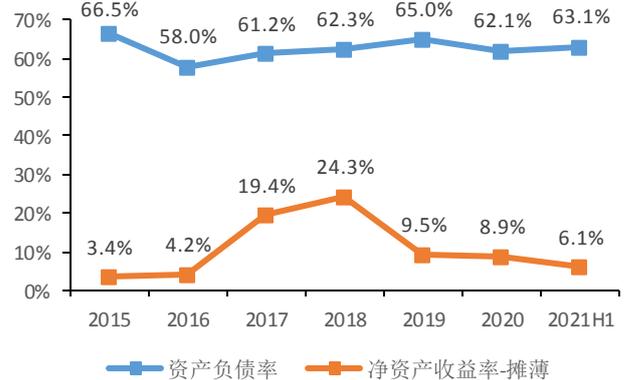
数据来源：Wind，西南证券整理

剥离融资租赁业务，北欧纸业分拆上市，影响正股估值的风险因素减少。2020年4月，为聚焦主业，控制金融类业务风险，公司向关联方出售山鹰租赁100%股权，山鹰租赁不再纳入公司合并报表范围，资产负债率改善。2020年10月公司收购的北欧纸业于瑞典分拆上市，不再纳入公司报表合并范围，公司于17年收购北欧纸业形成的商誉已全额核销，报表商誉减少15.7亿元，减值风险降低。

回购展现公司信心。2021年8月4日公司公告由于公司股票收盘价格低于最近一期每股净资产，为保持公司经营发展及股价的稳定，拟使用2-4亿元自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，以维护公司价值及股东权益，提升公众投资者对公司的成长信心，展现出公司对未来发展前景的信心以及对公司价值的认可。

图 19：2016-2021 山鹰国际商誉变化（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2015-2021H1 山鹰国际 ROE 及资产负债率


数据来源：Wind，西南证券整理

山鹰国际共发行过四次转债，其中山鹰 03 及 07 已退市。从两个已退市转债和正股走势对比来看，山鹰 03 转债存续期间造纸周期下行，转债在股价下行时有债底支撑，具有较高的防御作用；山鹰 07 转债存续期间，造纸行业景气高涨，正股股价上行时转债价格也能表现出较好的弹性，收益率整体和持股差异不大。

图 21：山鹰转债 2003（退市）与正股走势对比



数据来源：Wind, 西南证券整理

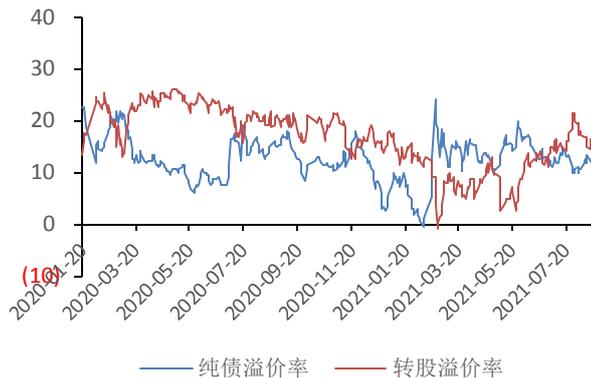
图 22：山鹰转债 2007（退市）与正股走势对比



数据来源：Wind, 西南证券整理

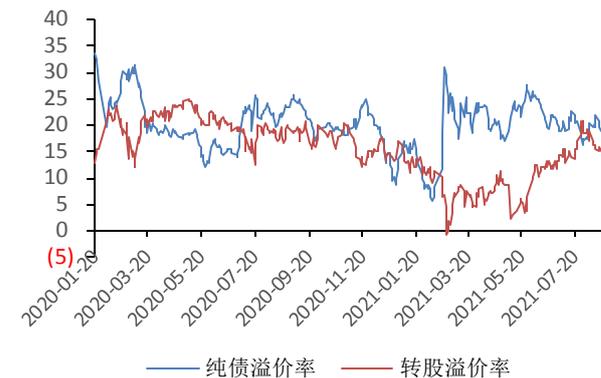
目前正在交易的两个转债来看，目前山鹰转债纯债溢价率 15%左右，山鹰 19 纯债溢价率 20%左右，转股溢价率均为 15%左右，短期业绩弹性逐渐释放，股性有望持续体现。

图 23：山鹰转债纯债溢价率 VS 转股溢价率



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 24：鹰 19 转债纯债溢价率 VS 转股溢价率

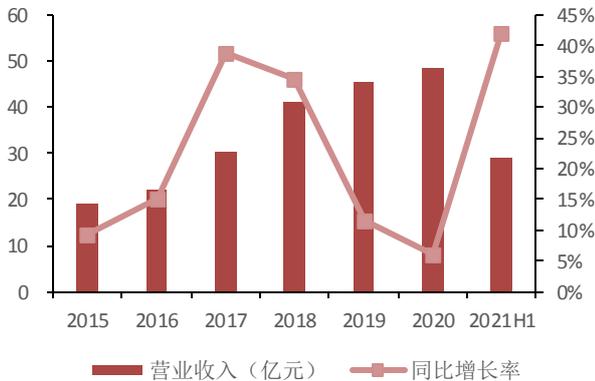


数据来源：Wind, 西南证券整理

3 拟发行转债：关注竞争壁垒较高的仙鹤股份、永艺股份

3.1 仙鹤股份：特种纸龙头，产业链议价力较强

产品多元布局，消费属性增强，细分纸种市占率高。公司生产的纸基功能材料产品种类繁多，主要划分为六大系列 60 多个品种，细分纸种龙头市场地位逐渐凸显。其中公司在国内烟草行业用纸市场占有率近 45%，热敏纸市场的占有率近 25%，热转印市场占有率超过 30%，低定量出版印刷材料市场占有率达到 90%，公司合营企业夏王纸业的装饰原纸市场占有率超 20%，公司还是国内为数不多的同时具备食品与医疗包装材料产品的上市公司，具有较大的发展空间和潜力。近年伴随环保政策趋严，叠加本轮浆价上涨，小厂出清，行业有望进一步向头部集中，公司龙头地位得到夯实。

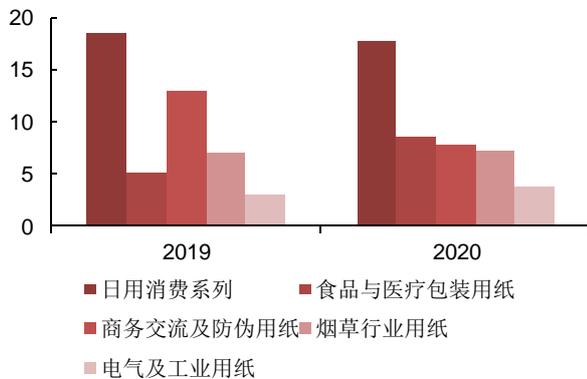
图 25：2015-2021H1 仙鹤股份收入及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

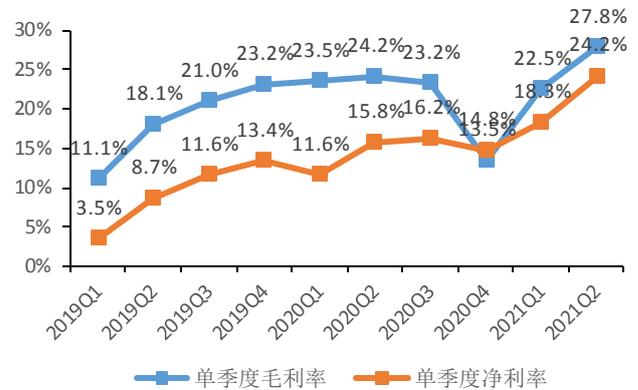
图 26：2015-2021H1 仙鹤股份净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

产业链议价优势较强，龙头优势逐渐凸显。产品多元化以及产能的灵活转换能力使公司能深入挖掘细分市场，对单一客户依赖程度低。2015-2020 年公司前五大客户销售额占比整体呈下降趋势，20 年 TOP5 占比达到 11%，销售额达到 5.4 亿元，测算前五大客户销售额平均 1 亿元左右，订单规模较小，对单一客户依赖程度低。此外，公司对下游议价能力较强，在浆价上行周期提价顺利。2021H1 在浆价快速上行背景下公司净利率达到 21.1% 的高点，盈利能力随纸浆价格的周期性波动减弱。

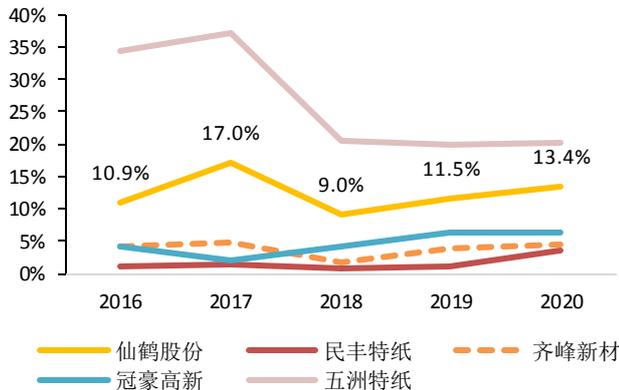
图 27：仙鹤股份分品类收入


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 28：19-21 单季度仙鹤股份毛利率和净利率


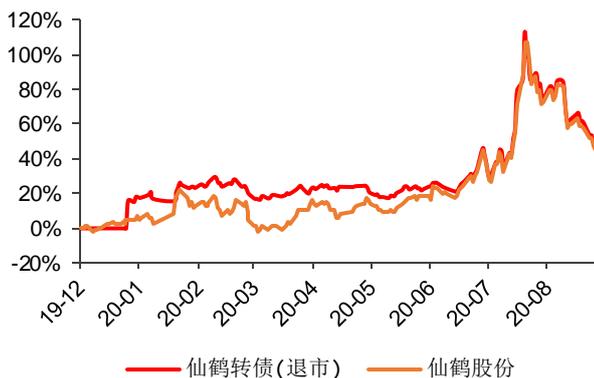
数据来源：Wind, 西南证券整理

盈利能力在同业中表现突出，ROE 稳步提升。2016-2020 年，公司 ROE 整体高于 10%，在可比公司里位于平均之上。公司 2020 年摊薄 ROE 为 13.4% (+2.9pp)，公司 ROE 变化主要受净利率变化影响；权益乘数从 2015 年的 2.3 下降到了 2020 的 1.7，资产负债率从 58.3% 下降至 32.5%，主要由于公司近年持续扩建产能，固定资产和在建工程增速较快，而负债除 2019 年发行可转债增加负债总额的影响外，整体负债总额保持平稳；资产周转率有所下降，主要由于公司近几年新增的广西、湖北等地产能仍处于基地建设和爬坡期，预计新增产能逐渐投产后资产周转率有望回升。

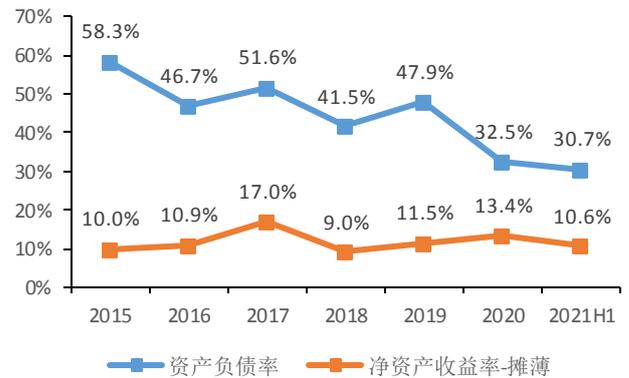
图 29：仙鹤股份与可比公司摊薄 ROE 对比


数据来源：Wind, 西南证券整理

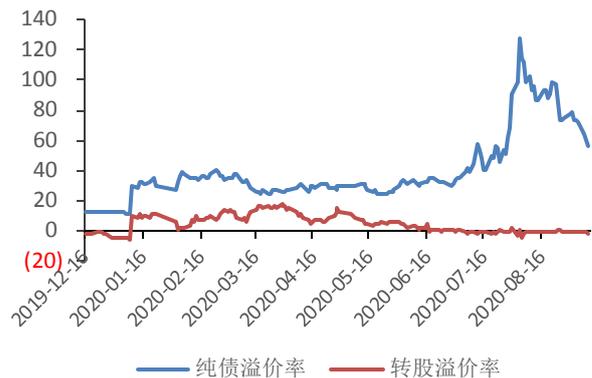
仙鹤股份历史发行过一次转债，存续期不足一年，转债价格与正股价格波动趋势基本一致，转股溢价率低，股性较强。

图 31：仙鹤转债 2019（退市）与正股走势对比


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 30：仙鹤股份 ROE 及资产负债率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 32：仙鹤转债 2019（退市）纯债溢价率与转股溢价率（%）


数据来源：Wind, 西南证券整理

表 9：仙鹤股份拟发行可转债预案关键条款

募资规模	赎回条款	回售条款	转股条款	下修条款
20.5 亿元	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%	初始转股价格不低于募集说明书公告之日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日公司 A 股股票交易均价。	15/30, 80%

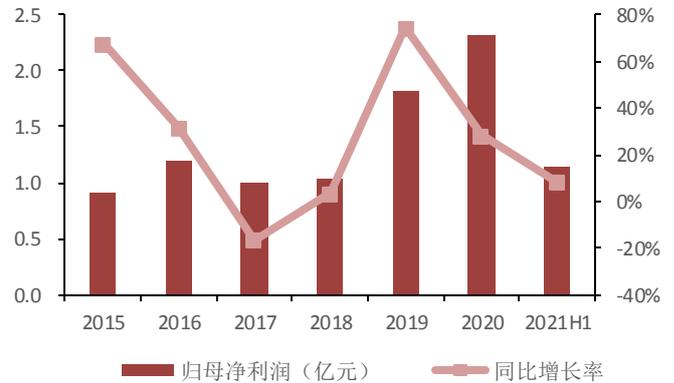
数据来源：Wind, 西南证券整理

3.2 永艺股份：受益于出口景气，海外产能布局具备一定稀缺性

国内办公椅龙头企业，外销占比高。公司主营研发、生产和销售健康坐具，产品包含办公椅、沙发、电竞椅等，主要销往海外，2020 年外销占比 78.2%。下游客户包括宜家、宜得利、汉森、Staple 等全球家居龙头公司，具有一定客户壁垒。公司拥有越南、罗马尼亚等海外工厂，较国内工厂相比具有关税优势，有效减弱中美贸易摩擦的风险，产能布局具有稀缺性。20 年下半年受海外疫情影响，居家时间延长，海外家具需求激增，收入增长 40%。

图 33：2015-2021H1 永艺股份收入及增速

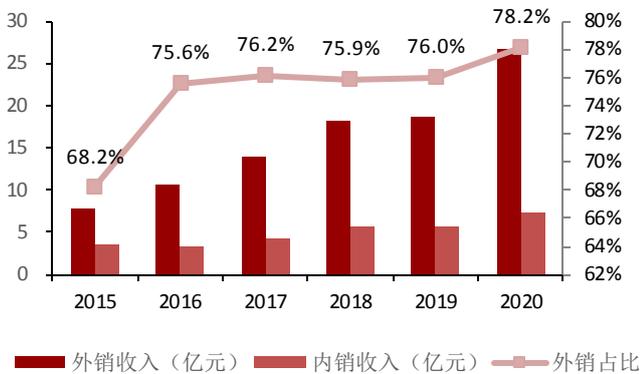

数据来源：Wind, 西南证券整理

图 34：2015-2021H1 永艺股份净利润及增速


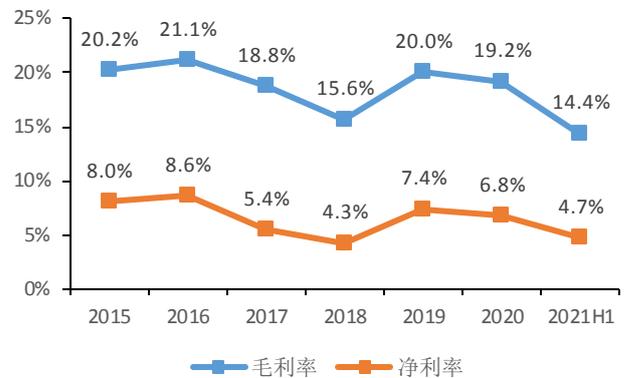
数据来源：Wind, 西南证券整理

零部件标准化改革推动毛利率上行，短期内受制于运费上涨及人民币升值盈利能力承压。

2019 年公司持续推进降本增效工作，包括标准化模块化设计零部件 SKU，集中统一采购，同时推进海绵、注塑等垂直整合项目，不断提高核心零部件自制比例，进一步强化采购及制造成本优势，19-20 年毛利率水平显著提升。21 年上半年原材料成本上行，海运费高企及人民币升值多重影响下，公司盈利能力短暂承压。从历史平均水平来看，目前处于盈利的历史底部，原材料和运输费用缓解后，公司的盈利弹性有望快速释放。

图 35：2015-2020 永艺股份内外销收入及占比


数据来源：Wind, 西南证券整理

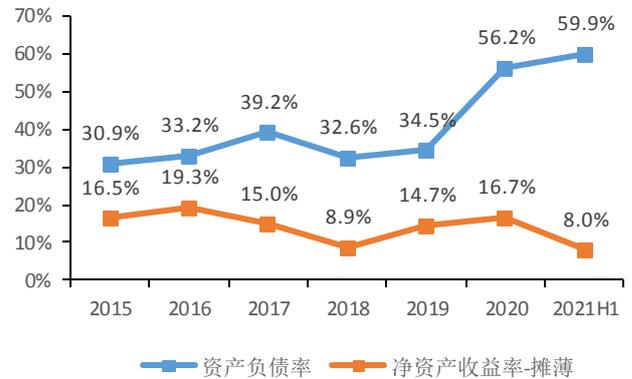
图 36：2015-2021H1 永艺股份毛利率和净利率水平


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司资产负债率较低，20 年资产负债率较快上升至 56.2%，主要由于公司向银行短期借款大幅增长，以应对经营发展的资金需求，2021 年 5 月公司用于抵押贷款的不动产已经解除抵押。2015-2020 年现金流情况良好，21 年由于海运费高涨，外销出货和收入确认有延迟，应收账款同比提升，现金流短期或出现压力。

图 37：永艺股份经营性现金流变化


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 38：永艺股份 ROE 及资产负债率


数据来源：Wind, 西南证券整理

表 10：永艺股份拟发行可转债预案关键条款

募资规模	赎回条款	回售条款	转股条款	下修条款
4.9 亿元	15/30, 130%, ≤3000 万元	30/30, 70%	初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价。	15/30, 85%

数据来源：Wind, 西南证券整理

4 风险提示

可转债募资项目推进不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，中外贸易摩擦加剧的风险，原材料价格大幅波动的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn