

# 国元证券信用研究-产品结构升级，切入新能源赛道

## ——泉峰转债申购价值分析

### 报告要点：

#### ● 预计上市价格中枢为 125.99 元。

参考相近行业、相似评级的远东转债（评级 AA、规模 5.44 亿元，平价 127.41 元对应转债价格 129.42 元，转股溢价率 3.72%）、汽模转 2（评级 AA-、规模 3.1 亿元，平价 105.44 元对应转债价格 122.02，转股溢价率 15.73%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 20%-28% 之间，价格 121.93-130.06 元，价格中枢 125.99 元。

#### ● 预计中签率约 0.0037%。

根据最新数据，泉峰汽车的前两大股东为泉峰精密、泉峰（中国）投资，持股比例分别为 35.75%、23.12%，股权结构集中。假设原股东有 50% 参与配售，则预计获配 3.1 亿元面值转债，留给市场的规模为 3.1 亿元。假设泉峰转债网上申购 850 万户，按照打满计算中签率在 0.0037% 左右，建议积极申购。

#### ● 公司 2021 年上半年业绩表现出色

公司主要进行中高端汽车关键零部件的研发、生产和销售，包括汽车热交换系统、汽车传动系统、汽车引擎系统、刹车与转向系统零部件以及新能源汽车零部件。公司 2021H1 实现营业收入 8.06 亿元，同比增长 57.13%，归母净利润为 0.78 亿元，同比增长 266.39%，毛利率 26.08%，同比增加了 4.54pcts，净利率同比提升 5.62pcts 至 9.73%。

#### ● 中国是汽车和新能源汽车的最大市场

我国 2020 年汽车销量 2531 万辆，位居世界第一，是第二名美国的 1.75 倍。我国新能源汽车 2020 年销售 132.3 万辆，而今年前八个月销量 179.9 万辆。中央及各地也纷纷推出政策支持新能源行业发展，也将带动汽车零部件企业业绩增长空间。

#### ● 产业结构优化，产品量利齐升

1) 公司 21H1 自动变速箱阀板业务和新能源零部件业务合计占总营收的比例的 40.15%，其中自动变速箱阀板同比增幅超过 170%，新能源零部件同比增幅超过 53%，毛利率在 30% 以上；同时公司是国内外多家头部汽车厂商的零部件二级供应商，进入了大众、比亚迪等车企的供应链。

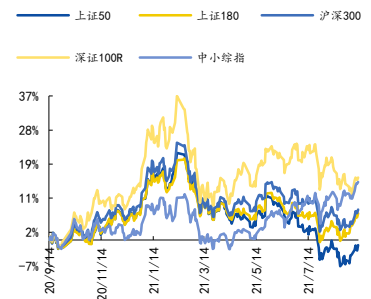
2) 公司的“压铸一体化”产能即将释放，缓解产能瓶颈。公司也在匈牙利建立工厂，预计明年三季度开始量产，为公司进一步进军欧洲市场做铺垫。

**风险提示：**原材料价格上涨，产能投放不及预期，新客户开拓不及预期。

### 主要数据：

上证综指：	3703.11
深圳成指：	14771.87
沪深 300：	5013.52
中小盘指：	14044.65
创业板指：	3219.97

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
联系人	范圣哲
邮箱	fanshengzhe@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

## 内容目录

1、发行关键信息.....	4
2、泉峰转债：可能为平衡型转债.....	5
3、预计上市价格中枢：125.99 元.....	5
4、中签率中枢约为 0.0037%，建议积极申购.....	5
5、泉峰汽车：中高端汽车的零部件供应商.....	6
5.1 公司速览.....	6
5.2 经营概况：2020H1 公司营收/归母净利润同比+57%/+266%.....	7
5.3 汽车市场快速发展，新能源爆发增长.....	7
5.4 泉峰转债募投项目.....	10
5.5 同业比较：相对估值低于同业，绝对估值处于历史低位.....	10
风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：2021H1 公司各业务营收占比.....	6
图 2：公司实控人为董事长潘龙泉.....	6
图 3：2021H1 公司营收同比增长 57.13%.....	7
图 4：2021H1 公司归母净利润同比增长 266.39%.....	7
图 5：公司净利率逐年增长.....	7
图 6：公司研发费用率增加.....	7
图 7：我国汽车产销量占全球的近三分之一（万辆）.....	8
图 8：全球汽车产销量（万辆）.....	8
图 9：我国新能源汽车近两年维持高景气度.....	8
图 10：新能源零部件的单价远高于其他产品（万元）.....	9
图 11：新能源零部件的毛利率最高（%）.....	9
图 12：公司客户包括全球前五汽车零部件供应商中的四名（亿美元）.....	9
图 13：公司近三年 PE（TTM）位于低位.....	11
图 14：公司近三年 PB（LF）位于高位.....	11

---

表 1：泉峰转债发行时间表 .....	4
表 2：泉峰转债发行条款一览 .....	4
表 3：预计上市首日价格中枢 125.99 元.....	5
表 4：本次发行募集项目 .....	10
表 5：公司相对估值位于低位 .....	10

## 1、发行关键信息

表 1：泉峰转债发行时间表

交易日	日期	发行进度
T-2	9月10日	刊登募集说明书及其摘要、发行公告、网上路演公告
T-1	9月13日	网上路演，原股东优先配售股权登记日
T	9月14日	刊登可转债发行提示性公告；原股东有限配售认购日；网上申购日
T+1	9月15日	网上申购摇号抽签
T+2	9月16日	刊登网上发行中签率及优先配售结果公告，网上中签投资者缴款
T+3	9月17日	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	9月22日	刊登发行结果公告

资料来源：公司发行公告，国元证券研究所

表 2：泉峰转债发行条款一览

转债名称	泉峰转债	转债代码	113629.SH
正股名称	泉峰汽车	正股代码	603982.SH
发行规模	6.2 亿	所属行业	汽车
发行方式	向发行人在股权登记日（2021 年 9 月 13 日，T-1 日）收市后登记在册的原股东优先配售，原股东优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用通过上海证券交易所交易系统网上定价发行的方式进行，认购金额不足 6.20 亿元的部分由保荐机构（主承销商）包销。		
存续期	6 年（2021 年 9 月 14 日至 2027 年 9 月 13 日）		
票面利率	第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 2.5%、第六年 3.0%		
初始转股价格	23.03 元/股		
转股期间	2022 年 3 月 22 日至 2027 年 9 月 13 日		
赎回条款	（1）到期赎回：期满后 5 个工作日内，按票面面值的 115%（含最后一期利息）赎回；（2）有条件赎回：转股期内 15/30，130%；未转股余额不足人民币 3000 万元。		
回售条款	最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价的 70%		
下修条款	存续期内，15/30，低于 90%		
信用评级	主体：AA-；债项：AA-；中诚信国际信用评级有限责任公司		

资料来源：公司发行公告，国元证券研究所

## 2、泉峰转债：可能为平衡型转债

按照 2021 年 9 月 10 日 6 年期 AA-级中债企业债到期收益率水平 6.7810%测算，泉峰转债的纯债价值约为 85.04 元，债底保护一般；YTM 中枢约为 3.83%。以 9 月 10 日泉峰汽车正股收盘价 23.4 元计算，初始平价 101.61 元，可能为平衡型转债。若所有转债按照转股价 23.03 元进行转股，则对总股本（流通盘数量占比为 40.57%）的摊薄幅度为 13.37%。

## 3、预计上市价格中枢：125.99 元

参考相近行业、相似评级的远东转债（评级 AA、规模 5.44 亿元，平价 127.41 元对应转债价格 129.42 元，转股溢价率 3.72%）、汽模转 2（评级 AA-、规模 3.1 亿元，平价 105.44 元对应转债价格 122.02，转股溢价率 15.73%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 20%-28%之间，价格 121.93-130.06 元，价格中枢 125.99 元。

表 3：预计上市首日价格中枢 125.99 元

正股价格	转股溢价率					
	20%	22%	24%	26%	28%	
22.27	116.05	117.99	119.92	121.85	123.79	
22.65	118.01	119.98	121.94	123.91	125.88	
23.02	119.97	121.97	123.97	125.97	127.97	
23.40	121.93	123.96	125.99	128.02	130.06	
23.78	123.89	125.95	128.02	130.08	132.15	
24.15	125.85	127.94	130.04	132.14	134.24	
24.53	127.80	129.93	132.06	134.19	136.32	

资料来源：国元证券研究所

## 4、中签率中枢约为 0.0037%，建议积极申购

根据最新数据，泉峰汽车的前两大股东为泉峰精密、泉峰（中国）投资，持股比例分别为 35.75%、23.12%。前十大股东合计持股 69.43%，股权结构集中。根据公告，本次发行向原股东优先配售，每股配售面值 3.078 元。假设原股东有 50%参与配售，则预计获配 3.1 亿元面值转债，留给市场的规模为 3.1 亿元。

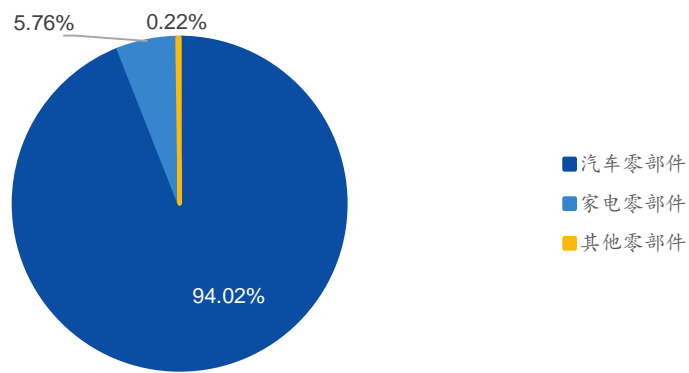
泉峰转债仅设置网上发行。假设泉峰转债网上申购 850 万户，按照打满计算中签率在 0.0037%左右，建议积极申购。

## 5、泉峰汽车：中高端汽车的零部件供应商

### 5.1 公司速览

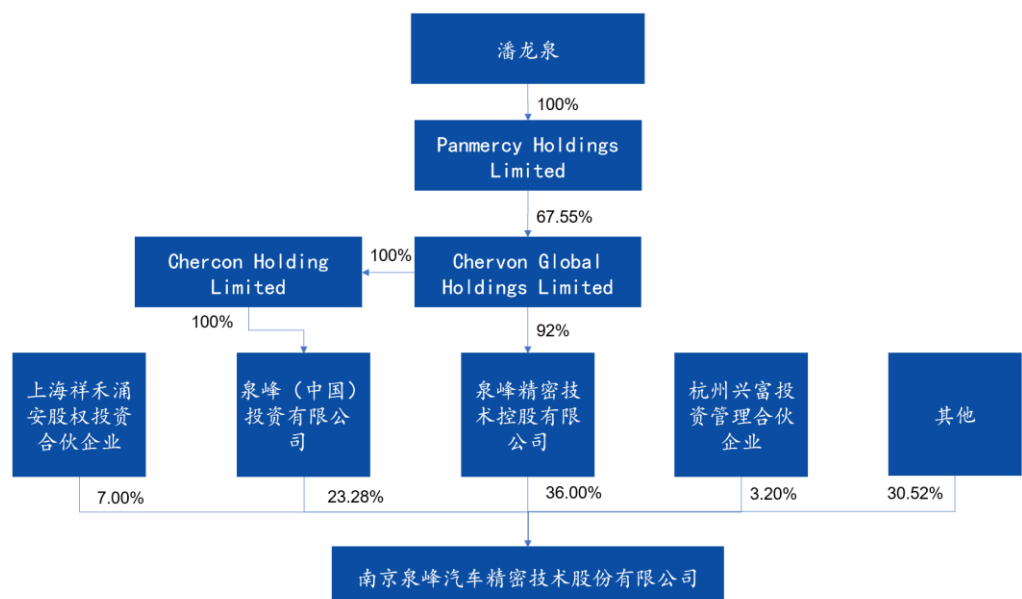
南京泉峰汽车精密技术股份有限公司成立于2012年，2019年在上交所上市。公司主要从事中高端汽车关键零部件的研发、生产和销售，重点专注于技术含量较高的汽车热交换系统、汽车传动系统、汽车引擎系统、刹车与转向系统零部件以及新能源汽车零部件的研发与制造。公司业务较为集中，2021H1汽车零部件占比94.02%，家电零部件占比5.76%，其他占0.22%。2014年之后，汽车零部件业务占比逐年增高，2014年占比仅为68.28%，至2020年已占比90.5%。

图 1：2021H1 公司各业务营收占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 2：公司实控人为董事长潘龙泉

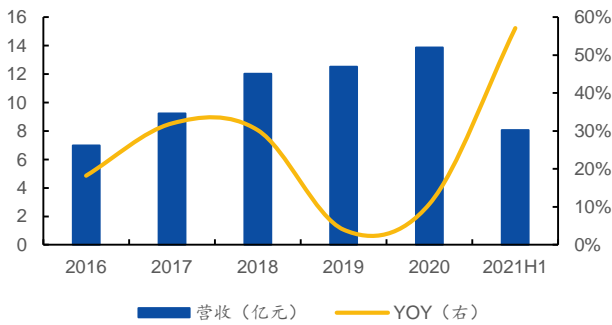


资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 5.2 经营概况：2020H1 公司营收/归母净利润同比+57%/+266%

据 2021 年半年报，公司 2021H1 实现营业收入 8.06 亿元，同比增长 57.13%，归母净利润为 0.78 亿元，同比增长 266.39%，业绩大幅增长的主要原因是自动变速箱业务和新能源汽车零部件业务的大幅增长，其中新能源零部件业务销售额同比增幅超过 53%，核心产品自动变速箱阀板业务同比增幅超过 170%，合计占比增加了 9.03pcts 至 40.15%。由于新能源行业未来的高景气度，公司业绩有望保持快速增长。

图 3：2021H1 公司营收同比增长 57.13%



资料来源：公司公告，国元证券研究所

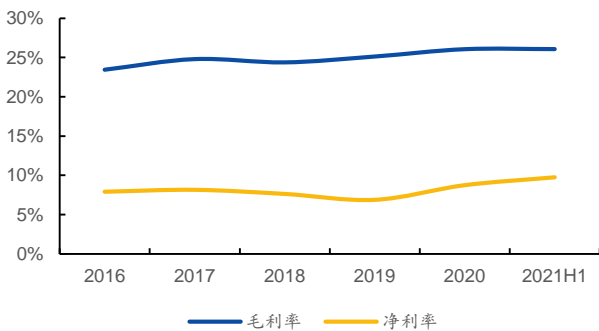
图 4：2021H1 公司归母净利润同比增长 266.39%



资料来源：公司公告，国元证券研究所

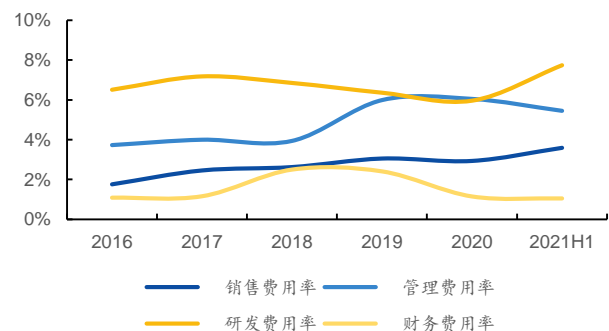
**公司盈利能力增强。**公司上半年毛利率 26.08%，同比增加 4.54pcts，净利率 9.73%，同比增加 5.62pcts，主要受益于产品结构优化，优质产品量价齐升，自动变速箱阀板业务与新能源汽车零部件业务的毛利率分别较去年同期上升了 3.32pcts 和 4.60pcts。此外公司总体期间费用率保持稳定，其中研发费用率增加 1.3pcts，主要是新项目研发投入较大，销售费用率增加 1pcts，主要是销售额增加导致运费增长。

图 5：公司净利率逐年增长



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 6：公司研发费用率增加



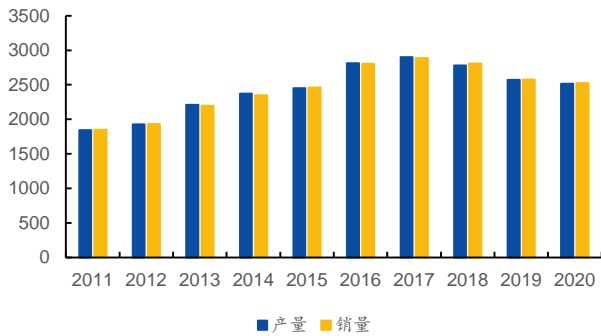
资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 5.3 汽车市场快速发展，新能源爆发增长

**中国是汽车消费最大市场。**从全球来看，汽车行业进入成熟期，2017 年之前总体产销量保持稳定，2018 年之后，受到全球宏观经济不景气影响及新冠肺炎疫情的冲击，产销量出现下滑，2020 年产销量均减少了 1300 万辆左右。而我国经济快速发展，居

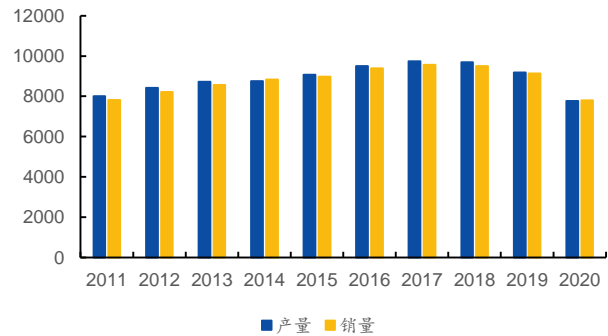
民消费能力增强，消费结构升级，逐渐成为全球汽车消费市场的重心，汽车产量从2009年1380万辆增长至2020年2533万辆，销量连续12年位居世界第一，2020年中国汽车销量2531万辆，是排名第二的美国1445万辆的1.75倍。

图7：我国汽车产销量占全球的近三分之一（万辆）



资料来源：wind, 国元证券研究所

图8：全球汽车产销量（万辆）



资料来源：wind, 国元证券研究所

**新能源行业将维持高景气度。**汽车电动化已成定局，2020年全国新能源汽车产销量为131.9/132.3万辆，而今年前八个月产销量为181.3/179.9万辆，以此趋势全年产销量相比去年有望翻倍，将连续七年位居世界第一。据2020年底颁布的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，2025年新能源新车销量将达到汽车销量总量的20%左右，而目前渗透率仅为5%左右。今年3月的《“十四五”规划和2035远景目标纲要》中明确指出将新能源作为国家产业体系新支柱，提升全产业链竞争力，全国各省市也颁布法律法规以促进新能源发展，行业增长空间巨大。由于新能源汽车具有显著的信息化、智能化特点，其零部件相比传统汽车零部件存在一定差异，因此新能源汽车行业的快速发展，将带动相关汽车零部件企业加速创新、加快产业化进程。

图9：我国新能源汽车近两年维持高景气度

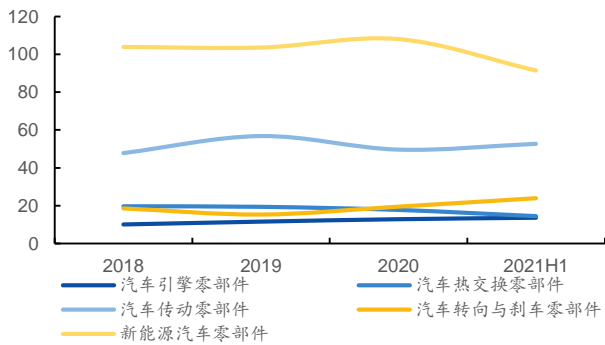


资料来源：wind, 国元证券研究所

相比传统汽车零部件，新能源零部件的利润空间更大。与别的汽车零部件相比，新能

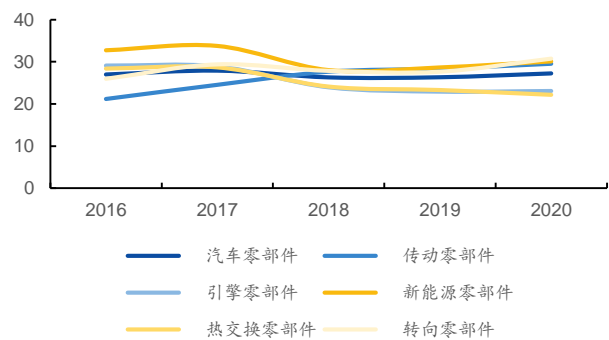
源汽车零部件的售价更高，2021年上半年平均价格为91.48元/件，第二的传动零部件为52.72元/件，而新能源和传动零部件也是公司毛利率唯二超过30%的产品。高附加值的产品将给公司未来业绩带来稳定增长点。

图 10：新能源零部件的单价远高于其他产品（万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

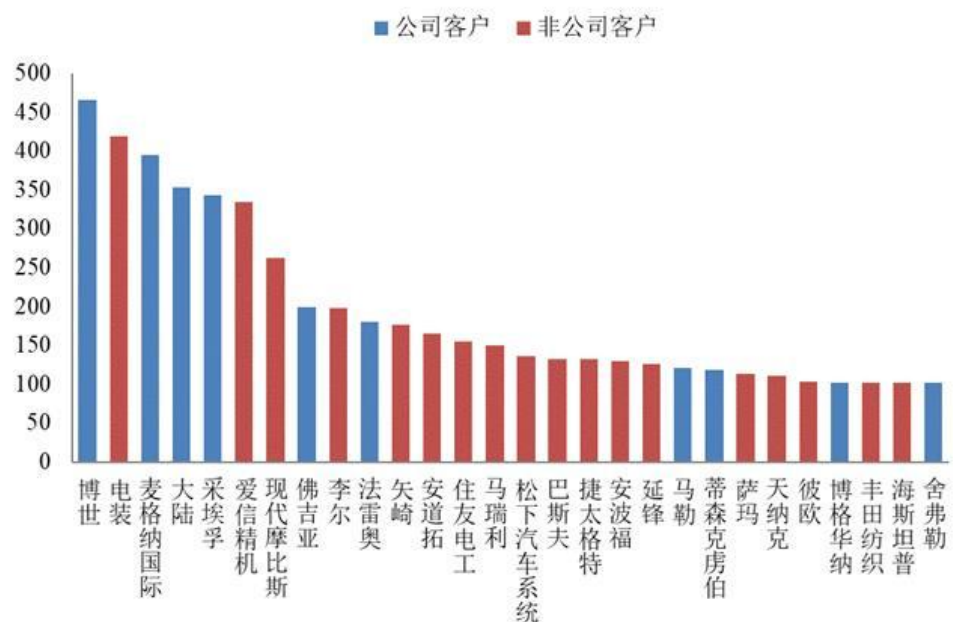
图 11：新能源零部件的毛利率最高（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**公司拥有优质客户资源。**在持续的技术创新、一体化资源投入及精益运营的驱动下，公司具备了强大的产品研发和生产制造能力，以自动变速箱控制阀体为代表的核心产品，经过多年的终端市场检验，以优异的质量表现获得众多客户的一致认可，与法雷奥集团、博世集团、博格华纳集团、大陆集团等全球知名的大型跨国汽车零部件系统供应商建立了长期稳定的合作关系，并拓展了与比亚迪、长城等部分整车厂直供的业务，产品广泛应用于各大中高端品牌整车系列。此外，公司也签订了优质长单。公司于8月26日与蜂巢传动签订了5年的变速器壳体项目供应协议，预估金额12亿元；从大陆集团获得的电子驻车模组业务将装备大众MEB平台。

图 12：公司客户包括全球前五汽车零部件供应商中的四名（亿美元）



资料来源：公司发行公告，国元证券研究所

公司“压铸一体化”产能即将释放，布局海内外市场。公司目前产能利用率均在 80% 以上，压铸设备和模具设备超过了 95%，产能瓶颈显现。南京总部的 2700T 压铸机已经进入量产使用状态，5000T 的压铸机正在安装调试，预计下半年将实现量产；马鞍山生产基地作为公司最主要的大型压铸产能部署地，首批将增设 7 台大型压铸设备，预计首批压铸产能将于今年 Q4 完成厂房建设并释放产能，满产后可每年新增 4 万吨铝合金压铸产品。此外，公司在匈牙利建设工厂，预计 9 月将进入市场施工阶段，明年 Q3 开始逐步量产，满产后每年新增产能 200 万件。

#### 5.4 泉峰转债募投项目

本次发行募集资金总额不超过 6.2 亿元(含)，扣除发行费用后的募集资金净额将全部投资用于高端汽车零部件智能制造项目（一期）项目。

表 4：本次发行募集项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金额(万元)
1	高端汽车零部件智能制造项目（一期）	104,907.00	62,000.00
合计		104,907.00	62,000.00

资料来源：公司发行公告，国元证券研究所

#### 5.5 同业比较：相对估值低于同业，绝对估值处于近三年较低位置

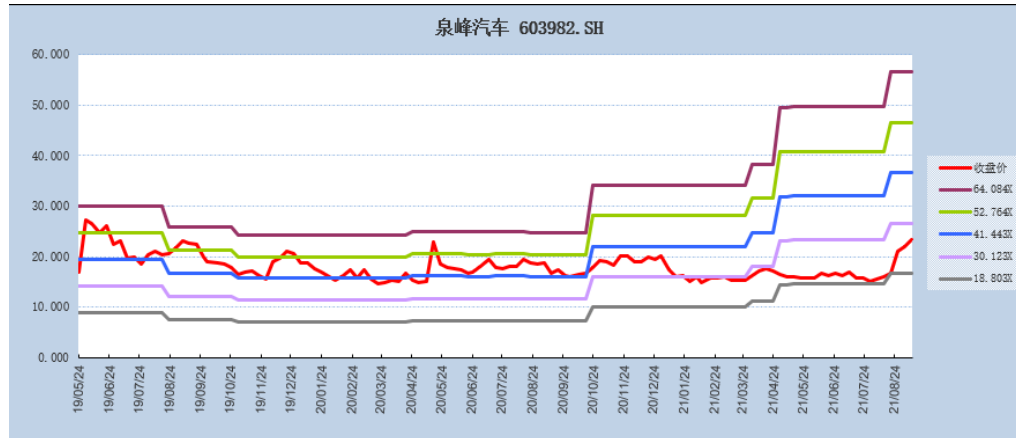
与同行相比，公司 2021H1 净利润增速远高于行业平均值，PE (TTM) 为 26.49 倍，相对估值低于行业；从近三年的绝对估值来看，当前公司的 PE (TTM) 处于低位、PB (LF) 处于较高位置。

表 5：公司相对估值位于低位

公司代码	名称	总市值 (亿元)	2021H1 总收 入增速 (%)	2021H1 净利 润增速 (%)	2021H1 销售 毛利率 (%)	2021H1ROE (%)	PE(TTM)
603982.SH	泉峰汽车	47.13	57.13	266.39	26.08	4.92	26.49
600933.SH	爱柯迪	110.81	52.70	38.97	28.72	4.53	23.01
603348.SH	文灿股份	90.58	215.37	112.95	19.48	2.79	73.83
601689.SH	拓普集团	415.47	91.91	112.84	20.87	5.16	47.65
601799.SH	星宇股份	548.50	37.27	45.63	25.80	9.39	40.99
603179.SH	新泉股份	112.42	44.66	66.83	22.78	4.72	34.73
603730.SH	岱美股份	126.27	32.32	87.56	29.63	7.73	23.65
002048.SZ	宁波华翔	145.60	23.38	100.35	18.39	6.24	12.40
平均值		199.60	69.34	103.94	23.97	5.68	35.35

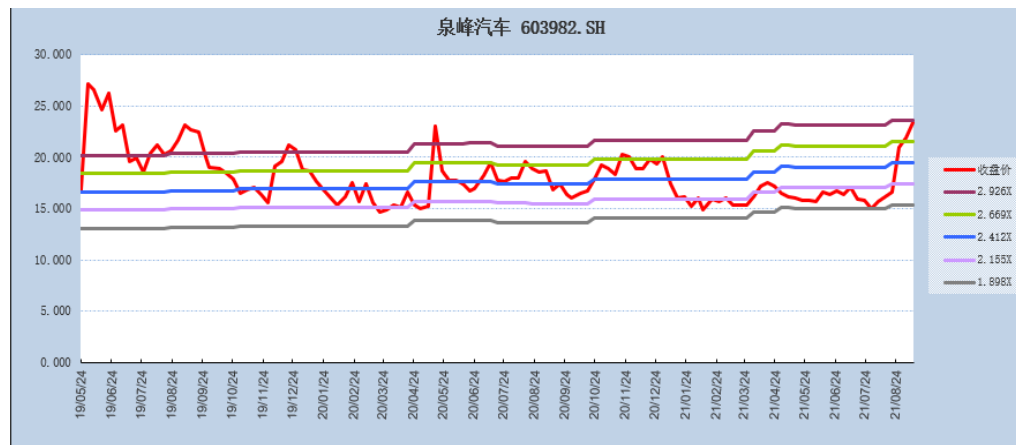
资料来源：wind，国元证券研究所

图 13: 公司近三年 PE (TTM) 位于低位



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 14: 公司近三年 PB (LF) 位于高位



资料来源: wind, 国元证券研究所

## 风险提示

原材料价格上涨, 产能投放不及预期, 新客户开拓不及预期。

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188