

固收点评 20220210

2022年02月10日

双箭转债：中国橡胶输送带龙头企业

事件：

■ **双箭转债(127054.SZ)于2022年2月11日开始网上申购：**总发行规模为5.14亿元，全部用于年产1500万平方米高强度节能环保输送带项目。

■ **当前债底估值为91.88元，YTM为2.71%。**双箭转债存续期为6年，中证鹏元评级为AA/AA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的112%（含最后一期利息），以6年期AA中债企业债到期收益率4.1984%（2022/2/9）计算，纯债价值为91.88元，纯债对应的YTM为2.71%，债底保护尚可。

■ **当前转换平价为101.52元，平价溢价率为-1.49%。**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止，即2022年08月17日至2028年02月10日。初始转股价7.91元/股，正股双箭股份2月9日的收盘价为8.03元，对应的转换平价为101.52元，平价溢价率为-1.49%。

■ **转债条款中规中矩，总股本稀释率为13.63%。**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%”，条款中规中矩。按初始转股价7.91元计算，转债发行5.14亿对总股本和流通盘的稀释率分别为13.63%和16.78%，对股本造成一定的摊薄压力。

■ **我们预计双箭转债上市首日价格在118.17~135.93元之间，我们预计中签率为0.0017%。**综合可比标的，考虑到双箭转债的债底保护尚可，评级和规模吸引力中等，我们预计上市首日转股溢价率在25%左右，对应的上市价格在118.17~135.93元区间。我们预计网上中签率为0.0017%，建议积极申购。

点评：

■ **公司是国内产能、产量、销量最大的橡胶输送带制造企业，连续多年在我国橡胶输送带行业中产销量名列第一。**公司主要从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售，在橡胶输送带方面已取得多项专利。公司产品包括钢丝绳芯输送带、织物芯输送带、整芯输送带等，主要产品已进入西日本贸易株式会社、欧冶工业品股份有限公司、华电重工股份有限公司等国内外企业的供应商名录

■ **近年来公司营收增长速度较快，2016-2020年复合增速为14.01%。**2016年以来，公司营业收入增速较快，2016-2020年复合增速为14.01%，保持较快增长，2021Q1-3同比增速为4.60%。归母净利润增速大幅下降，2021Q1-3同比增速为-39.73%。

■ **公司营业收入构成稳定，收入主要来自各类输送带的研发、生产和销售。**2019年以来，输送带收入占主营业务收入的96%以上，2021年Q1-2，输送带收入占比为96.58%，营业收入构成稳定。

■ **2017年以来销售毛利率和销售净利率呈现先升后降的趋势，三费率水平总体呈现下降趋势。**公司销售毛利率和销售净利率在2017年以来呈现先升后降的趋势，主要与近年来市场形势、原材料价格变化及发行人自身战略有关系；2020年受疫情和实施新收入准则影响，公司销售费用率和管理费用率下降较快，进而三费率也相应下降。

■ **风险提示：**项目进展不及预期风险、违约风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

1、《固收点评 20220209：锦浪转债，组串式逆变器领先企业》2022-02-09

2、《固收周报 20220206：资金面能否支撑债市继续乘风而上》2022-02-06

3、《固收点评 20220129：本轮加息周期注定“不平凡”？》2022-01-29

4、《固收点评 20220127：破而后立，或有先机——天津市城投债现状4个“知多少”》2022-01-27

5、《固收点评 20220126：天奈转债：中国最大的碳纳米管生产企业之一》2022-01-26

6、《固收点评 20220124：豪美转债：国内铝合金型材和系统门窗领域的高新企业》2022-01-24

内容目录

1. 转债基本信息.....	3
2. 投资申购建议.....	4
3. 正股基本面分析.....	6
4. 风险提示.....	8

图表目录

图 1: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	6
图 2: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	6
图 3: 2016-2021Q1-2 营业收入构成 (含内部抵消)	7
图 4: 2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5: 2016-2021Q1-3 三费率水平 (%)	8

表 1: 双箭转债发行认购时间表.....	3
表 2: 双箭转债基本条款.....	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: 相对价值法预测双箭转债上市价格 (单位: 元)	5

1. 转债基本信息

表 1: 双箭转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-02-09	刊登《募集说明书》及摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-02-10	原股东优先配售股权登记日； 网上路演； 发行首日； 刊登《发行提示性公告》；
T	2022-02-11	原股东优先配售认购日（缴付足额资金）； 网上申购日（无需缴付申购资金）； 确定网上中签率；
T+1	2022-02-14	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》； 进行网上申购摇号抽签；
T+2	2022-02-15	刊登《网上中签结果公告》； 网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款；
T+3	2022-02-16	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	2022-02-17	刊登《发行结果公告》； 向发行人划付募集资金；

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 2: 双箭转债基本条款

转债名称	双箭转债	正股名称	双箭股份
转债代码	127054.SZ	正股代码	002381.SZ
发行规模	5.1364 亿元	正股行业	基础化工-橡胶-其他橡胶制品
存续期	6 年（2022 年 02 月 11 日至 2028 年 02 月 11 日）	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	7.91 元	转股期	6 月（2022 年 08 月 17 日至 2028 年 02 月 10 日）
票面利率	0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%		
向下修正条款	存续期，15/30，85%		
赎回条款	（1）到期赎回：到期后五个交易日内，公司将按面值的 112%（含最后一期利息）全部赎回 （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%；未转股余额不足 3000 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转股价 70%
- (2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会视作或认定为改变募集资金用途

数据来源：公司公告、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	拟投入募集资金
年产 1500 万平方米高强度节能环保 输送带项目	55,000.00	51,364.00
合计	55,000.00	51,364.00

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	91.88 元	转换平价 (以 2022/2/9 收盘价)	101.52 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	8.84%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-1.49%
纯债到期收益率 YTM	2.71%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前债底估值为 91.88 元，YTM 为 2.71%。双箭转债存续期为 6 年，中证鹏元评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的 112% (含最后一期利息)，以 6 年期 AA 中债企业债到期收益率 4.1984% (2022/2/9) 计算，纯债价值为 91.88 元，纯债对应的 YTM 为 2.71%，债底保护尚可。

当前转换平价为 101.52 元，平价溢价率为 -1.49%。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止，即 2022 年 08 月 17 日至 2028 年 02 月 10 日。初始转股价 7.91 元/股，正股双箭股份 2 月 9 日的收盘价为 8.03 元，对应的转换平价为 101.52 元，平价溢价率为 -1.49%。

转债条款中规中矩。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%”，条款中规中矩。

总股本稀释率为 13.63%。按初始转股价 7.91 元计算，转债发行 5.14 亿元对总股本和流通盘的稀释率分别为 13.63% 和 16.78%，对股本造成一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计双箭转债上市首日价格在 118.17~135.93 元之间。按双箭股份最新收盘价测算，当前转换平价为 101.52 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的凌钢转债（转换平价 103.72 元）、中装转 2（转换平价 100.32 元）和银轮转债（转换平价 99.26 元），当前转股溢价率分别为 25.19%、27.29%和 43.50%；

2) 参照同属基础化工板块的彤程转债（转换平价 109.41 元）、洋丰转债（转换平价 96.57 元）和兄弟转债（转换平价 105.01 元），当前转股溢价率分别为 34.52%、44.19%和 22.68%；

3) 参考近期上市的博瑞转债（转换平价 90.02 元）、佩蒂转债（转换平价 91.57 元）、华翔转债（转换平价 102.69 元），上市当日转股溢价率分别为 44.02%、40.34%、27.18%；

上述 1) 和 2) 转债转换平价及转股溢价率日期均为 2022 年 2 月 9 日收盘价，3) 转换平价及转股溢价率日期为上市当天。综合可比标的，考虑到双箭转债的债底保护性尚可，评级和规模吸引力中等，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 118.17~135.93 元区间。

表 5: 相对价值法预测双箭转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		15%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%
-5%	7.63	110.91	115.73	120.55	125.37	130.20
-3%	7.79	113.24	118.17	123.09	128.01	132.94
2022/2/9 收盘价	8.03	116.74	121.82	126.90	131.97	137.05
3%	8.27	120.25	125.48	130.70	135.93	141.16
5%	8.43	122.58	127.91	133.24	138.57	143.90

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 63.56%。公司前十大股东持股比例 45.19%，截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售。假设前十大股东 80%参与优先配售，其他股东中有 50%参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 63.56%。

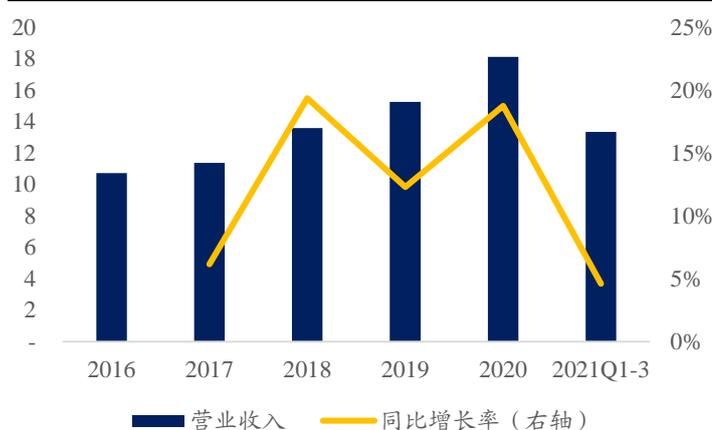
我们预计中签率为 0.0017%。双箭转债发行总额为 5.14 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 63.56%，剩余网上投资者可申购金额为 1.87 亿元。双箭转债仅设置网上发行，近期发行的天奈转债网上申购数约 1,000.28 万户，台 21 转债网上申购数约 1,106.89 万户，隆 21 转债网上申购数约 1,129.44 万户。我们预计双箭转债网上有效申购户数为 1,078.87 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0017%。

3. 正股基本面分析

公司是国内产能、产量、销量最大的橡胶输送带制造企业，连续多年在我国橡胶输送带行业中产销量名列第一。公司主要从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售，拥有国内一流的研发中心，在橡胶输送带方面已取得多项专利，是一家具有自主研发和创新能力的橡胶工业企业。公司产品包括钢丝绳芯输送带、织物芯输送带、整芯输送带等，其中织物芯输送带包括聚酯帆布芯输送带、尼龙帆布芯输送带、棉帆布芯输送带和芳纶输送带。目前公司是国内橡胶输送带生产企业龙头，橡胶输送带产能产量处于行业领先水平。公司采取直销与经销模式相结合，客户群体主要为水泥、煤炭、矿山、钢铁、港口、电力、机械等企业及行业内贸易商，主要产品已进入西日本贸易株式会社、欧冶工业品股份有限公司、华电重工股份有限公司等国内外企业的供应商名录。

近年来公司营收增长速度较快，2016-2020 年复合增速为 14.01%。2016 年以来，公司营业收入增速较快，2016-2020 年复合增速为 14.01%，保持较快增长，2021Q1-3 同比增速为 4.60%。归母净利润增速大幅下降，2021Q1-3 同比增速为-39.73%。

图 1: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

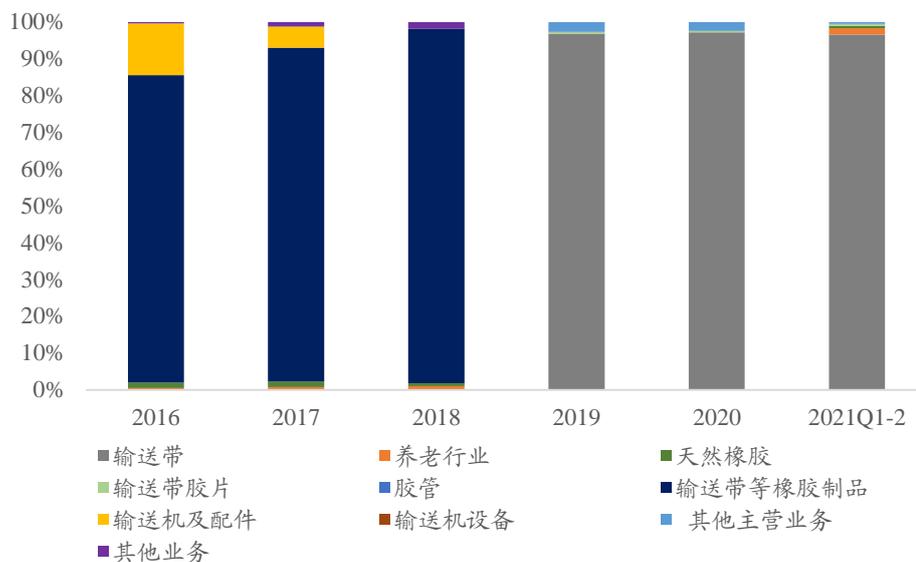
图 2: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司营业收入构成稳定，收入主要来自各类输送带的研发、生产和销售。2019 年以来，输送带收入占主营业务收入的 96% 以上，2021 年 Q1-2，输送带收入占比为 96.58%，营业收入构成稳定。

图 3: 2016-2021Q1-2 营业收入构成 (含内部抵消)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

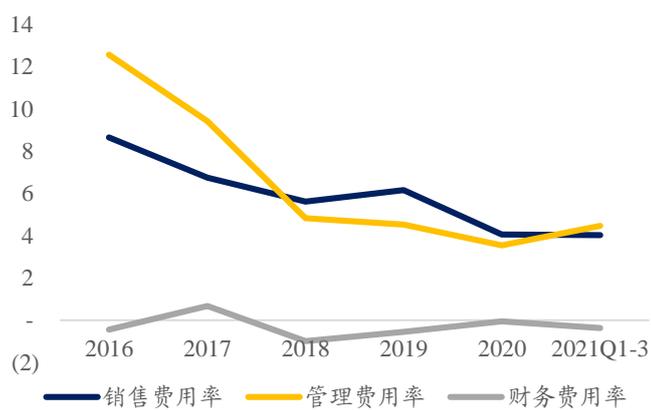
2017 年以来销售毛利率和销售净利率呈现先升后降的趋势, 三费率水平总体呈现下降趋势。2017-2021Q1-3, 公司销售毛利率分别为 20.54%、25.59%、31.64%、30.24% 和 21.81%, 公司销售净利率分别为 9.11%、11.27%、16.14%、17.34%、10.48%。2017 年以来销售毛利率和销售净利率呈现先升后降的趋势。公司下游主要为水泥、煤炭、矿山、钢铁、港口、电力、机械等与国民经济密切相关的行业, 随着 2015 年以来我国实行的供给侧结构改革初见成效, 上述行业产值出现了恢复性的增长, 间接推动了橡胶企业销售收入的增加; 且公司连续多年在橡胶输送带行业产销量位列第一, 不断推出高强度、耐高温、长距离等附加值较高的管状钢丝绳输送带、长距离钢丝绳输送带, 毛利率和净利率有所上升; 随着 2020 年度公司实施新收入准则, 将运输费计入营业成本, 导致 2020 年度发行输送带毛利率较 2019 年有所下降; 2021 年 1-9 月发行人输送带毛利率较 2020 年度毛利率大幅下降, 主要原因为本期公司主要原材料价格较 2020 年均出现不同程度的上涨, 其中合成橡胶、炭黑和尼龙帆布的采购均价涨幅较大, 导致公司输送带产品的单位直接材料成本上升所致; 2020 年将运输费作为公司实现销售的必要成本列报于营业成本, 2020 年销售费用总额有所下降。且受疫情影响, 各地政府出台减免社保费的政策, 导致 2020 年管理费用-职工薪酬相对较少, 公司销售费用率和管理费用率下降较快, 进而三费率也相应下降。

图 4: 2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2016-2021Q1-3 三费率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

项目进展不及预期风险、违约风险。

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>

