

固收点评 20230811

新 23 转债：汽车饰件领域龙头企业

关键词：#新产品、新技术、新客户

2023 年 08 月 11 日

事件

- **新 23 转债 (113675.SH) 于 2023 年 8 月 11 日开始网上申购**：总发行规模为 11.60 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于“上海智能制造基地升级扩建项目（一期）”、“汽车饰件智能制造合肥基地建设项目”及补充流动资金。
- **当前债底估值为 83.96 元，YTM 为 3.18%**。新 23 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%、2.00%、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 AA-中债企业债到期收益率 6.29%（2023-08-10）计算，纯债价值为 83.96 元，纯债对应的 YTM 为 3.18%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 102.6 元，平价溢价率为-2.56%**。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 2024 年 02 月 19 日至 2029 年 08 月 10 日。初始转股价 51.35 元/股，正股新泉股份 8 月 10 日的收盘价为 52.70 元，对应的转换平价为 102.63 元，平价溢价率为-2.56%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.43%**。下修条款为“15/30，80%”，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 51.35 元计算，转债发行 11.60 亿元对总股本稀释率为 4.43%，对流通盘的稀释率为 4.43%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计新 23 转债上市首日价格在 126.43~140.59 元之间，我们预计中签率为 0.0040%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到新 23 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 30%左右，对应的上市价格在 126.43~140.59 元之间。我们预计网上中签率为 0.0040%，建议积极申购。
- **新泉汽车饰件股份有限公司专业从事汽车内、外饰件系统零部件及模具的设计、制造及销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务**。公司是全国百家优秀汽车零部件供应商之一，是众多汽车品牌的一级配套商。
- **2018 年以来公司营收整体呈现上升趋势，2018-2022 年复合增速为 19.51%**。2022 年，公司实现营业收入 69.47 亿元，同比增加 50.60%。归母净利润也不断浮动，**2018-2022 年复合增速为 13.65%**。2022 年实现归母净利润 4.71 亿元，同比增加 65.69%。
- **公司的主要营收结构并未出现大幅调整，公司核心业务仍为汽车内、外饰件系统零部件及其模具的设计、制造及销售为主业，属于汽车零部件行业**。2022 年，仪表板总成、门板总成、保险杠总成和落水槽产品分别占报告期公司主营业务收入的 72.90%、20.39%、0.69%、0.11%，同比去年分别增长 59.78%、83.39%、20.40%和 6.80%。
- **2022 年公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率和财务费用率由于营业收入大幅增加而呈现一定的下降趋势，管理费用率依然保持稳定水平**。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 8.28%、5.94%、6.98%、6.20%和 6.81%，销售毛利率分别为 22.45%、21.22%、23.00%、21.32%和 19.73%。
- **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

《宇瞳转债：全球安防镜头龙头》

2023-08-11

《如何识别城农商行二级资本债的风险高低？》

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.....	10
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)	8
图 2:	2018-2023Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
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:	2018 年以来研发费用及同比增长情况 (单位: 万元)	10
图 9:	2022 年全国汽车、新能源汽车产销及同比增长情况 (单位: 万辆)	11
表 1:	新 23 转债发行认购时间表	4
表 2:	新 23 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:	相对价值法预测东宝转债上市价格 (单位: 元)	6

1.转债基本信息

表1: 新 23 转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-08-09	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-08-10	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2023-08-11	发行首日; 刊登《发行提示性公告》; 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);
T+1	2023-08-14	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	2023-08-15	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2023-08-16	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	《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: 新 23 转债基本条款

转债名称	新 23 转债	正股名称	新泉股份
转债代码	113675.SH	正股代码	603179.SH
发行规模	11.60 亿元	正股行业	汽车-汽车零部件-汽车电子电气系统
存续期	2023 年 08 月 11 日至 2029 年 08 月 10 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	51.35 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%,2.00%,3.00%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 80%		
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
上海智能制造基地升级扩建项目 (一期)	67,874.14	50,815.60
汽车饰件智能制造合肥基地建设项目	36,162.72	30,384.40
补充流动资金	34,800.00	34,800.00
合计	138,836.86	116,000.00

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	83.96 元	转换平价 (以 2023/08/10 收盘价)	102.63 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	19.10%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-2.56%
纯债到期收益率 YTM	3.18%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 83.96 元, YTM 为 3.18%。新 23 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%、2.00%、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 AA-中债企业债到期收益率 6.29% (2023-08-10) 计算,纯债价值为 83.96 元, 纯债对应的 YTM 为 3.18%, 债底保护一般。

当前转换平价为 102.6 元, 平价溢价率为-2.56%。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 51.35 元/股, 正股新泉股份 8 月 10 日的收盘价为 52.70 元, 对应的转换平价为 102.63 元, 平价溢价率为-2.56%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 80%”, 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 4.43%。按初始转股价 51.35 元计算, 转债发行 11.60 亿元对总股本稀释率为 4.43%, 对流通盘的稀释率为 4.43%, 对股本摊薄压力较小。

2.投资申购建议

我们预计新 23 转债上市首日价格在 126.43~140.59 元之间。按新泉股份 2023 年 8 月 10 日收盘价测算, 当前转换平价为 102.63 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的苏利转债 (平价 78.55 元, 评级 AA-, 存续规模

9.57 亿元)、中环转 2 (平价 94.47 元, 评级 AA-, 存续规模 8.64 亿元)、九强转债 (平价 108.55 元, 评级 AA-, 存续规模 11.21 亿元), 截至 2023/08/10, 转股溢价率分别为 43.36%、25.61%、21.82%。

2) 参考近期上市的孩王转债 (上市首日转换价值 93.47 元)、金宏转债 (上市首日转换价值 91.01 元)、岱美转债 (上市首日转换价值 118.32 元), 三只转债上市首日转股溢价率分别为 33.74%、40.93%、32.94%。

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, 汽车行业的转股溢价率为 22.04%, 中债企业债到期收益率为 6.29%, 2023 年一季报显示新泉股份前十大股东持股比例为 51.91%, 2023 年 8 月 10 日中证转债成交额为 37,446,282,618 元, 取对数得 24.35。因此, 可以计算出新 23 转债上市首日转股溢价率为 19.41%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到新 23 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 30%左右, 对应的上市价格在 126.43~140.59 元之间。

表5: 相对价值法预测东宝转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		25.00%	27.00%	30.00%	33.00%	35.00%
-5%	50.07	121.87	123.82	126.75	129.67	131.62
-3%	51.12	124.44	126.43	129.42	132.40	134.39
2023/08/10 收盘价	52.70	128.29	130.34	133.42	136.50	138.55
3%	54.28	132.13	134.25	137.42	140.59	142.71
5%	55.34	134.70	136.86	140.09	143.32	145.48

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 **65.57%**。新泉股份的前十大股东合计持股比例为 51.91% (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 65.57%。

我们预计中签率为 **0.0040%**。新 23 转债发行总额为 11.60 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 65.57%, 剩余网上投资者可申购金额为 3.99 亿元。新 23 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。我们预计新 23 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 0.0040%。

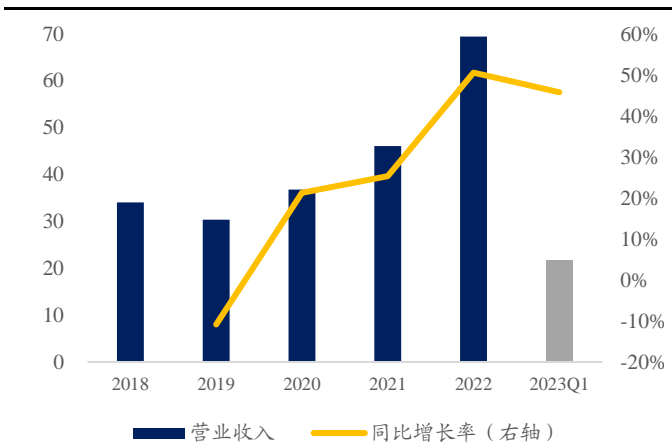
3.正股基本面分析

3.1 财务数据分析

公司专业从事汽车内、外饰件系统零部件及模具的设计、制造及销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。公司是全国百家优秀汽车零部件供应商之一，是众多汽车品牌的一级配套商，与合资广菲克、上海大众、一汽大众，自主上海汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、宝沃汽车及北汽等乘用车配套；和一汽解放、东风、福田戴姆勒、中国重汽、陕重汽等大中型商用车汽车企业也建立了长期稳定的合作关系。公司恪守“追求卓越、超越期望”的质量方针，竭力为客户提供优质的产品和服务。2002 年通过 QS9000 认证，2005 通过 TSI6949 认证，2010 年通过国家环境体系 ISO14000 认证，2009 年新泉实验室通过国家 CNAS 认证。

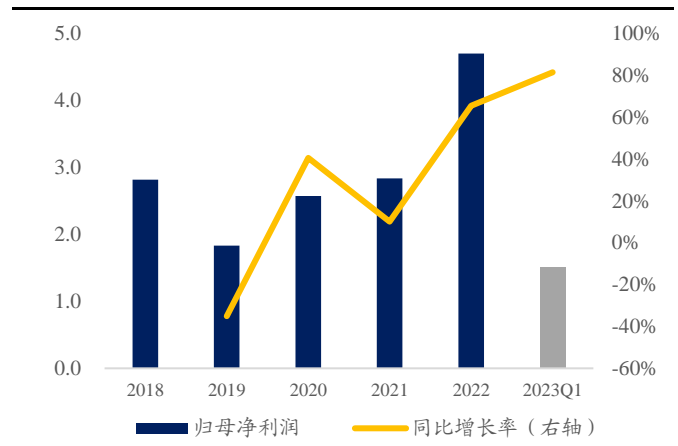
2018 年以来公司营收总体呈现上行趋势，2018-2022 年复合增速为 19.51%。同比增长率也呈现上升势态。这主要是由于新能源汽车产销持续呈现高速增长，行业转型升级的成效进一步巩固；乘用车产销高于前期，汽车消费韧性加政策支持力保稳增长；中国品牌乘用车市场占有率大幅提高，综合实力持续提升；汽车出口保持较快增长，国际市场竞争力进一步显现。公司作为汽车零部件企业，受益于公司客户订单持续放量，使得公司近年来的销售规模呈现较大幅度的增长。2022 年，公司实现营业收入 69.47 亿元，同比增加 50.60%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022 年复合增速为 13.65%。2019 年归母净利润出现明显下降趋势主要原因受汽车行业市场需求下降及公司主要客户销量的影响。2022 年归母净利润强势上升，主要受益于公司乘用车客户订单持续放量，使得公司 2022 年仪表盘总成、门板总成、保险杠总成和落水槽有不同程度的增长，带动收入端大幅增加。2022 年实现归母净利润 4.71 亿元，同比增加 65.69%。

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

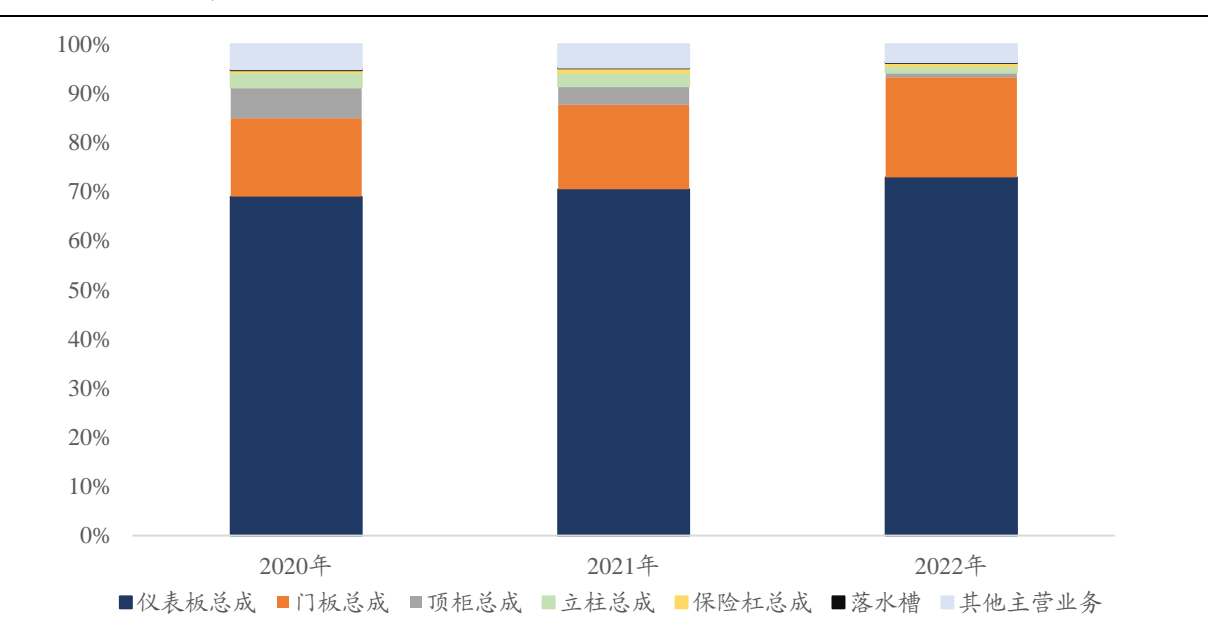
图2: 2018-2023Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司的主要营收构并未出现大幅调整, 公司核心业务仍为汽车内、外饰件系统零部件及其模具的设计、制造及销售为主业, 属于汽车零部件行业。2022年, 仪表盘总成、门板总成、保险杠总成和落水槽产品分别占报告期公司主营业务收入的 72.90%、20.39%、0.69%、0.11%, 同比去年分别增长 59.78%、83.39%、20.40%和 6.80%, 主要原因为受益于公司乘用车客户订单持续放量, 使得公司 2022 年仪表盘总成、门板总成、保险杠总成和落水槽有不同程度的增长; 顶柜总成和立柱总成分别占报告期公司主营业务收入的 0.86%、1.36%, 同比去年分别下降 64.88%、23.21%, 主要原因为 2022 年商用车景气度较低以及上述产品定点量产车型较少所致。

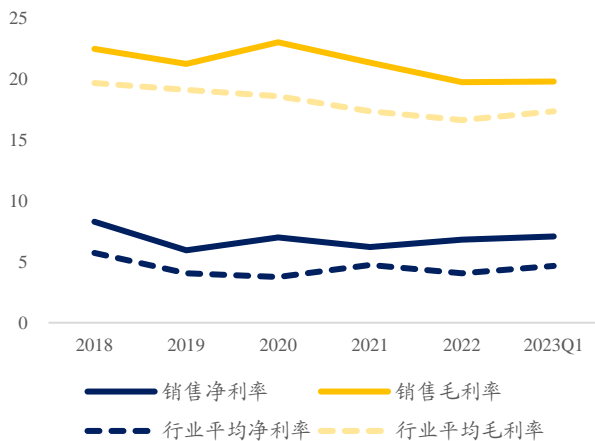
图3: 2020-2022 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

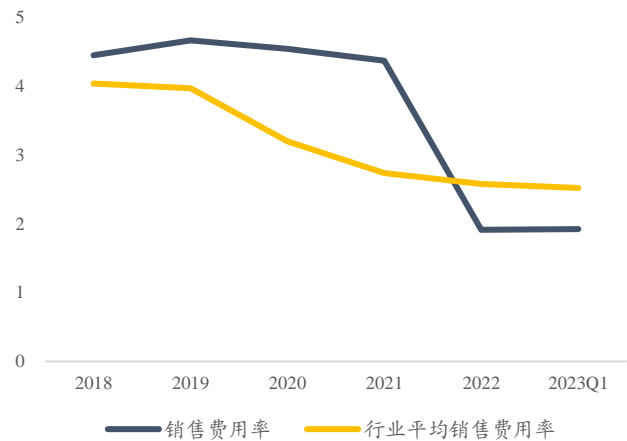
公司销售净利率和毛利率维持稳定，均高于行业平均水平。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 8.28%、5.94%、6.98%、6.20%和 6.81%，销售毛利率分别为 22.45%、21.22%、23.00%、21.32%和 19.73%。销售费用率和财务费用率在 2022 年大幅下降主要原因系 2022 年营业收入的大幅上升所致。管理费用率相对而言处于较稳定阶段，主要受 2022 年当期业务量影响。

图4: 2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)



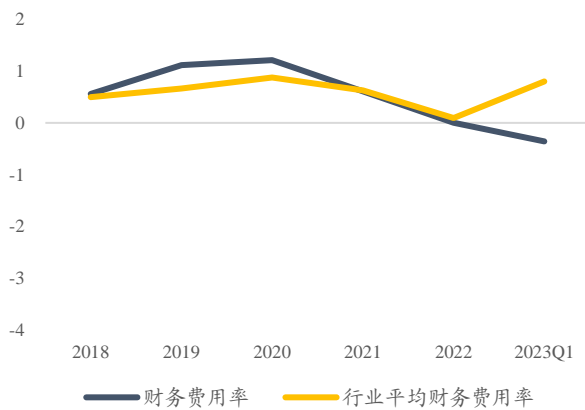
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)



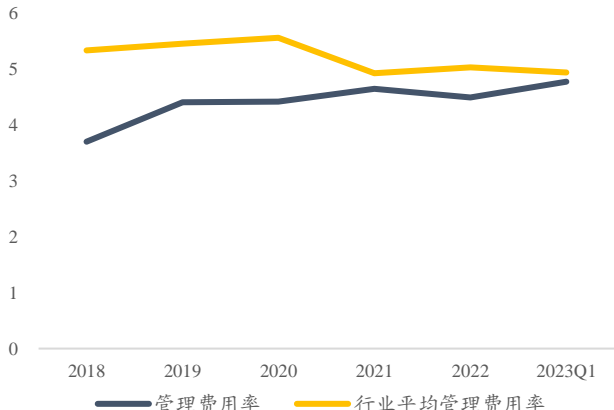
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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 (%)



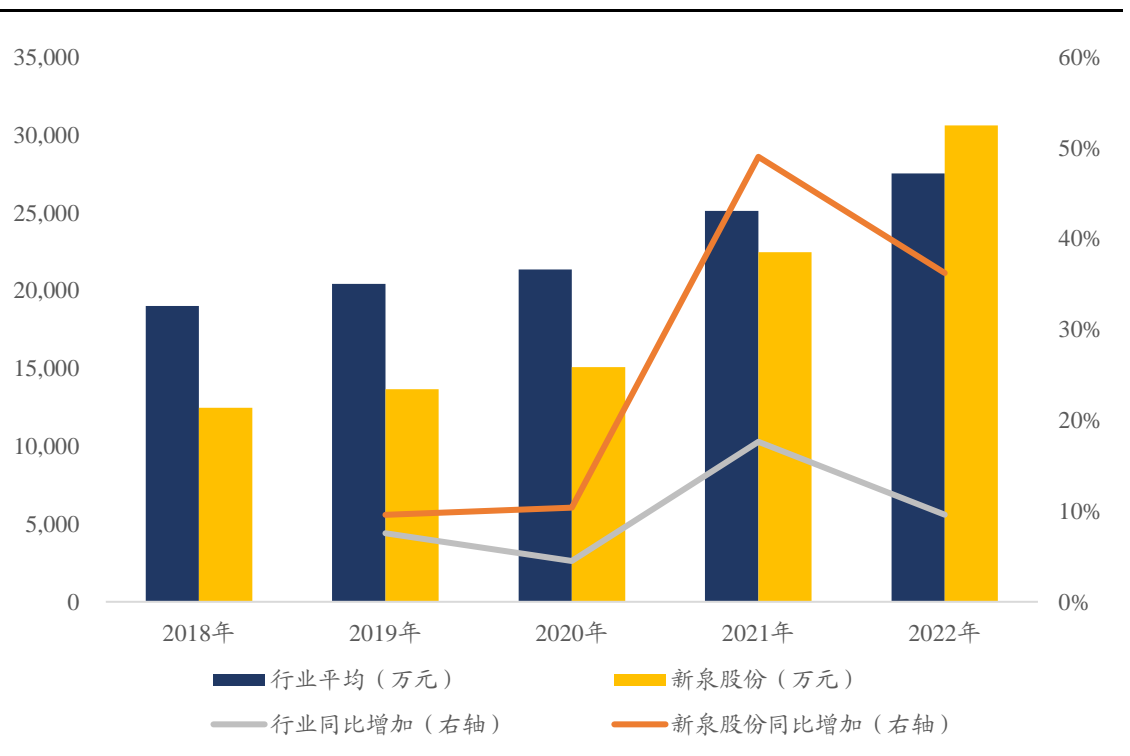
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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

以技术创新为引擎，同步开发、模具自主创制和检测试验实力提升竞争优势。新泉汽车饰件股份有限公司自创立以来不断发展壮大，研发费用自 2018 年以来逐年上升，截止 2022 年已然超过行业平均投入水平，并且自 2019 年以来研发费用增长率均领先于行业增长率。截至 2022 年末共获得 139 项专利，其中包括 6 项发明专利、132 项实用新型专利和 1 项外观设计专利。在同步研发、模具开发和检测试验领域，公司构筑了卓越的技术优势，成为汽车饰件整体解决方案领域的佼佼者。1) 同步开发方面，以客户需求为导向，紧密融入汽车开发全过程，具备从设计到验证的全流程能力，从而高效减少委外研发沟通时间和成本。2) 模具自主开发能力方面，公司在模具管控的基础上，还拥有多色、低压、高光、薄壁和气辅等汽车饰件注塑模具的自主开发能力。结合了产品工艺分析，提升产品开发效率，加强客户合作。3) 在检测试验领域，公司持续关注产品质量，确保原材料和产成品满足汽车制造商的严格标准。并且建立了实验中心，覆盖感官质量、被动安全、环境模拟和材料分析等多个方面，为产品质量提供可靠保障。

图8：2018 年以来研发费用及同比增长情况（单位：万元）



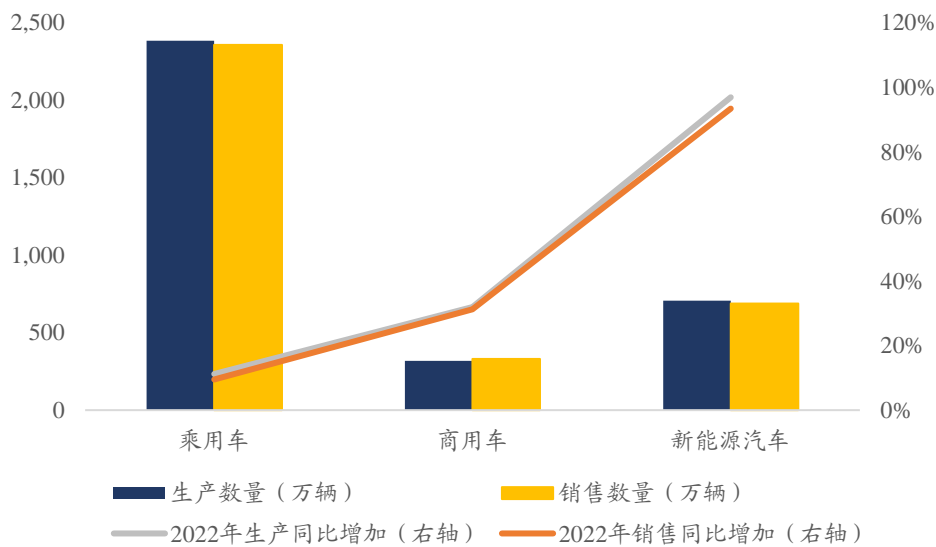
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

战略整合与市场拓展，进一步加强市场占有率。我国汽车工业在国民经济和社会发展中扮演着重要角色，作为支柱产业之一，其发展直接影响着汽车饰件市场需求。汽车工业的广泛产业链、高关联度、就业机会和消费拉动效应，使其与整体经济状况密切相关。城市化进程、消费升级、新能源汽车崛起等因素，预示我国汽车行业将迎来稳定增长期，为汽车饰件行业提供长期发展基础。

新泉汽车饰件股份有限公司作为同时为商用车和乘用车配套的汽车饰件整体解决方案提供商，其生产和销售规模受整个汽车行业发展速度的影响较大。并且随着世界主要国家政府承诺实现“碳中和”目标，全球新能源汽车产业受益于该趋势，保持了高速增长。公司近年来始终紧跟新能源汽车的发展步伐，积极开拓新能源汽车市场，2022年，公司实现配套了更多的新能源汽车项目，诸如吉利汽车、广汽新能源、比亚迪、蔚来汽车、理想汽车、国际知名品牌电动车企业等品牌下的部分新能源汽车车型项目的配套。

2022年，乘用车产销分别完成2,383.6万辆和2,356.3万辆，同比分别增长11.2%和9.5%；商用车产销分别完成318.5万辆和330万辆，同比分别下降31.9%和31.2%。新能源汽车产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%，市场占有率达到25.6%，高于上年12.1个百分点。

图9：2022年全国汽车、新能源汽车产销及同比增长情况（单位：万辆）



数据来源：公司年报，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>