

固收点评 20230914

华懋转债：新能源车助力主页增长，光刻胶打造第二增长极

2023年09月14日

关键词：#第二曲线 #新产品、新技术、新客户

事件

- **华懋转债（113677.SH）于2023年9月14日开始网上申购：**总发行规模为10.50亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于越南生产基地建设项目（一期）、厦门生产基地改建扩建项目、信息化建设项目和研发中心建设项目。
- **当前债底估值为81.7元，YTM为2.71%。**华懋转债存续期为6年，东方金诚国际信用评估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112.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.30%（2023-09-13）计算，纯债价值为81.70元，纯债对应的YTM为2.71%，债底保护一般。
- **当前转换平价为105.18元，平价溢价率为-4.92%。**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03月20日至2029年09月13日。初始转股价34.18元/股，正股华懋科技9月13日的收盘价为35.95元，对应的转换平价为105.18元，平价溢价率为-4.92%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为8.63%。**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34.18元计算，转债发行10.50亿元对总股本稀释率为8.63%，对流通盘的稀释率为8.63%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计华懋转债上市首日价格在119.37~133.25元之间，我们预计中签率为0.0044%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到华懋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119.37~133.25元之间。我们预计网上中签率为0.0044%，建议积极申购。
- **2018年以来公司营收快速增长，2018-2022年复合增速为13.59%。**2018年以来，公司营业收入快速增长，增速呈现“V”型波动。2022年，公司实现营业收入16.37亿元（同比35.75%）。与此同时，归母净利润上升，2018-2022年复合增速为-7.95%，2022年实现归母净利润1.98亿元（同比12.68%）。2023年H1，公司实现营业收入8.92亿元，同比增长40.94%，营业收入创历史新高；归属于上市公司股东的净利润0.77亿元，同比增长12.48%。主要系基数效应、宏观经济回暖及行业的增长，公司各项业务稳步推行，并且新能源车、国产品牌的市场占有率逐步提升。
- **公司主营业务为被动安全系统部件，光刻胶业务打造第二增长极。**2020年，公司被动安全系统部件营收占比为92.74%，2022年，公司被动安全系统部件营收占比为95.66%。
- **公司销售净利率、销售毛利率下行，销售和财务费用率均低于行业平均水平，管理费用率高于行业水平。**2018-2022年，公司销售净利率分别为28.11%、24.02%、21.17%、14.53%和11.94%，销售毛利率分别为40.24%、35.6%、35.86%、36.42%和32.18%。2023H1公司销售毛利率、净利率分别为28.15%和7.91%。
- **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

《转债行业图谱系列（十四）：医疗器械行业可转债梳理（行业分析篇）》

2023-09-13

《赛特转债：真空绝热板行业龙头》

2023-09-11

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:	2018-2023H1 营业收入及同比增速 (亿元, %)	7
图 2:	2018-2023H1 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:	2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023H1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023H1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023H1 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2014-2023 年中国汽车与新能源汽车销量 (万辆)	10
图 9:	2014-2022 年公司产销量 (万米, %)	11
表 1:	华懋转债发行认购时间表	4
表 2:	华懋转债基本条款	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: 华懋转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-09-12	1、刊登《募集说明书》及其摘要 2、《募集说明书提示性公告》 3、《发行公告》 4、《网上路演公告》
T-1	2023-09-13	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-09-14	1、发行首日 2、刊登《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、网上申购日（无需缴付申购资金）
T+1	2023-09-15	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-09-18	1、刊登《中签号码公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2023-09-19	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	2023-09-20	1、《刊登发行结果公告》 2、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: 华懋转债基本条款

转债名称	华懋转债	正股名称	华懋科技
转债代码	113677.SH	正股代码	603306.SH
发行规模	10.50 亿元	正股行业	汽车-汽车零部件-车身附件及饰件
存续期	2023 年 09 月 14 日至 2029 年 09 月 13 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	34.18 元	转股期	2024 年 03 月 20 日至 2029 年 09 月 13 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 112% (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
越南生产基地建设项目 (一期)	48,760.77	50,000.00
厦门生产基地改建扩建项目	35,613.42	35,613.00
信息化建设项目	5,586.05	5,586.00
研发中心建设项目	17,457.96	15,041.00
合计	107,418.20	105,000.00

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	81.70 元	转换平价 (以 2023/9/13 收盘价)	105.18 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	22.41%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-4.92%
纯债到期收益率 YTM	2.71%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 81.7 元, YTM 为 2.71%。华懋转债存续期为 6 年, 东方金诚国际信用评估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 112.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.30% (2023-09-13) 计算, 纯债价值为 81.70 元, 纯债对应的 YTM 为 2.71%, 债底保护一般。

当前转换平价为 105.18 元, 平价溢价率为-4.92%。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 03 月 20 日至 2029 年 09 月 13 日。初始转股价 34.18 元/股, 正股华懋科技 9 月 13 日的收盘价为 35.95 元, 对应的转换平价为 105.18 元, 平价溢价率为-4.92%。

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 8.63%。按初始转股价 34.18 元计算, 转债发行 10.50 亿元对总股本稀释率为 8.63%, 对流通盘的稀释率为 8.63%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计华懋转债上市首日价格在 119.37-133.25 元之间。按华懋科技 2023 年 9 月 13 日收盘价测算, 当前转换平价为 105.18 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的九强转债 (平价 107.64 元, 评级 AA-, 存续规模 11.21 亿元)、巨星转债 (平价 108.21 元, 评级 AA-, 存续规模 10.00 亿元)、精锻

转债（平价 107.40 元，评级 AA-，存续规模 9.80 亿元），截至 2023/09/13，转股溢价率分别为 20.91%、19.53%、23.01%。

2) 参考近期上市的荣 23 转债（上市首日转换价值 96.51 元）、福立转债（上市首日转换价值 91.35 元）、科数转债（上市首日转换价值 92.21 元），三只转债上市首日转股溢价率分别为 35.96%、36.99%、35.55%。

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 25.17%，中债企业债到期收益为 6.30%，2023 年半年报显示华懋科技前十大股东持股比例为 38.57%，2023 年 9 月 13 日中证转债成交额为 35,866,880,693 元，取对数得 24.30。因此，可以计算出华懋转债上市首日转股溢价率为 18.57%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到华懋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 119.37~133.25 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%	34.15	114.91	116.91	119.90	122.90	124.90
-3%	34.87	117.33	119.37	122.43	125.49	127.53
2023/09/13 收盘价	35.95	120.96	123.06	126.21	129.37	131.47
3%	37.03	124.58	126.75	130.00	133.25	135.42
5%	37.75	127.00	129.21	132.52	135.84	138.05

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 61.57%。华懋科技的前十大股东合计持股比例为 38.57%（2023/06/30），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 61.57%。

我们预计中签率为 0.0044%。华懋转债发行总额为 10.50 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 61.57%，剩余网上投资者可申购金额为 4.04 亿元。华懋转债仅设置网上发行，近期发行的盟升转债（评级 AA-，规模 3.00 亿元）网上申购数约 930.15 万户，赛特转债（评级 A+，规模 4.42 亿元）959.4 万户，博俊转债（评级 A+，规模 5 亿元）875.62 万户。我们预计华懋转债网上有效申购户数为 921.72 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0044%。

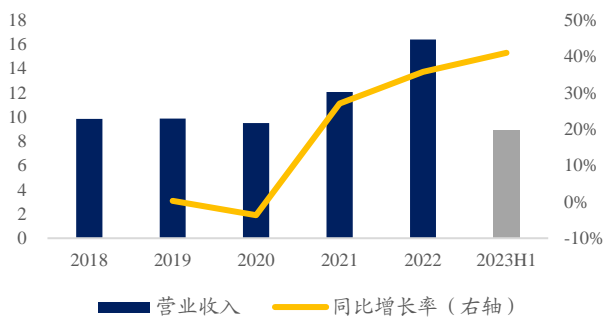
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

从汽车被动安全领域崭露头角，积极投身新材料领域，不断升级并扩张，成为中国新材料科技的翘楚。华懋（厦门）新材料科技股份有限公司，创立于2002年，于2014年9月26日在上海证券交易所主板上市。该公司是新材料科技领域的领军企业，尤其在我国汽车被动安全行业具有重要地位，其产品线包括汽车安全气囊、气囊布、安全带等。2020年，公司进行控股权的调整，逐步升级为新材料业务的平台型企业——东阳华盛成为主要股东，袁晋清与林晖成为实际控制人。2021年，公司战略性投资徐州博康，进军光刻胶领域，标志着积极的发展转型。通过完善核心业务、积极拓展新领域的发展战略，公司在新材料领域迈出了坚实的步伐，延伸产业链，布局新材料细分行业，提升了核心竞争力和盈利能力。

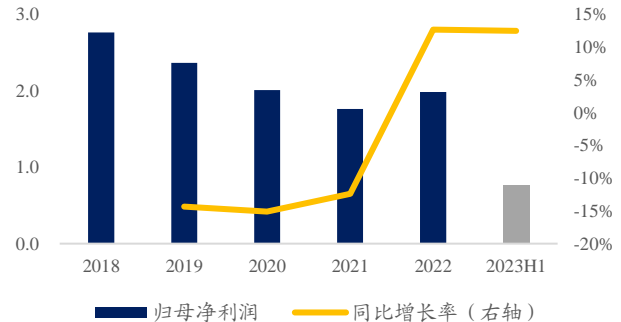
2018年以来公司营收快速增长，2018-2022年复合增速为13.59%。2018年以来，公司营业收入快速增长，增速呈现“V”型波动。2022年，公司实现营业收入16.37亿元（同比35.75%）。与此同时，归母净利润上升，2018-2022年复合增速为-7.95%，2022年实现归母净利润1.98亿元（同比12.68%）。2023年H1，公司实现营业收入8.92亿元，同比增长40.94%，营业收入创历史新高；归属于上市公司股东的净利润0.77亿元，同比增长12.48%。主要系基数效应、宏观经济回暖及行业的增长，公司各项业务稳步推行，并且新能源车、国产品牌的市场占有率逐步提升。

图1：2018-2023H1 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2：2018-2023H1 归母净利润及同比增速（亿元，%）

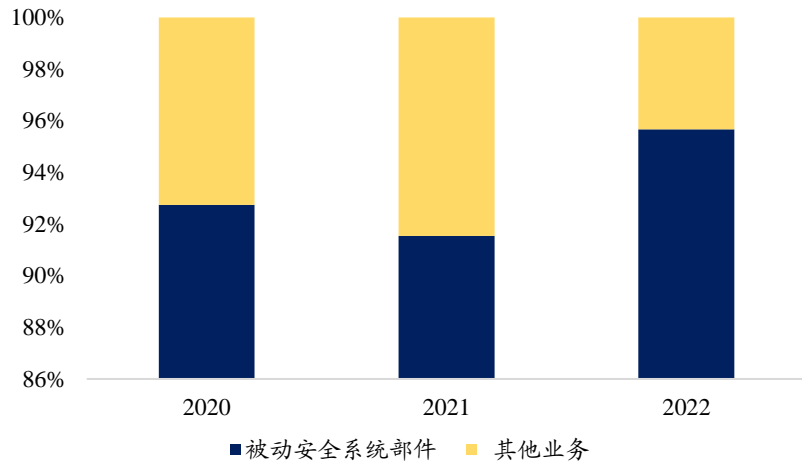


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司主营业务为被动安全系统部件，光刻胶业务打造第二增长极。2020年，公司被动安全系统部件营收占比为92.74%，2022年，公司被动安全系统部件营收占比为95.66%。产品线覆盖汽车安全气囊布、安全气囊袋（DAB/SAB/PAB/KAB/CAB等）以及安全带等被动安全系统部件，也包括防弹布、夹网布等。2022年上半年公司安全气囊袋销售增速显著高于行业增速，主要得益于公司平织气袋业务及新能源客户业务的增长。2023年H1，公司平织气袋增速达到46.83%，来自新能源汽车主要主机厂的收入增速达到81.28%。

对于光刻材料业务，公司参股的徐州博康是国内少有能打通光刻胶上游材料的全产业链公司，旗下的光刻材料体系不断扩充，并且公司有多款高端光刻胶产品分别获得了国内12寸晶圆厂的相关订单，销量有望进一步提升。

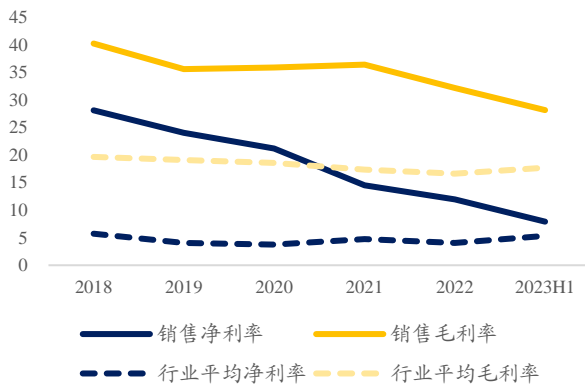
图3: 2020-2022年营业收入构成(%)



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

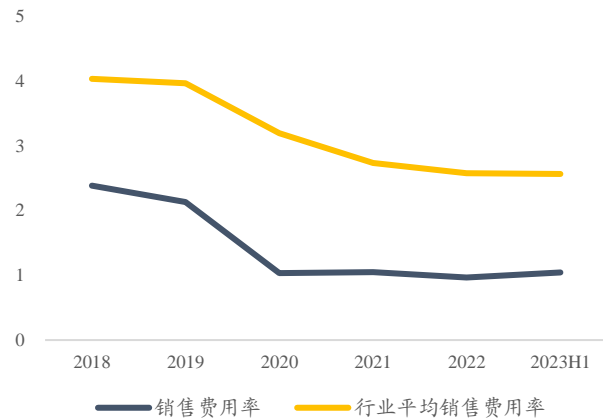
公司销售净利率、销售毛利率下行，销售和财务费用率均低于行业平均水平，管理费用率高于行业水平。2018-2022年，公司销售净利率分别为28.11%、24.02%、21.17%、14.53%和11.94%，销售毛利率分别为40.24%、35.6%、35.86%、36.42%和32.18%。2023H1公司销售毛利率、净利率分别为28.15%和7.91%，毛利率下降主要系**(1) 员工成本增加**：公司员工人数与业务同步增长，尽管一季度和二季度通常是公司业务的淡季，但今年上半年员工人数与2022年下半年业务旺季持平，导致主营业务的人工成本同比增加了约60%。**(2) 原材料成本较高**：2022年，公司主要原材料采购价格一直保持历史高位，加之原材料安全库存等因素，导致2023年Q1部分原材料的结转成本仍高于去年同期。**2018-2022年期间，销售和财务费用率均低于行业平均水平，管理费用率高于行业水平**。2022年度，公司销售费用较上年同期上升25.15%，管理费用较上年同期上升15.66%，财务费用较上年同期上升84.03%，亏损增加，主要原因系元汇率上升致公司汇兑收益增加所致。

图4：2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平（%）



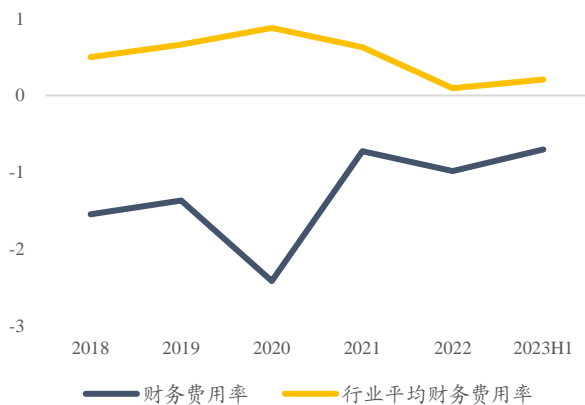
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023H1 销售费用率水平（%）



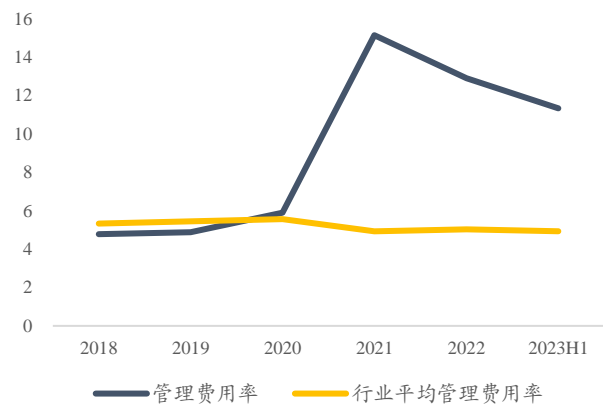
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023H1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023H1 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

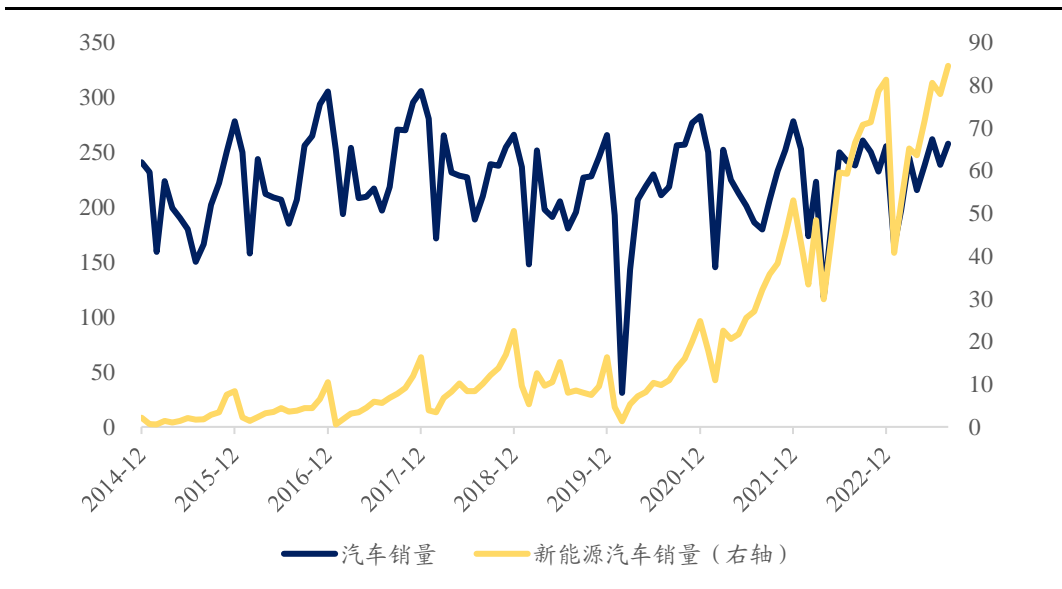
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点

中国汽车市场持续增长，乘用车市场受政策激励助推国产品牌崭露头角，同时新能源汽车蓬勃发展，推动中国成为全球第二大汽车出口国。2022 年，尽管受到经济波动、芯片短缺、原材料价格上涨等多种不利因素的冲击，我国汽车产销总量持续增长。根据中国汽车工业协会的数据，2022 年我国汽车产销分别完成 2702.1 万辆和 2686.4 万辆，同比增长 3.4%和 2.1%。其中，乘用车市场受政策刺激明显，产销量分别增长 11.2%和

9.5%，推动国产品牌的全国乘用车市场占有率上升至 49.9%。2022 年，新能源汽车渗透率创历史新高，全国乘用车市场占有率达 25.6%，并且我国汽车企业加速出海，汽车出口量大幅增长，成为世界第二大汽车出口国，新能源汽车出口 67.9 万辆，同比增长 120%，占总出口量 21.8%，成为中国汽车出口量增长的重要支柱之一。

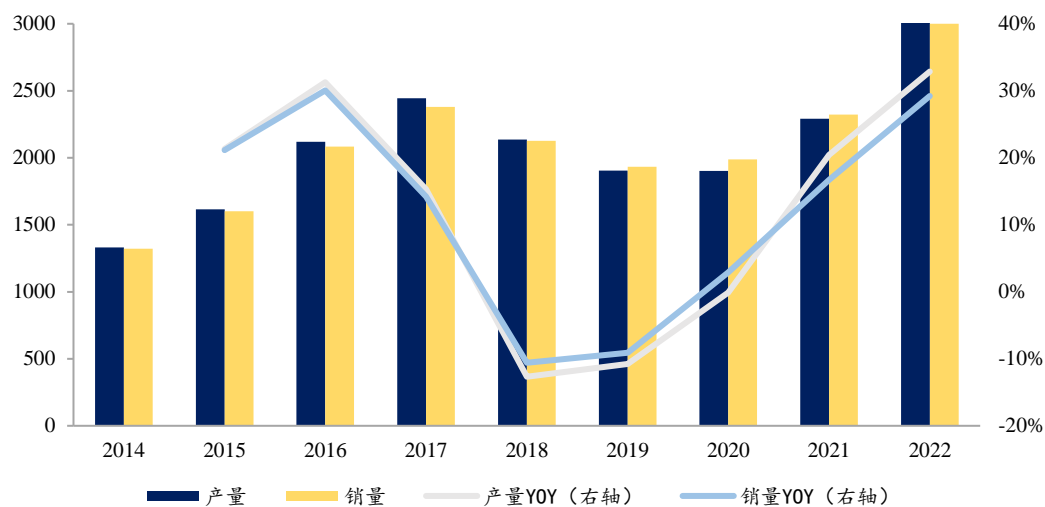
图8：2014-2023 年中国汽车与新能源汽车销量（万辆）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

产能优势：市场增长势头强劲，竞争实力和市场地位不断提升。华懋科技的被动安全系统部件生产和销售呈现稳步增长，尤其在 2016 年后增速明显加快。2018 年和 2019 年出现了短期波动，在 2020 年和 2021 年表现相对平稳。2022 年则出现显著增长，得益于公司 OPW 业务及新能源客户业务的增长，公司在被动安全系统部件市场取得不断增强的竞争地位。2023H1，公司安全气囊袋业务实现销售数量 1,585 万个，销售收入 63,579.09 万元，同比增长 42.36%。公司产品战略定位于高端化、国产化和新能源化三个方向，2022 年上半年公司安全气囊袋销售增速显著高于行业增速，主要得益于公司平织气袋业务及新能源客户业务的增长。

图9: 2014-2022 年公司产销量 (万米, %)



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>