

固收点评 20230811

宇瞳转债：全球安防镜头龙头

关键词：#行业整合 #新需求、新政策

2023年08月11日

事件

- **宇瞳转债(123219.SZ)于2023年8月11日开始网上申购**：总发行规模为6.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于精密光学镜头生产建设项目和补充流动资金。
- **当前债底估值为72.60元，YTM为2.97%**。宇瞳转债存续期为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：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的113.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.73%（2023-08-09）计算，纯债价值为72.60元，纯债对应的YTM为2.97%，债底保护一般。
- **当前转换平价为100.26元，平价溢价率为-0.26%**。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2024年02月19日至2029年08月10日。初始转股价15.29元/股，正股宇瞳光学8月9日的收盘价为15.33元，对应的转换平价为100.26元，平价溢价率为-0.26%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为10.39%**。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15.29元计算，转债发行6.00亿元对总股本稀释率为10.39%，对流通盘的稀释率为13.68%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计宇瞳转债上市首日价格在113.79~127.02元之间，我们预计中签率为0.0023%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到宇瞳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113.79~127.02元之间。我们预计网上中签率为0.0023%，建议积极申购。
- **宇瞳光学是中国专业的光学镜头制造商**。是一家以技术和规模为核心能力的光学制造企业。专注于光学精密镜片、光学镜头等相关产品的研发、生产、营销和服务，为全球客户提供性能卓越的镜头和光学技术。
- **2018年以来公司营收先升后降，2018-2022年复合增速为16.63%**。自2018年以来，公司营业收入总体呈现先升后降态势，同比增长率有所波动，2018-2022年复合增速为16.63%。2022年，公司实现营业收入18.46亿元，同比减少10.46%。与此同时，归母净利润也先升后降，2018-2022年复合增速为10.11%。2022年实现归母净利润1.44亿元，同比减少40.59%。
- **公司营业收入主要包括光学镜头的销售收入，2020-2022年，公司主营业务收入占营收比重均在95%以上，主营业务突出**。
- **公司销售净利率和毛利率有所波动，销售费用率维稳，财务费用率先降后升，管理费用率有所上升**。2018-2022年，公司销售净利率分别为9.83%、8.40%、8.61%、11.77%和8.16%，销售毛利率分别为22.51%、22.16%、21.75%、26.47%和24.58%。
- **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

《如何识别城农商行二级资本债的风险高低？》

2023-08-10

《宏昌转债：技术创新引领智能制造》

2023-08-10

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	11

图表目录

图 1:	2018-2023Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2018-2023Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2020-2022 年营业收入构成	8
图 4:	2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023Q1 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2022 年全球安防镜头出货量市场份额 (%)	10
图 9:	中国工业机器人视觉市场规模 (亿元)	10
表 1:	宇瞳转债发行认购时间表	4
表 2:	宇瞳转债基本条款	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:	相对价值法预测宇瞳转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 宇瞳转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-08-09	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-08-10	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-08-11	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	2023-08-14	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	2023-08-15	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	2023-08-16	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	2023-08-17	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: 宇瞳转债基本条款

转债名称	宇瞳转债	正股名称	宇瞳光学
转债代码	123219.SZ	正股代码	300790.SZ
发行规模	6.00 亿元	正股行业	计算机-计算机设备-安防设备
存续期	2023 年 08 月 11 日至 2029 年 08 月 10 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	15.29 元	转股期	2024 年 02 月 19 日至 2029 年 08 月 10 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,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 113%（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
精密光学镜头生产建设项目	63,808.17	43,000.00
补充流动资金	17,000.00	17,000.00
合计	80,808.17	60,000.00

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	72.60 元	转换平价 (以 2023/08/09 收盘价)	100.26 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	37.75%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-0.26%
纯债到期收益率 YTM	2.97%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 72.60 元, YTM 为 2.97%。宇瞳转债存续期为 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: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.50%、3.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 113.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.73% (2023-08-09) 计算, 纯债价值为 72.60 元, 纯债对应的 YTM 为 2.97%, 债底保护一般。

当前转换平价为 100.26 元, 平价溢价率为 -0.26%。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 2024 年 02 月 19 日至 2029 年 08 月 10 日。初始转股价 15.29 元/股, 正股宇瞳光学 8 月 9 日的收盘价为 15.33 元, 对应的转换平价为 100.26 元, 平价溢价率为 -0.26%。

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 10.39%。按初始转股价 15.29 元计算, 转债发行 6.00 亿元对总股本稀释率为 10.39%, 对流通盘的稀释率为 13.68%, 对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计宇瞳转债上市首日价格在 113.79~127.02 元之间。按宇瞳光学 2023 年 8 月 9 日收盘价测算, 当前转换平价为 100.26 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的新星转债 (转换平价 106.59 元, 评级 A+, 发行规模 5.95 亿元)、奥飞转债 (转换平价 97.23 元, 评级 A+, 发行规模 6.35 亿元)、优彩转债 (转换平价 105.44 元, 评级 A+, 发行规模 6.00 亿元), 8 月 9 日转股溢价率分别为 18.36%、36.63%、16.59%。

2) 参考近期上市的冠中转债 (上市日转换平价 89.67 元)、开能转债 (上市日转换

平价 100.35 元)、大叶转债(上市日转换平价 86.76 元),上市当日转股溢价率分别为 75.41%、56.75%、81.31%。

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,计算机行业的转股溢价率为 21.91%,中债企业债到期收益为 8.73%,2023 年一季报显示宇瞳光学前十大股东持股比例为 40.56%,2023 年 8 月 9 日中证转债成交额为 48,590,460,210 元,取对数得 24.61。因此,可以计算出宇瞳转债上市首日转股溢价率为 16.84%。

综合可比标的以及实证结果,考虑到宇瞳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 113.79~127.02 元之间。

表5: 相对价值法预测宇瞳转债上市价格(单位:元)

转股溢价率/正股价		15.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	14.56	109.54	111.44	114.30	117.16	119.06
-3%	14.87	111.84	113.79	116.70	119.62	121.57
2023/08/09 收盘价	15.33	115.30	117.31	120.31	123.32	125.33
3%	15.79	118.76	120.83	123.92	127.02	129.09
5%	16.10	121.07	123.17	126.33	129.49	131.59

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 62.17%。宇瞳光学的前十大股东合计持股比例为 40.56% (2023/03/31), 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 62.17%。

我们预计中签率为 0.0023%。宇瞳转债发行总额为 6.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 62.17%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.27 亿元。宇瞳转债仅设置网上发行, 近期发行的富仕转债(评级 AA-, 规模 5.70 亿元)网上申购数约 996.68 万户, 双良转债(评级 AA, 规模 26.00 亿元) 995.77 万户, 科顺转债(评级 AA, 规模 21.98 亿元) 993.57 万户。我们预计宇瞳转债网上有效申购户数为 995.34 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0023%。

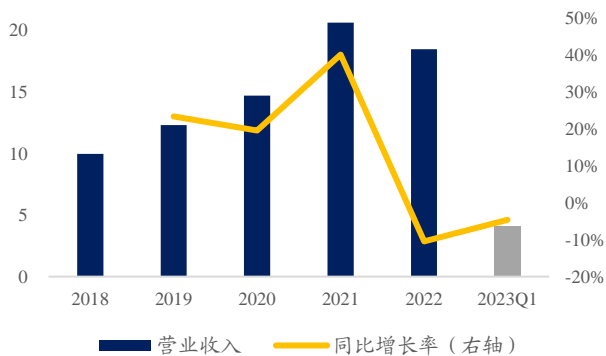
3. 正股基本面分析

宇瞳光学是中国专业的光学镜头制造商，是一家以技术和规模为核心能力的光学制造企业。专注于光学精密镜片、光学镜头等相关产品的研发、生产、营销和服务，为全球客户提供性能卓越的镜头和光学技术支持。产品主要应用于安防视频监控设备、智能家居、机器视觉、车载等高精密光学系统。宇瞳光学成立于 2011 年 9 月，总部设立在东莞市长安镇，在江西上饶拥有全资子公司，并建立宇瞳光学园（在建），占地 220 余亩。公司历来注重产品质量和技术积累，获得多个广东省高新产品证书；并获得中国智慧城市建设推荐品牌、安防行业创新奖、中国安防十大新锐产品奖、中国安防百强企业、东莞市专利优势企业、广东省智能制造行业（机器视觉镜头）工程技术研究中心等多项荣誉。

3.1. 财务数据分析

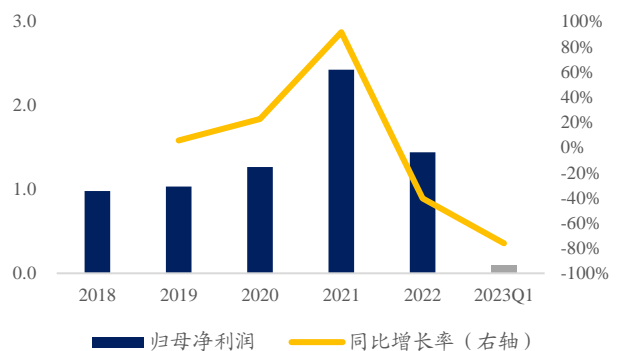
2018 年以来公司营收先升后降，2018-2022 年复合增速为 16.63%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现先升后降态势，同比增长率有所波动，2018-2022 年复合增速为 16.63%。2022 年，公司实现营业收入 18.46 亿元，同比减少 10.46%。与此同时，归母净利润也先升后降，2018-2022 年复合增速为 10.11%。2022 年实现归母净利润 1.44 亿元，同比减少 40.59%。公司 2022 年营收下降，主要系安防镜头销售额下降所致，受经济下行影响，国内公共安防采购需求下降，导致营收下降。同时，公司 2021 年营业收入增幅高于同行业公司，导致公司 2022 年营业收入降幅较大。公司 2022 年净利润较 2021 年下降 40.59%，主要系营收下降、股份支付费用确认金额较大所致。2022 年，股权激励合计确认股份支付费用 5604 万元，降低了 2022 年净利润水平。

图1：2018-2023Q1 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

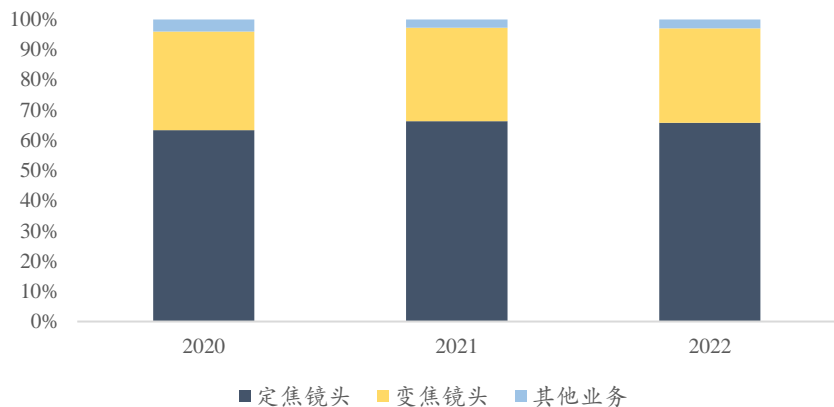
图2：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司营业收入主要包括光学镜头的销售收入，2020-2022年，公司主营业务收入占营收比重均在95%以上，主营业务突出。其他业务收入主要为玻璃镜片完品、辅耗材的销售收入及租金收入，占营收比例较低。2020-2022年，公司定焦镜头占主营业务收入的比例分别为66.05%、68.20%和67.80%，是公司收入增长的主要来源。定焦镜头仍是目前安防监控市场需求的主流，本身受到市场青睐，同时定焦镜头易于实现自动化生产，形成规模效应，公司通常会优先研发和生产需求较大的定焦镜头来占领市场。2020-2022年，公司变焦镜头占主营业务收入的比例分别为33.95%、31.80%和32.20%，占比较为稳定。变焦镜头结构更为复杂，为同类产品的中高端系列，随着安防监控市场的进一步发展，中高端镜头产品的需求量也在较快增长。

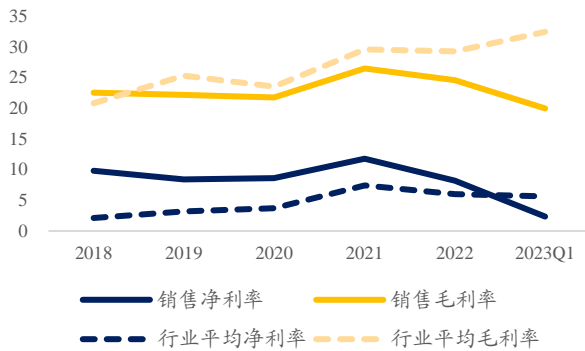
图3：2020-2022年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

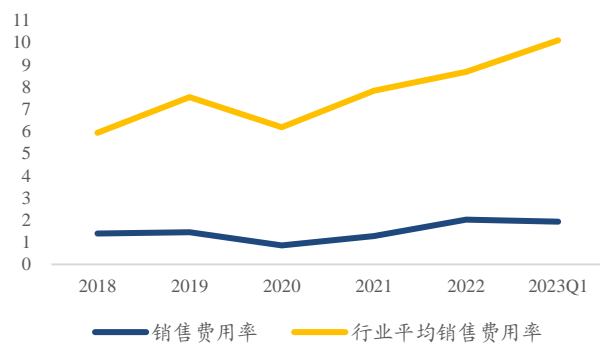
公司销售净利率和毛利率有所波动，销售费用率维稳，财务费用率先降后升，管理费用率有所上升。2018-2022年，公司销售净利率分别为9.83%、8.40%、8.61%、11.77%和8.16%，销售毛利率分别为22.51%、22.16%、21.75%、26.47%和24.58%。公司销售净利率高于行业均值，销售毛利率低于行业均值。2021年财务费用较2020年减少，主要系公司2021年通过向特定对象非公开发行股票收到的募集资金增强了流动性，故一定程度减少了银行借款，从而利息支出有所减少；2022年财务费用较2021年增加，主要系公司银行借款等融资增加，导致利息支出增加。2021年管理费用较2020年增加，主要系公司新厂区陆续建设完成投入使用，相关折旧费用增加所致；2022年管理费用较2021年增加，主要系机器设备、房屋建筑物等新增固定资产形成的折旧所致。

图4：2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



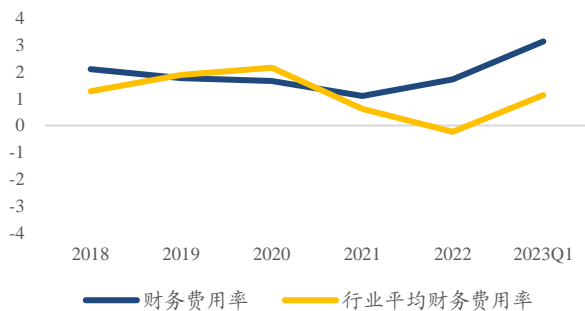
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023Q1 销售费用率水平（%）



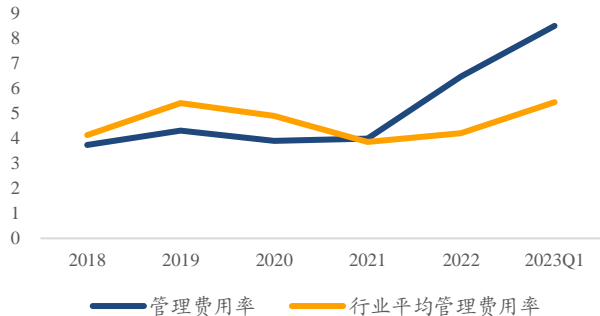
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023Q1 管理费用率水平（%）



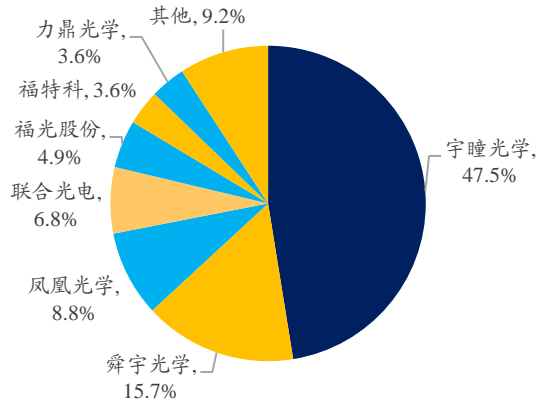
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

全球安防镜头市场稳定增长，宇瞳光学市占率最高。对于加速转型的亚洲、中东及中南美洲地区等新兴经济体而言，人口膨胀、社会流动性增大等诸多因素致使社会治安防范复杂度不断提高，预计未来安防视频监控市场将保持高速增长。此外，视频监控的下游应用主要是**平安城市、智能交通、智能楼宇**，这些领域都处于**快速发展期**，加之政策支持，因此未来视频监控市场将大力扩张。监控摄像机镜头市场，2022 年前三位供应商占全球出货量 72% 的市场份额，分别为宇瞳光学（47.5%）、舜宇光学（15.7%）、凤凰光学（8.8%）。宇瞳光学作为行业龙头，对于产品的持续研发升级，将进一步挤压小厂商生存空间，并引导中国厂商参与中高端镜头的竞争，将使得安防监控行业呈现高度集中化。

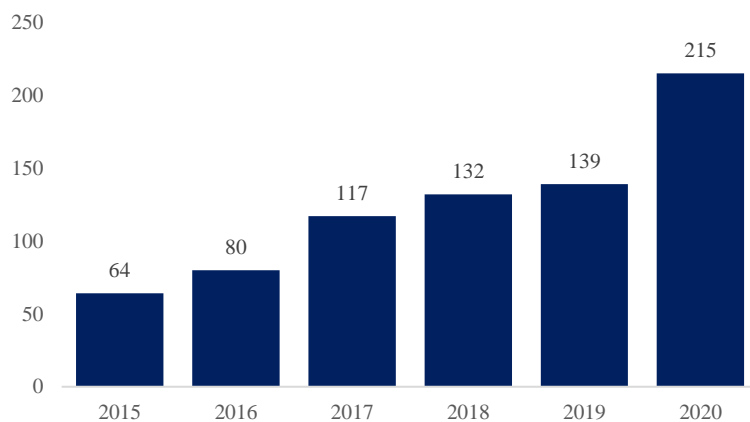
图8: 2022 年全球安防镜头出货量市场份额 (%)



数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

机器视觉应用领域广泛, 光学镜头是其重要组件。制造业是目前机器视觉应用中比重最大的领域之一。由于制造业竞争加剧, 成本压力迫使企业重视生产效率并促进了机器视觉技术的应用。为了提高生产效率, 降低人力成本、减少生产过程中的错误, 工业生产中某些人工环节逐渐被机器替代。原本以人为主导的生产模式, 逐渐向以工业机器人为主导的生产模式转变。工业大国提出机器人产业政策, 如德国“工业 4.0”、日本机器人新战略、美国先进制造伙伴计划、中国“十四五规划”等国家级政策, 皆纳入机器人产业发展重要内涵, 促使工业机器人市场持续增长, 从而带动机器视觉市场发展。从市场规模来看, 中国机器视觉行业目前处于工业机器人的发展拐点, 未来发展空间大。2020 年, 中国工业机器视觉市场规模增长迅速, 达到 215 亿元, 同比增长 54.9%。当前, 公司的优势产品为安防监控镜头, 在保持该优势产品市场地位的同时, 公司将致力于发展机器视觉镜头, 这项战略性产业布局, 使得公司能够适应未来市场的变化, 并逐步完成对产品的转型升级。

图9: 中国工业机器视觉市场规模 (亿元)



数据来源: 募集说明书, 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>