

固收点评 20230404

超达转债：领先的汽车内外饰模具供应商

2023年04月04日

关键词：#第二曲线 #产能扩张

事件

- **超达转债(123187.SZ)于2023年4月4日开始网上申购**：总发行规模为4.69亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于新能源汽车电池结构件智能化生产项目。
- **当前债底估值为64.7元，YTM为3.31%**。超达转债存续期为6年，联合资信评估股份有限公司资信评级为A/A，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.40%、0.60%、1.10%、1.50%、2.50%、3.00%，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11.26%（2023-04-03）计算，纯债价值为64.70元，纯债对应的YTM为3.31%，债底保护一般。
- **当前转换平价为107元，平价溢价率为-6.54%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即2023年10月11日至2029年04月03日。初始转股价33元/股，正股超达装备4月3日的收盘价为35.31元，对应的转换平价为107.00元，平价溢价率为-6.54%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为16.34%**。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33元计算，转债发行4.69亿元对总股本稀释率为16.34%，对流通盘的稀释率为39.68%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计超达转债上市首日价格在121.43~135.56元之间，我们预计中签率为0.0012%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到超达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121.43~135.56元之间。我们预计网上中签率为0.0012%，建议积极申购。
- **南通超达装备股份有限公司是国内领先的汽车内外饰模具供应商，是中国最大的汽车软饰件与发泡件模具供应商之一**。公司主营业务以模具为核心，以汽车检具、自动化工装设备及零部件为延伸，具备同步开发模具及其配套产品的能力。公司在汽车软饰件及发泡件模具领域的研发、设计、生产能力均处于行业第一方阵地位，具备较强的先进技术优势。
- **2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为0.61%**。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“W型”波动，2017-2021年复合增速为0.61%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021年复合增速为-12.47%。2021年，公司实现营业收入4.38亿元，同比减少3.09%；实现归母净利润0.48亿元，同比减少26.82%。
- **公司主要营收构成稳定，模具、汽车检具与自动化工装设备及零部件业务为主要营收来源**。公司在模具领域深耕细作，并延伸开发了汽车检具、自动化工装设备及零部件业务，“模、检、工”一体化配套服务能力不断增强。2019年起公司开始布局电池箱业务，业务增长态势良好，营收占比稳步提高。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率有所波动，管理费用率缓慢上行**。2017-2021年，公司销售净利率分别为19.19%、18.55%、16.34%、14.89%和11.27%，销售毛利率分别为41.65%、40.82%、39.47%、34.46%和32.99%。
- **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。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《能辉转债：光伏领军企业引领
新能源革命》

2023-04-03

《同业杠杆监管尚不值得担忧》

2023-04-02

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	9
4. 风险提示	10

图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
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 (%)	8
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	8
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:	公司研发费用及占比 (万元, %)	10
图 9:	中国动力电池产量及增长率 (兆瓦时, %)	10
表 1:	超达转债发行认购时间表	4
表 2:	超达转债基本条款	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:	相对价值法预测转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 超达转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-03-31	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-04-03	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-04-04	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	2023-04-06	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	2023-04-07	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	2023-04-10	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	2023-04-11	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: 超达转债基本条款

转债名称	超达转债	正股名称	超达装备
转债代码	123187.SZ	正股代码	301186.SZ
发行规模	4.69 亿元	正股行业	汽车-汽车零部件-其他汽车零部件
存续期	2023 年 04 月 04 日至 2029 年 04 月 03 日	主体评级/债项评级	A/A
转股价	33 元	转股期	2023 年 10 月 11 日至 2029 年 04 月 03 日
票面利率	0.40%,0.60%,1.10%,1.50%,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，公司将以本次可转债票面面值的 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
新能源电池结构件智能化生产项目	55,776.39	46,900.00
合计	55,776.39	46,900.00

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	64.70 元	转换平价 (以 2023/04/03 收盘价)	107.00 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	54.55%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-6.54%
纯债到期收益率 YTM	3.31%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 64.7 元, YTM 为 3.31%。超达转债存续期为 6 年, 联合资信评估股份有限公司资信评级为 A/A, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.40%、0.60%、1.10%、1.50%、2.50%、3.00%, 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 11.26% (2023-04-03) 计算, 纯债价值为 64.70 元, 纯债对应的 YTM 为 3.31%, 债底保护一般。

当前转换平价为 107 元, 平价溢价率为 -6.54%。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 10 月 11 日至 2029 年 04 月 03 日。初始转股价 33 元/股, 正股超达装备 4 月 3 日的收盘价为 35.31 元, 对应的转换平价为 107.00 元, 平价溢价率为 -6.54%。

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 16.34%。按初始转股价 33 元计算, 转债发行 4.69 亿元对总股本稀释率为 16.34%, 对流通盘的稀释率为 39.68%, 对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计超达转债上市首日价格在 121.43~135.56 元之间。按超达装备 2023 年 4 月 3 日收盘价测算, 当前转换平价为 107.00 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的宏丰转债 (转换平价 106.49 元, 评级 A, 发行规模 3.21 亿元)、微芯转债 (转换平价 104.97 元, 评级 A+, 发行规模 5.00 亿元)、华锐转债 (转换平价 116.41 元, 评级 A+, 发行规模 4.00 亿元), 4 月 3 日转股溢价率分别为 19.18%、30.57%、25.47%。

2) 参考近期上市的浙矿转债(上市日转换平价 93.77 元)、立高转债(上市日转换平价 102.95 元)、测绘转债(上市日转换平价 109.12 元), 上市当日转股溢价率分别为 67.75%、38.91%、43.87%。

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, 汽车行业的转股溢价率为 15.96%, 中债企业债到期收益为 11.26%, 2022 年三季报显示超达装备前十大股东持股比例为 78.11%, 2023 年 4 月 3 日中证转债成交额为 48,217,941,969 元, 取对数得 24.60。因此, 可以计算出超达转债上市首日转股溢价率为 16.62%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到超达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 121.43~135.56 元之间。

表5: 相对价值法预测转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		15.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	33.54	116.90	118.93	121.98	125.03	127.06
-3%	34.25	119.36	121.43	124.55	127.66	129.74
2023/04/03 收盘价	35.31	123.05	125.19	128.40	131.61	133.75
3%	36.37	126.74	128.95	132.25	135.56	137.76
5%	37.08	129.20	131.45	134.82	138.19	140.44

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 **73.43%**。超达装备的前十大股东合计持股比例为 78.11% (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 73.43%。

我们预计中签率为 **0.0012%**。超达转债发行总额为 4.69 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 73.43%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.25 亿元。超达转债仅设置网上发行, 近期发行的志特转债(评级 A+, 规模 6.14 亿元) 网上申购数约 1011.35 万户, 能辉转债(评级 A+, 规模 3.48 亿元) 1016.5 万户, 鹿山转债(评级 A+, 规模 5.24 亿元) 1053.04 万户。我们预计超达转债网上有效申购户数为 1026.96 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0012%。

3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

南通超达装备股份有限公司是国内领先的汽车内外饰模具供应商，主营业务为模具、汽车检具、自动化工装设备及零部件的研发、生产与销售，是中国最大的汽车软饰件与发泡件模具供应商之一。公司主营业务以模具为核心，以汽车检具、自动化工装设备及零部件为延伸，具备为汽车整车厂及汽车内外饰零部件供应商同步开发模具及其配套产品的能力，是国内为数不多的能够实施全流程制造及服务的内外饰模具公司，与众多国内外知名汽车内外饰一级供应商形成了长期稳定的合作关系。公司在汽车软饰件及发泡件模具领域的研发、设计、生产能力均处于行业第一方阵地位，具备较强的先进技术优势。2019年起，公司布局电池箱体业务，开始生产、销售新能源电池结构件，销量与收入快速提升，伴随产能利用率提升、生产效率提高，公司电池箱体业务毛利率逐步提升，于2021年转正，2022年前三季度已达到11.4%。

2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为0.61%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现缓慢而稳定的增长态势，同比增长率“W型”波动，2017-2021年复合增速为0.61%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021年复合增速为-12.47%。2021年，公司实现营业收入4.38亿元，同比减少3.09%；实现归母净利润0.48亿元，同比减少26.82%，主要系新冠疫情导致外销收入下降，以及公司下游汽车行业受到中美贸易战、汇率波动影响。

图1：2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）

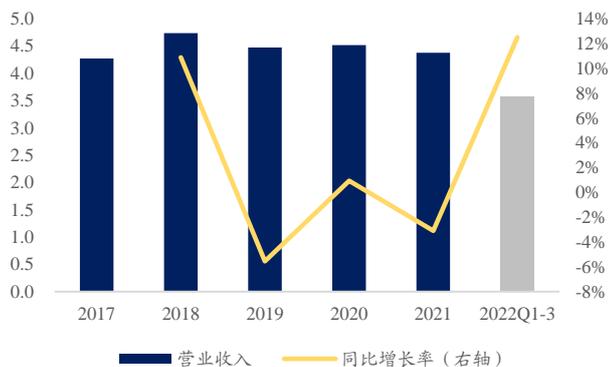


图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



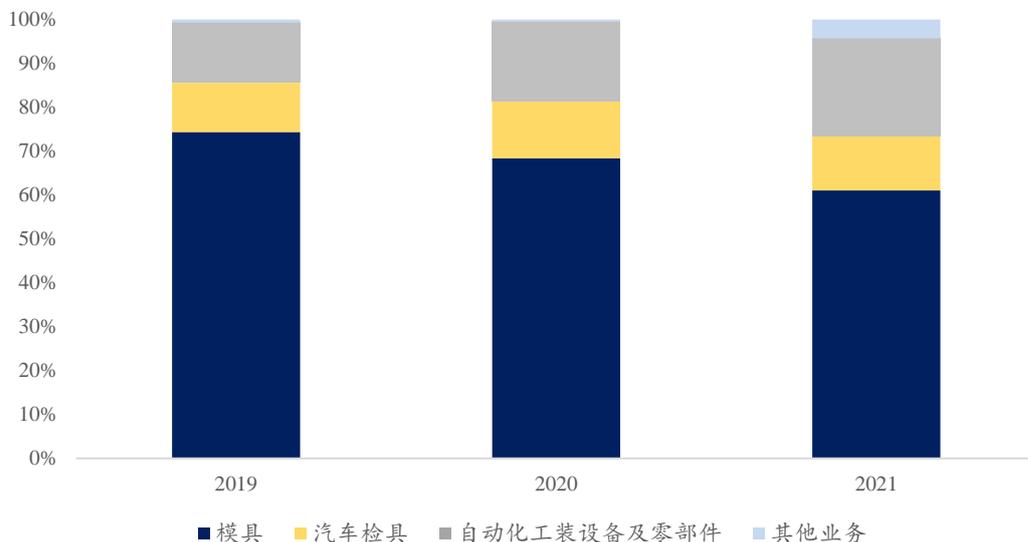
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司主要营收构成稳定，模具、汽车检具与自动化工装设备及零部件业务为主要营收来源。报告期2019/2020/2021/2022H1内，模具业务收入占主营业务收入的比重分别为74.37%、68.39%、61.05%和55.45%，汽车检具业务收入占主营业务收入的比重分别为11.19%、12.86%、12.28%和11.05%，自动化工装设备及零部件业务占主营业务收入的比重分别为13.74%、18.24%、22.36%和27.92%。多年以来，公司在模具领域深耕细作，并延伸开发了汽车检具、自动化工装设备及零部件业务，“模、检、工”一体化配

套服务能力不断增强。2019年起公司开始布局汽车零部件-电池箱业务，业务增长态势良好，营收占比稳步提高，此次可转债募集的资金也将用于新能源电池结构件智能化生产项目，预计未来将成为公司的第二大营收来源与“第二曲线”。

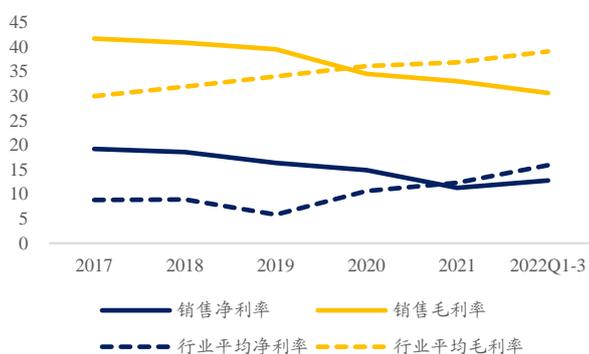
图3: 2019-2021年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

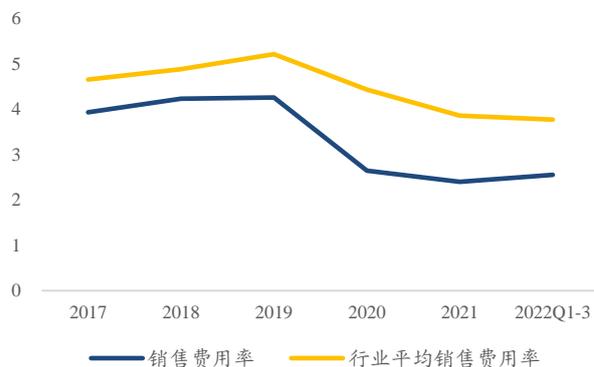
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率有所波动，管理费用率缓慢上行。2017-2021年，公司销售净利率分别为19.19%、18.55%、16.34%、14.89%和11.27%，销售毛利率分别为41.65%、40.82%、39.47%、34.46%和32.99%。2020年后，受疫情、国际货运大幅上涨及中美贸易战加征关税影响，公司境外销售毛利率降幅明显，拖累公司整体销售毛利率。2021年度，公司财务费用率上涨503.56%，主要系汇兑损失增加所致；2022年前三季度财务费用下降116.37%，主要系汇兑收益增加所致。

图4: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



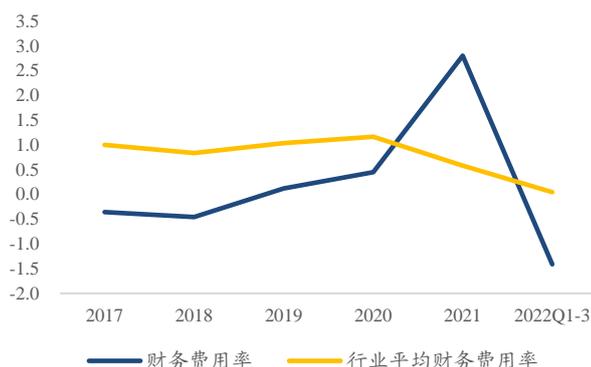
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



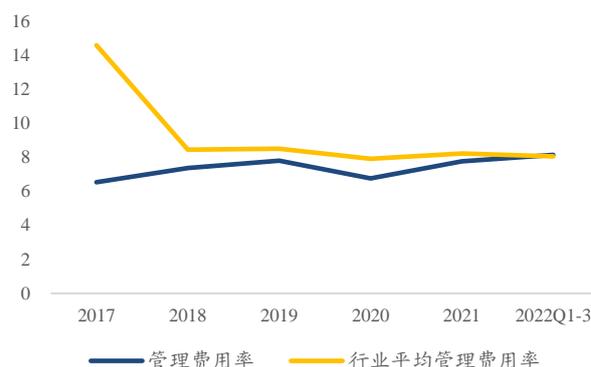
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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

公司是国内领先的汽车内外饰模具供应商, 各类汽车模具被誉为“汽车工业之母”, 具备较强的先进技术优势。公司重视研发投入、坚持技术创新, 截至 2021 年末已拥有各类专利共计 134 项, 发明专利数在同行业可比公司中位列前茅, 也是 EPS (可发性聚苯乙烯)、EPP (发泡聚丙烯) 发泡模具行业标准《EPS、EPP 发泡模技术条件》(JB/T11662-2013) 的制定者。汽车内外饰中的各类软饰件与发泡件具有成型难度大、制造工艺复杂的特点, 其模具的制造属于汽车模具中较为专业的细分领域。经过多年的技术开发和实践积累, 公司掌握了汽车内外饰模具中的各类软饰件热压成型模具和 PU、EPP 发泡模具研发、设计、制造的核心技术, 形成针对此类产品的“设计规范”数据库, 建立了较为完备的工艺技术标准化体系, 实现了模具制造的工序、工艺标准以及工艺参数的标准化, 缩短了模具设计和生产周期, 提升了模具设计效率和设计精度, 降低了模具制造成本, 也降低了生产制造环节的产品不良率, 保证产品质量和使用寿命, 是公司的核心竞争力之一。

新能源汽车市场持续升温, 公司布局的电池箱业务有望成为未来第二增长曲线。根据乘联会数据, 2022 年度新能源乘用车国内零售 567.4 万辆, 同比增长 90%, 预测 2023 年新能源渗透率将达 36%, 带动汽车动力电池产量屡创新高。电池箱体是新能源汽车电池系统的骨架和电池系统安全性的重要保障, 因此伴随纯电动汽车持续放量, 电池箱市场空间快速扩容, 目前仍具有较广阔的发展空间。公司于 2019 年开始生产新能源电池结构件, 已于多家客户达成合作, 当前电池箱体业务产能约 5 万台/年, 生产量与收入规模近年稳步提升, 毛利率也实现转正并上涨。本次募集的资金将用于该业务的产能扩建, 项目建成后将拥有 20 万台/年的产能, 进一步发挥公司生产经营活动中的规模效应, 平

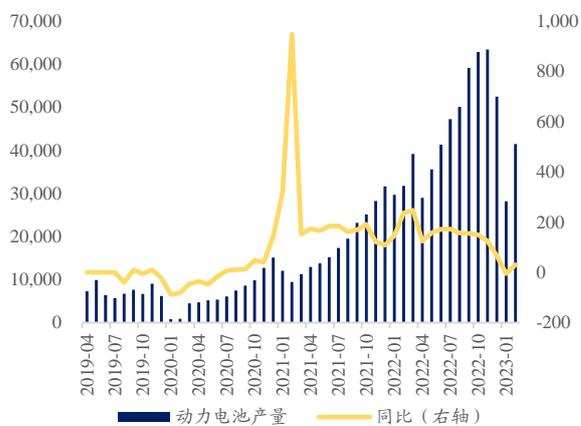
摊生产过程中的费用，在原材料和能耗采购过程中增加话语权，提升竞争实力，巩固与下游企业的合作关系。

图8: 公司研发费用及占比 (万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 中国动力电池产量及增长率 (兆瓦时, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>

