

## 东杰转债：大型智能物流国产企业

2022年10月14日

## 事件

- **东杰转债(123162.SZ)于2022年10月14日开始网上申购：**总发行规模为5.70亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于数字化车间建设项目和深圳东杰智能技术研究院项目。
- **当前债底估值为66.6元，YTM为3.40%。**东杰转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为A/A，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.5%、0.7%、1.0%、2.0%、2.5%、3.0%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年A中债企业债到期收益率10.84%（2022-10-11）计算，纯债价值为66.60元，纯债对应的YTM为3.40%，债底保护一般。
- **当前转换平价为95.66元，平价溢价率为4.54%。**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2023年04月20日至2028年10月13日。初始转股价8.06元/股，正股东东杰智能10月11日的收盘价为7.71元，对应的转换平价为95.66元，平价溢价率为4.54%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为14.82%。**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8.06元计算，转债发行5.70亿元对总股本稀释率为14.82%，对流通盘的稀释率为15.57%，对股本有一定的摊薄压力。

## 观点

- 我们预计东杰转债上市首日价格在108.56~121.19元之间，我们预计中签率为0.0018%。综合可比标的以及实证结果，考虑到东杰转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在108.56~121.19元之间。我们预计网上中签率为0.0018%，建议积极申购。
- **东杰智能公司主营业务为智能物流输送系统和智能物流仓储系统的研发设计，生产制造，销售，安装调试与技术服务。**公司注重企业管理，建立了质量体系与OMH管理模式。公司拥有充足的资金，并建立起长期合作的银企关系。公司长期确立“科技立企，以高品质、高科技产品服务于社会”的经营战略，成立了“OMH企业技术中心”，每年产出多项新产品和新技术。
- **2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为26.49%。**公司2021年实现营业收入13.00亿元，同比增加25.64%，实现归母净利润0.71亿元，同比减少31.11%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率大幅波动，2017-2021年复合增速为26.49%。与此同时，归母净利润先升后降，2017-2021年复合增速为18.19%。
- **公司营业收入呈现多元化趋势。**2019年公司营业收入以智能涂装系统、智能物流仓储系统、机械式立体停车系统为主，2020-2021年营业收入结构多元化，其中，智能物流仓储系统占比稳定在35-40%，智能涂装系统和智能物流输送系统占比萎缩，机械式立体停车系统和智能信息系统集成与研发业务收入占比趋势抬升。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率不断浮动，财务费用率和管理费用率急剧变化。**2017-2021年，公司销售净利率分别为7.12%、9.06%、12.33%、10.60%和5.59%，销售毛利率分别为25.18%、26.36%、31.64%、29.27%和24.51%。
- **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

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016  
chenbm@dwzq.com.cn

## 相关研究

《广大转债：行业领先的先进基础材料制造商》

2022-10-14

《莱克转债：环境清洁家电优质企业》

2022-10-14

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	5
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1. 财务数据分析 .....	7
3.2. 公司亮点分析 .....	10
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 2017-2022H1 营业收入及同比增速 (亿元) .....	8
图 2: 2017-2022H1 归母净利润及同比增速 (亿元) .....	8
图 3: 2019-2021 年营业收入构成 .....	8
图 4: 2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%) .....	9
图 5: 2017-2022H1 销售费率水平 (%) .....	9
图 6: 2017-2022H1 财务费用率水平 (%) .....	9
图 7: 2017-2022H1 管理费用率水平 (%) .....	9
表 1: 东杰转债发行认购时间表 .....	4
表 2: 东杰转债基本条款 .....	4
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	5
表 4: 债性和股性指标 .....	5
表 5: 相对价值法预测东杰转债上市价格 (单位: 元) .....	6

## 1. 转债基本信息

表1：东杰转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-10-12	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-10-13	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-10-14	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-10-17	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-10-18	1、刊登《网上中签结果公告》 2、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	2022-10-19	1、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	2022-10-20	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：东杰转债基本条款

转债名称	东杰转债	正股名称	东杰智能
转债代码	123162.SZ	正股代码	300486.SZ
发行规模	5.70 亿元	正股行业	机械设备-自动化设备-其他自动化设备
存续期	2022 年 10 月 14 日至 2028 年 10 月 13 日	主体评级/债项评级	A/A
转股价	8.06 元/股	转股期	2023 年 04 月 20 日至 2028 年 10 月 13 日
票面利率	0.50%、0.70%、1.00%、2.00%、2.50%、3.00%		
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，公司将以面值的 115%（含最后一期利息）全部赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 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
数字化车间建设项目	40,574.00	32,928.90
深圳东杰智能技术研究院项目	9,803.79	8,000.00
补充流动资金	17,000.00	16,071.10
<b>合计</b>	<b>67,377.79</b>	<b>57,000.00</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

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	66.60 元	转换平价 (以 2022/10/11 收盘价)	95.66 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	50.15%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	4.54%
纯债到期收益率 YTM	3.40%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 66.6 元, YTM 为 3.40%。**东杰转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A/A, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.5%、0.7%、1.0%、2.0%、2.5%、3.0%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A 中债企业债到期收益率 10.84% (2022-10-11) 计算, 纯债价值为 66.60 元, 纯债对应的 YTM 为 3.40%, 债底保护一般。

**当前转换平价为 95.66 元, 平价溢价率为 4.54%。**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 2023 年 04 月 20 日至 2028 年 10 月 13 日。初始转股价 8.06 元/股, 正股东杰智能 10 月 11 日的收盘价为 7.71 元, 对应的转换平价为 95.66 元, 平价溢价率为 4.54%。

**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 14.82%。**按初始转股价 8.06 元计算, 转债发行 5.70 亿元对总股本稀释率为 14.82%, 对流通盘的稀释率为 15.57%, 对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

我们预计东杰转债上市首日价格在 108.56~121.19 元之间。按东杰智能 2022 年 10 月 11 日收盘价测算, 当前转换平价为 95.66 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的宏丰转债 (转换平价 88.81 元, 评级 A, 发行规

模 3.2126 亿元)、联诚转债 (转换平价 91.08 元, 评级 A, 发行规模 2.6 亿元)、众信转债 (转换平价 113.28 元, 评级 AA, 发行规模 7.亿元), 10 月 11 日转股溢价率分别为 48.55%、38.67%、15.00%。

2) 参考近期上市的嘉诚转债 (上市日转换平价 77.02 元)、大中转债 (上市日转换平价 86.97 元)、嵘泰转债 (上市日转换平价 97.02 元), 上市当日转股溢价率分别为 47.84%、29.12%、30.16%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率 ( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率 ( $x_2$ )、前十大股东持股比例 ( $x_3$ ) 和上市前一日中证转债成交额取对数 ( $x_4$ ), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为:  $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 机械设备行业的转股溢价率为 20.51%, 中债企业债到期收益为 10.84%, 2022 年半年报显示东杰智能前十大股东持股比例为 55.57%, 2022 年 10 月 11 日中证转债成交额为 45,198,881,418 元, 取对数得 24.53。因此, 可以计算出东杰转债上市首日转股溢价率为 15.53%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到东杰转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 20%左右, 对应的上市价格在 108.56~121.19 元之间。

表5: 相对价值法预测东杰转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价	15.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	7.32	104.51	106.32	109.05	111.78
-3%	7.48	106.71	108.56	111.35	114.13
2022/10/11 收盘价	7.71	110.01	111.92	114.79	117.66
3%	7.94	113.31	115.28	118.23	121.19
5%	8.10	115.51	117.52	120.53	123.54
					125.55

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 66.67%。东杰智能的前十大股东合计持股比例为 55.57% (2022/6/30), 股权较为集中。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 66.67%。

我们预计中签率为 0.0018%。东杰转债发行总额为 5.70 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 66.67%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.90 亿元。东杰转债仅设置网上发行, 近期发行的金盘转债 (评级 A+, 规模 7.70 亿元) 网上申购数约 1032.29 万户, 嘉诚转债 (评级 AA, 规模 14.77 亿元) 网上申购数约 1041.27 万户, 强联转债 (评级 A+,

规模 4.10 亿元) 网上申购数约 1011.2 万户。我们预计东杰转债网上有效申购户数为 1028.25 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0018%。

### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

东杰智能公司主营业务为智能物流输送系统和智能物流仓储系统的研发设计，生产制造，销售，安装调试与技术服务。公司注重企业管理，按 ISO9001:2008 国际质量标准建立了质量体系并有效实施。公司建立了《OMH 管理模式》，实现企业程序化管理。公司拥有充足的资金和良好的经营业绩，并建立起长期合作、共同发展的银企关系。公司拥有雄厚的研究开发实力，自成立以来就确立“科技立企，以高品质、高科技产品服务于社会”的经营发展战略。公司注重企业技术创新，成立了“OMH 企业技术中心”，每年产出多项新产品和新技术，其中 YIJ 宽推杆型反向积放式输送机、YDX 铝合金轨道型电动自行小车输送机、YHQ 雪橇式柔性自动化生产线、智能仓储及物流配送系统等多种新产品获得了国家级优秀新产品的称号。2018 年公司收购常州海登 100% 股权，公司主营业务拓展至汽车智能涂装生产线领域，向产业链下游延伸。

2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 26.49%。公司 2021 年实现营业收入 13.00 亿元，同比增加 25.64%，实现归母净利润 0.71 亿元，同比减少 31.11%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率大幅波动，2017-2021 年复合增速为 26.49%。与此同时，归母净利润先升后降，2017-2021 年复合增速为 18.19%。营业收入的快速增长来源于公司业务的快速发展，其中，2019 年公司营收同比增长 5.47pct，系智能物流仓储业务大幅增长所致；2020 年公司营收同比增长 40.50pct，主要原因是智能物流仓储系统和智能物流输送系统业务明显增长，另外 2020 年收购中集智能新增智能信息系统集成与研发业务，2021 年该部分业务营收增长。2021 年，公司智能物流输送系统业务外的其他主营业务快速增长，带来营收快速增长。从归母净利润来看，2020 年归母净利润达到峰值，2021 年归母净利润同比下降 31.11pct，主要原因是在新冠疫情反复及全球流动性宽松的背景下，国际大宗商品价格大幅上涨并持续在高位运行，导致下游制造业成本大幅提升。由于公司直接面对终端客户，当年在执行的合同大多为前期签署的闭口合同，短期内无法向下游客户转嫁成本上涨压力；同时当年公司管理费用和财务费用大幅上升，主要源于员工人数增加、银行贷款增加、欧元贬值带来的汇兑损益；2021 年 9 月大乘汽车与公司达成债务重组协议，公司确认债务重组损失 397.46 万元。

图1：2017-2022H1 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

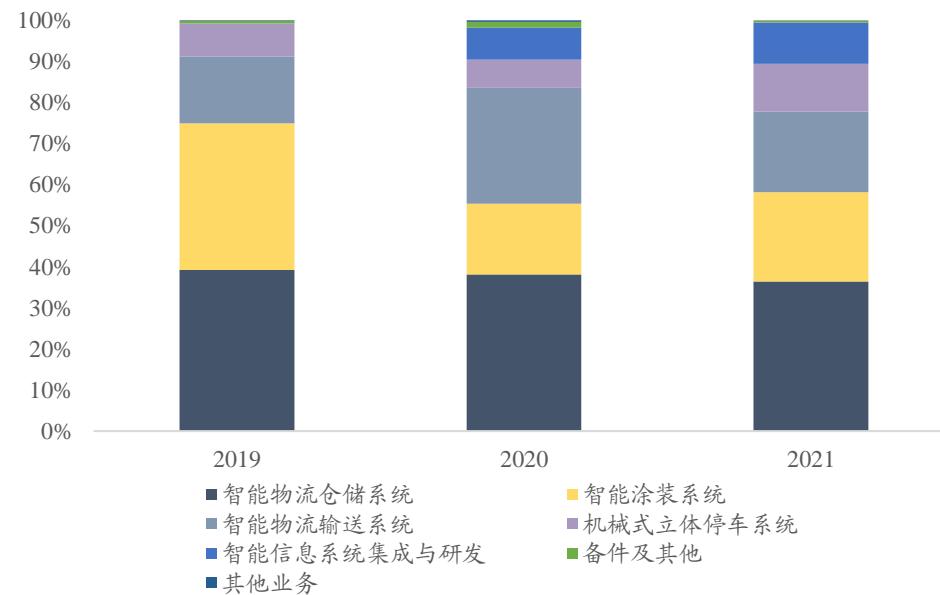
图2：2017-2022H1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

**公司营业收入呈现多元化趋势。**2019年公司营业收入以智能涂装系统、智能物流仓储系统、机械式立体停车系统为主，2020-2021年营业收入结构多元化，其中，智能物流仓储系统占比稳定在35-40%，构成营业收入最主要的来源。智能涂装系统和智能物流输送系统占比萎缩，分别在17-22%和19-28%区间浮动。机械式立体停车系统和智能信息系统集成与研发业务收入占比趋势抬升。

图3：2019-2021年营业收入构成

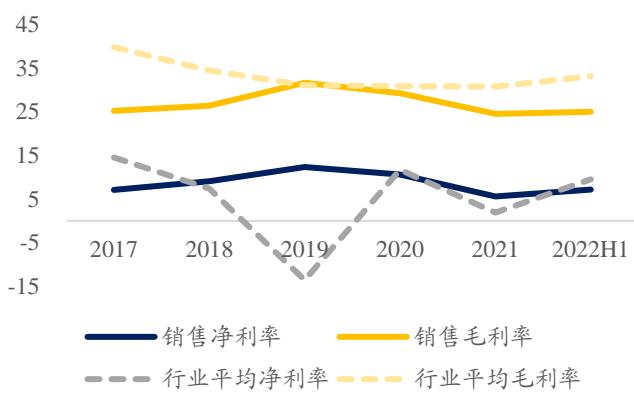


数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

**公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率不断浮动，财务费用率和管理费用率急剧变化。**2017-2021年，公司销售净利率分别为7.12%、9.06%、12.33%、10.60%和5.59%，

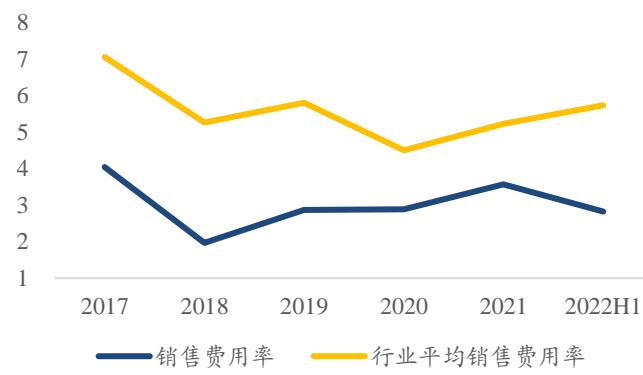
销售毛利率分别为 25.18%、26.36%、31.64%、29.27% 和 24.51%。其中，毛利率在 2017-2019 年持续抬升，2020 年销售毛利率同比下降 2.36pct，主要原因在于新冠疫情部分项目工期，生产成本增加，同时本年完工的江西大乘汽车总装、成都丰田总装等重大项目毛利率较低；2021 年毛利率同比下降 4.76pct，主要原因是年内钢铁、煤炭等大宗商品价格走高，公司生产经营采购的基础原材料、外购零部件及设备相应上调价格且无法向下游传导增加的成本。同时营收占比较高的智能涂装生产系统因毛利率较高的境外业务收入占比大幅下降，该业务毛利率同比大幅下降，带来公司毛利率下降。财务费用主要为利息支出。2017-2021 年，公司销售费用率不断浮动，财务费用率急剧上升，管理费用率趋势下降。公司财务费用率在 2021 年显著攀升，主要原因是银行借款总额大幅增加带来利息支出相应增加以及 2021 年末较 2020 年末欧元汇率有所降低导致汇兑损失增长。

图4：2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平（%）



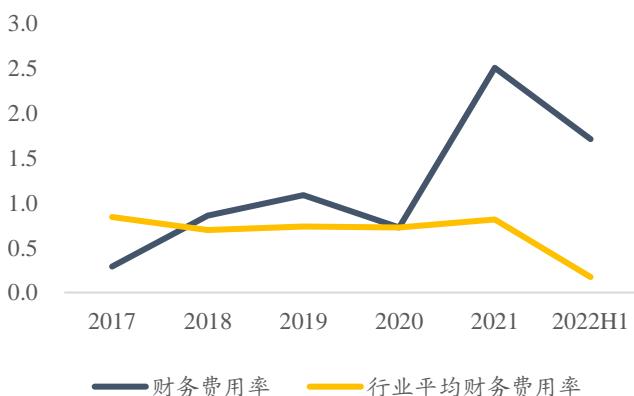
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2022H1 销售费率水平（%）



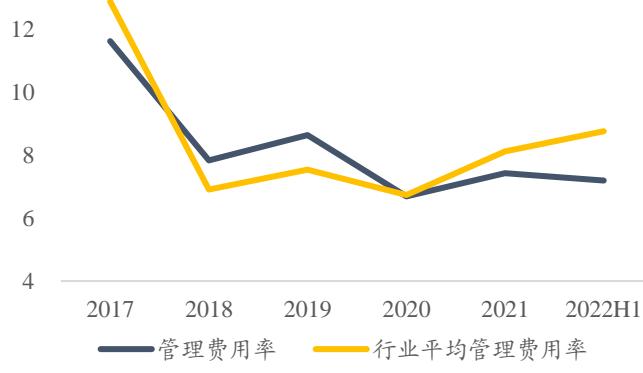
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2017-2022H1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2022H1 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的额相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点分析

**整体系统集成能力优越。**公司在智能物流输送系统、智能物流仓储系统、智能涂装生产线等主要业务领域具备较强的整体设计、制造、安装、调试的技术实力，通过自主研发获得了数十项发明及实用新型专利，公司在控制及管理软件上自主研发能力较强，核心产品智能物流输送系统、智能物流仓储系统以及其他产品均使用自主研发的控制软件和管理软件，能够有效应对智能成套装备行业下游客户对非标准产品的设计需求，并通过高效系统的集成能力统筹不同客户的不同工艺需求、投资概算、场地限制等因素，统筹设计、制造以及安装调试各产品及其调试系统。

**深耕行业领域，团队骨干稳定。**公司作为国内智能成套装备行业优秀供应商之一，经过近二十年的技术革新和经验积累，凭借大量与下游各行业龙头企业成功合作经验，已经在国内建立了良好的品牌和客户优势。同时公司激励措施完善，管理团队均在行业深耕多年，技术骨干人员对公司的归属感强，在公司服务多年，团队稳定、专业性强，积累了丰富的行业经验，能够精准把握客户需求。

**经营成本占优，服务水平出众。**公司的人力成本及运营成本均相对较低，具有低成本的同业竞争优势。公司人员储备充足，相对于国际同行具有售后服务人员充足、反应速度快的优势，具备继续保持低成本运营并致力于提供高水平服务。

## 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，并注明出自为东吴证券研究所，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>