

固收点评 20230105

三房转债：国内瓶级聚酯切片行业领先企业

关键词：#新需求、新政策

事件

- **三房转债 (110092.SH) 于 2023 年 1 月 6 日开始网上申购**：总发行规模为 25.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于江阴兴佳新材料有限公司年产 150 万吨绿色包装新材料项目及江苏兴业塑化有限公司年产 150 万吨绿色多功能瓶片项目。
- **当前债底估值为 89.95 元，YTM 为 2.41%**。三房转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 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%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.27%（2023-01-04）计算，纯债价值为 89.95 元，纯债对应的 YTM 为 2.41%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 98.11 元，平价溢价率为 1.93%**。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 07 月 12 日至 2029 年 01 月 05 日。初始转股价 3.17 元/股，正股三房巷 1 月 4 日的收盘价为 3.11 元，对应的转换平价为 98.11 元，平价溢价率为 1.93%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 16.83%**。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 3.17 元计算，转债发行 25.00 亿元对总股本稀释率为 16.83%，对流通盘的稀释率为 40.37%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计三房转债上市首日价格在 116.10~129.34 元之间，我们预计中签率为 0.0064%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到三房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 25%左右，对应的上市价格在 116.10~129.34 元之间。我们预计网上中签率为 0.0064%，建议积极申购。
- **公司以印染整理为主业，系国内印染行业十佳企业**。2020 年 9 月，发行股份购买资产交易完成后，三房巷集团内瓶级聚酯切片板块和 PTA 板块业务将整体注入上市公司，上市公司将成为集瓶级聚酯切片的生产、销售，PTA 的生产、销售，印染整理于一体的大型综合化工企业。
- **2017 年以来公司营收呈增长态势，2017-2021 年复合增速为 106.76%**。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现增长态势，同比增长率倒“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 106.76%。2021 年，公司实现营业收入 194.79 亿元，同比增加 19.51%。与此同时，归母净利润也不断增加，2017-2021 年复合增速为 94.40%。2021 年实现归母净利润 6.30 亿元，同比增加 12.63%。
- **公司主营业务突出，营业收入基本来自于主营业务**。2019 年以来，公司主营业务收入包括瓶级聚酯切片、PTA、电、蒸汽、PBT 工程塑料、纺织印染等；其他业务收入主要系材料销售收入等与主营业务相关度低的营业收入。
- **公司销售净利率和毛利率有所波动，销售费用率下降，财务费用率波动上升，管理费用率波动下降**。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 6.60%、6.11%、7.98%、3.59%和 3.27%，销售毛利率分别为 14.10%、12.07%、14.88%、6.44%和 4.82%。
- **风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。**

2023 年 01 月 05 日

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

《福新转债：功能性涂布复合材料领域企业》

2023-01-04

《2023 年海外年度策略——阳光总在风雨后》

2023-01-03

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	10
4. 风险提示	11

图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2017-2022Q1-3 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:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2014-2021 年全球瓶级聚酯切片产能变化情况 (万吨)	10
图 9:	2014-2021 年中国瓶级聚酯切片产能变化情况 (万吨)	10
表 1:	转债发行认购时间表	4
表 2:	三房转债基本条款	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:	相对价值法预测三房转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-01-04	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-01-05	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-01-06	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	2023-01-09	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	2023-01-10	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	2023-01-11	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	2023-01-12	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: 三房转债基本条款

转债名称	三房转债	正股名称	三房巷
转债代码	110092.SH	正股代码	600370.SH
发行规模	25.00 亿元	正股行业	基础化工-化学纤维-涤纶
存续期	2023 年 01 月 06 日至 2029 年 01 月 05 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	3.17 元	转股期	2023 年 07 月 12 日至 2029 年 01 月 05 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，公司将以本次可转债票面面值的 110%（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
江阴兴佳新材料有限公司年产 150 万吨绿色包装新材料项目	179,112.00	130,000.00
江苏兴业塑化有限公司年产 150 万吨绿色多功能瓶片项目	207,297.00	120,000.00
合计	386,409.00	250,000.00

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	89.95 元	转换平价 (以 2023/01/04 收盘价)	98.11 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	11.18%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	1.93%
纯债到期收益率 YTM	2.41%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 89.95 元, YTM 为 2.41%。三房转债存续期为 6 年,联合资信评估股份有限公司资信评级为 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%,公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息),以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.27% (2023-01-04) 计算,纯债价值为 89.95 元,纯债对应的 YTM 为 2.41%,债底保护一般。

当前转换平价为 98.11 元,平价溢价率为 1.93%。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 07 月 12 日至 2029 年 01 月 05 日。初始转股价 3.17 元/股,正股三房巷 1 月 4 日的收盘价为 3.11 元,对应的转换平价为 98.11 元,平价溢价率为 1.93%。

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 16.83%。按初始转股价 3.17 元计算,转债发行 25.00 亿元对总股本稀释率为 16.83%,对流通盘的稀释率为 40.37%,对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计三房转债上市首日价格在 116.10-129.34 元之间。按三房巷 2023 年 1 月 4 日收盘价测算,当前转换平价为 98.11 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的通裕转债 (转换平价 100.36 元,评级 AA,发行规模 14.8472 亿元)、贵轮转债 (转换平价 108.48 元,评级 AA,发行规模 18.亿元)、精工转债 (转换平价 83.47 元,评级 AA,发行规模 20.亿元),1 月 4 日转股溢价率分别为

27.54%、19.10%、42.59%。

2) 参考近期上市的大元转债(上市日转换平价 88.78 元)、会通转债(上市日转换平价 92.82 元)、豪能转债(上市日转换平价 81.38 元), 上市当日转股溢价率分别为 38.30%、25.29%、35.52%。

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, 基础化工行业的转股溢价率为 25.63%, 中债企业债到期收益为 4.27%, 2022 年三季报显示三房巷前十大股东持股比例为 85.54%, 2023 年 1 月 4 日中证转债成交额为 49,008,463,384 元, 取对数得 24.62。因此, 可以计算出三房转债上市首日转股溢价率为 26.83%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到三房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 25%左右, 对应的上市价格在 116.10~129.34 元之间。

表5: 相对价值法预测三房转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	2.95	111.84	113.71	116.50	119.30	121.16
-3%	3.02	114.20	116.10	118.96	121.81	123.71
2023/01/04 收盘价	3.11	117.73	119.69	122.63	125.58	127.54
3%	3.20	121.26	123.28	126.31	129.34	131.37
5%	3.27	123.62	125.68	128.77	131.86	133.92

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 75.66%。三房巷的前十大股东合计持股比例为 85.54% (2022/09/30), 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 75.66%。

我们预计中签率为 0.0064%。三房转债发行总额为 25.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 75.66%, 剩余网上投资者可申购金额为 6.08 亿元。三房转债仅设置网上发行, 近期发行的冠盛转债(评级 AA-, 规模 6.02 亿元)网上申购数约 966.91 万户, 睿创转债(评级 AA, 规模 15.65 亿元)947.15 万户, 恒锋转债(评级 A, 规模 2.424357

亿元) 950.26 万户。我们预计三房转债网上有效申购户数为 954.77 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0064%。

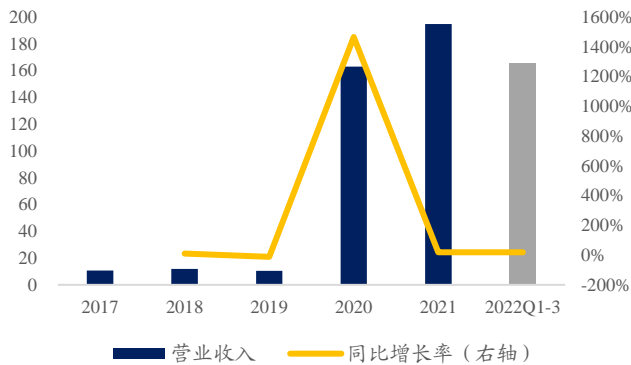
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

公司以印染整理为主业，系国内印染行业十佳企业。公司具备年产印染布 1 亿米的生产能力，技术装备精良，现有 9 条染色整理生产线和 6 台大型溢流染色机，主要设备从德国、意大利、日本等国家引进，并建立了产品研发中心，还引进了当今世界先进水平的设计系统、检测设备，超前进行印染新技术、新产品的研究开发。公司拥有自营进出口权，产品约 60% 出口到中国香港、东南亚、中东、中美洲、欧美等地区，是全国出口创汇先进企业。此外，公司还涉足 PBT 树脂和电、蒸气业务，控股的江阴济化新材料有限公司主营光纤光缆专用护套 PBT 塑料等高档树脂产品，而电、蒸气收入来自于合资的江阴新源热电有限公司。2020 年 9 月，发行股份购买资产交易完成后，三房巷集团内瓶级聚酯切片板块和 PTA 板块业务将整体注入上市公司，上市公司将成为集瓶级聚酯切片的生产、销售，PTA 的生产、销售，印染整理于一体的大型综合化工企业。

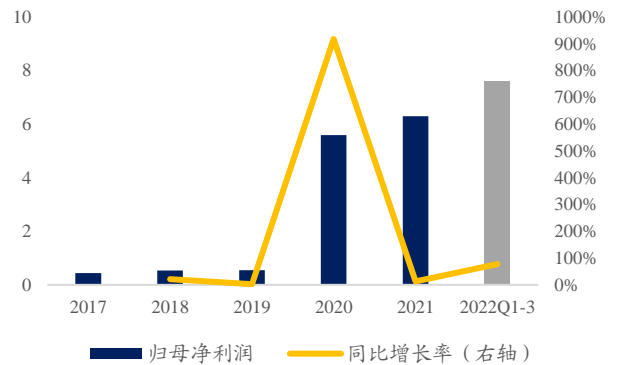
2017 年以来公司营收呈增长态势，2017-2021 年复合增速为 106.76%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现增长态势，同比增长率倒“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 106.76%。2021 年，公司实现营业收入 194.79 亿元，同比增加 19.51%。与此同时，归母净利润也不断增加，2017-2021 年复合增速为 94.40%。2021 年实现归母净利润 6.30 亿元，同比增加 12.63%。瓶级聚酯切片与 PTA 销售收入是公司主要收入来源。2020 年度，公司瓶级聚酯切片业务实现的营业收入较上一年度有所下降，主要系由于石油市场价格波动，公司上游原材料价格下跌传导至公司产品销售价格相应下降所致，且由于新冠疫情等因素影响，国际市场需求下降，公司产品销量涨势受阻；2021 年度较上一年度有所上升，公司该项业务实现收入情况有所好转，主要系由于：公司上游原材料价格上涨，公司产品销售价格随之上涨；随着境外疫情相对平稳，需求回升，公司产品销量恢复涨势；2022 年上半年较上一年度同期有所上升，主要系由于原料价格上涨推升公司产品销售价格同比上涨。2019 年以来，公司 PTA 产品实现的营业收入逐年下降，主要系由于：2021 年度较 2020 年度，PTA 收入下降主要系由于 2021 年度公司实施 PTA 技改项目，PTA 生产线存在停产的情况，PTA 生产量较上一年度有所下降，公司生产的 PTA 主要用于生产自产瓶级聚酯切片产品，PTA 对外销量有所下降；2019 年度、2020 年度，PTA 产品上游原材料 PX 价格呈现逐年下降趋势，公司 PTA 产品销售价格随之下降。公司电、蒸汽产品主要由控股子公司新源热电多年经营生产，主要供应周边企业，为其生产经营使用，该业务实现收入相对稳定。2020 年度，国外市场营业收入较上年同期减少，主要系受新冠疫情、原材料市场价格波动等因素的影响，公司出口订单减少及产品销售价格下跌所致；2021 年度境外疫情相对平稳，需求上升，公司外销水平提升。

图1: 2017-2022Q1-3 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

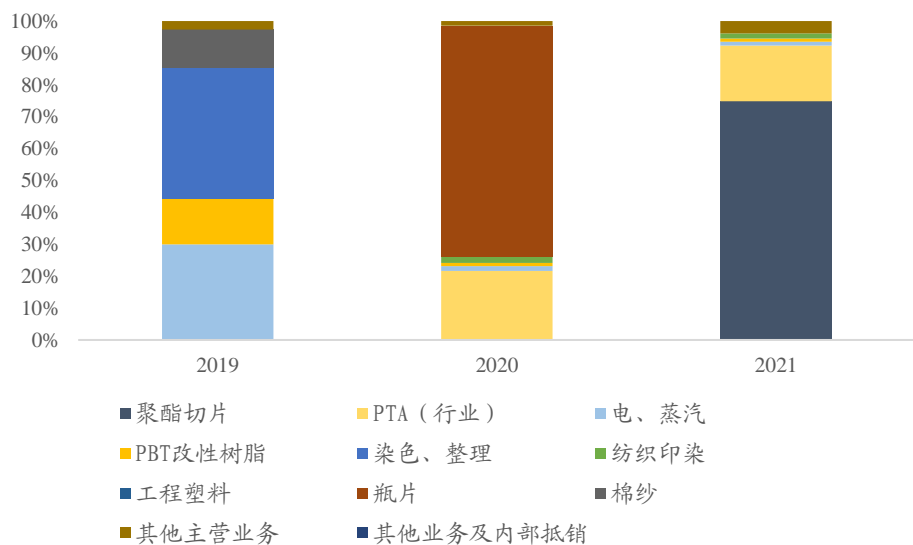
图2: 2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司主营业务突出, 营业收入基本来自于主营业务。2019 年以来, 公司主营业务收入包括瓶级聚酯切片、PTA、电、蒸汽、PBT 工程塑料、纺织印染等; 其他业务收入主要系材料销售收入等与主营业务相关度低的营业收入。2019-2021 年, 公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.35%、99.43%及 96.85%, 较为稳定。

图3: 2019-2021 年营业收入构成

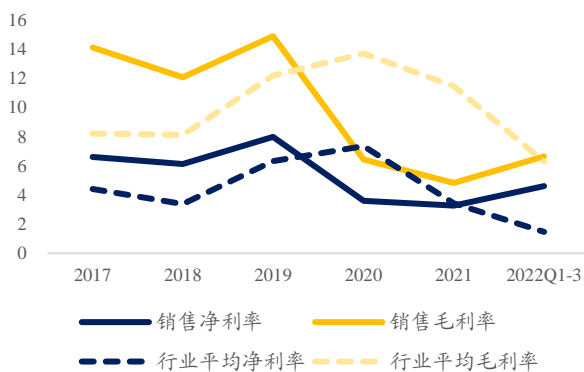


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率有所波动, 销售费用率下降, 财务费用率波动上升, 管理费用率波动下降。2017-2021 年, 公司销售净利率分别为 6.60%、6.11%、7.98%、3.59%和 3.27%, 销售毛利率分别为 14.10%、12.07%、14.88%、6.44%和 4.82%。公司综合毛利率有所波动, 主要系由于瓶级聚酯切片及 PTA 毛利率波动所致。2019 年度、2020 年度及 2021 年度, 瓶级聚酯切片毛利率逐年下降; 2022Q1-3, 瓶级聚酯切片毛利率有所

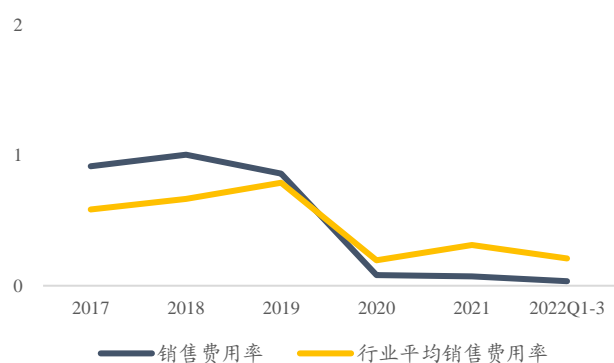
上升。2021 年度较上一年度毛利率下降，主要系由于：瓶级聚酯切片与原材料均属于大宗商品，且均于 2021 年度处于价格上行空间，但是公司销售的瓶级聚酯切片产品单价上涨幅度不及原材料采购单价的上涨幅度，从而导致 2021 年瓶级聚酯切片的平均销售单价上涨幅度小于平均成本的涨幅，该趋势与行业变动趋势具有一致性；2021 年，受海外新冠疫情的影响因素，海运费一度升至较高水平。2022Q1-3 较 2021 年度毛利率上升，主要系由于：原料价格上涨推升公司产品销售价格提升，加工差扩大，瓶级聚酯切片平均销售单价上涨，且大于平均成本的涨幅所致；2022Q1-3，随着海外疫情的稳定，国际海运价格逐步回落。2019 年、2020 年及 2021 年，公司销售费用率变动趋势与同行业可比公司变动趋势具有一致性。2020 年度、2021 年度，公司销售费用较 2019 年度大幅下降，主要系由于自 2020 年起，2019 年度占公司销售费用比例较高的出口海运费及佣金、国内运输及装卸费依据新的《企业会计准则》要求，计入主营业务成本中所致。2020 年度、2021 年度较 2019 年度，公司财务费用有所下降，主要系由于公司偿还借款、优化资本结构，利息支出减少所致。2020 年度，公司管理费用较过往年度有所增加，主要系由于：当期紧密纺车间停产，主营业务成本的折旧摊销、职工薪酬等计入管理费用；当期重大资产重组支付的中介费用增加。

图4：2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



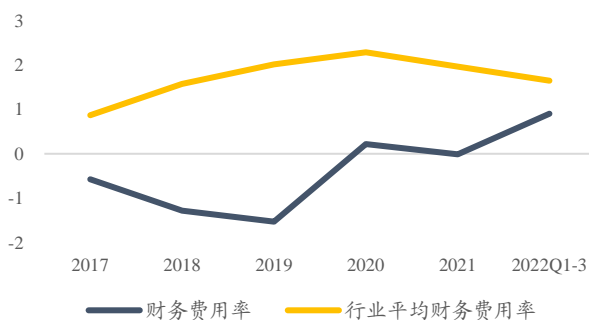
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2022Q1-3 销售费用率水平（%）



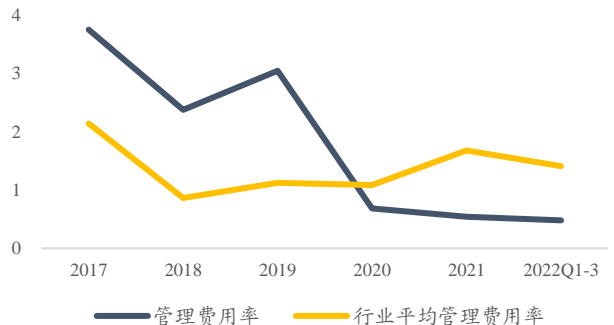
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2017-2022Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2022Q1-3 管理费用率水平（%）



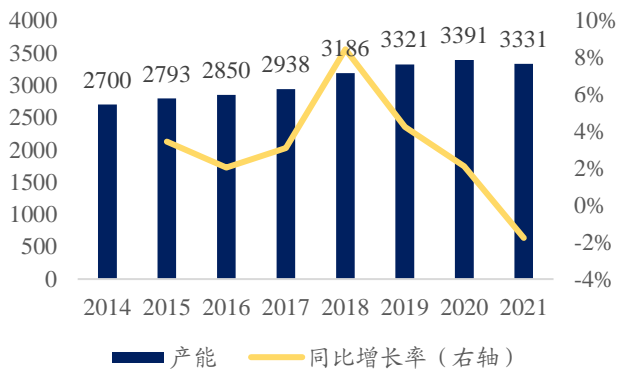
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

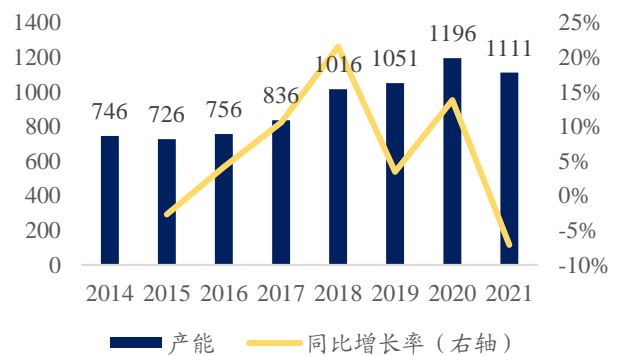
产能产量稳步上升，我国瓶级聚酯切片产能全球领先地位稳固。根据 CCF 统计数据，近年来全球瓶级聚酯切片产能保持持续增长趋势，由 2014 年的 2,700 万吨增长至 2021 年的 3,331 万吨，年复合增长率约为 3.05%。近几年国内瓶级聚酯切片的产能稳步上升，从 2014 年的 746 万吨，增长到 2020 年的 1,196 万吨，年复合增长率达到 8.18%。2021 年，我国瓶级聚酯切片产能为 1,111 万吨，较 2020 年降低 7.11%。近年来，我国瓶级聚酯切片行业在国家供给侧改革政策及行业自发性去产能的影响下，进入调整阶段，市场竞争力较弱的小规模企业被淘汰，行业龙头企业通过产能扩张逐步提高市场集中度。

图8：2014-2021 年全球瓶级聚酯切片产能变化情况（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2014-2021 年中国瓶级聚酯切片产能变化情况（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

瓶级聚酯切片行业市场需求上涨潜力较大。瓶级聚酯切片具有安全、可塑性强、高透明等优良特性，可以满足消费者对产品安全、个性化、消费体验等各方面的要求，因此逐渐成为众多食品、快消品企业的首选包装材料。总体来看，瓶级聚酯切片下游饮料行业中瓶装水、功能饮料等软饮料细分行业增长潜力较大，且除去饮料行业，瓶级聚酯切片在新兴领域也正呈现高速发展，后期片材市场上对瓶级聚酯切片需求量将加速增长。因此，瓶级聚酯切片整体未来市场需求上涨潜力较大。此外，为推动聚酯切片行业和 PTA 行业的全面发展，国务院及有关部门颁布了一系列的产业政策。各国政策变化同样利好中国瓶级聚酯切片出口，2018 年我国瓶级聚酯切片在欧盟取消征收反倾销税等利好因素影响下，出口大幅增长。

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

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>

