



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《盟升转债：国内卫星终端设备高新企业 0912》-2023.09.13
《转债回售条款博弈浅谈——可转债周观点 20230909》-2023.09.10
《转债主体公司上半年业绩有哪些看点 20230906》-2023.09.06
《政策利好推动转债行情修复——可转债周观点 20230902》-2023.09.03
《下修博弈过程中的风险与机遇——可转债周观点 20230828》-2023.08.28
《力诺转债：山东玻璃新材料综合服务商 20230824》-2023.08.24
《科数转债：国内智慧电能领军企业 20230823》-2023.08.23
《转债强赎条款博弈浅谈——可转债周观点 20230822》-2023.08.22

可转债打新报告

华懋转债：国内汽车被动安全行业综合服务商
20230914

● 转债投资要点

华懋转债本期发行规模为 10.50 亿元，发行日期为 2023 年 9 月 14 日，将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。

债底保护一般，条款中规中矩。华懋转债发行期限为 6 年，债项与主体评级均为 AA-/AA-级（东方金诚），转股价 34.18 元。下修条款(15/30, 85%)、强赎条款(15/30, 130%)和回售条款(30/30, 70%)均为市场化条款。按 2023 年 9 月 13 日 6 年期 AA-级中债企业债到期收益率 6.30%的贴现率计算，债底为 81.70 元，纯债价值一般。

平价高于债券面值，股本稀释率 0.94%。正股华懋科技 9 月 13 日的收盘价为 35.95 元，对应转换平价 105.18 元，高于转债面值。全部转股对总股本稀释率为 0.94%，摊薄压力较小。

预计中签率介于 0.0036%-0.0045%。截至 2023 年 9 月 13 日，预计原股东优先配售比例为 61.78%，剩余网上申购新债规模为 4.01 亿元，考虑单户申购上限为 100 万元，若网上申购数量介于 900-1100 万户，预计中签率介于 0.0036%-0.0045%。

预计上市首日转股溢价率为 25%，上市首日价格约为 124.90-138.05 元。公司评级和债底保护均一般。参考同业标的伯特转债和天阳转债，我们给予华懋转债上市首日 25%的溢价，预计上市价格为 124.90-138.05 元，建议积极申购。

● 正股基本面分析

公司是国内汽车被动安全行业龙头企业，主要产品为汽车安全气囊，2021 年进军光刻材料领域。实际控制人为袁晋清。

营收增速稳健，净利润结束筑底。2022 年公司实现营收 16.37 亿元，同比增长 35.75%，营收增速稳健。2018-2021 年公司归母净利润由 2.76 亿元持续下降至 1.98 亿元，2022 年实现归母净利润 1.98 亿元，同比增长 12.68%，净利润结束筑底。

期间费用率有所改善，研发投入不断加大。2023 上半年公司期间费用率为 16.6%，较 2021 年下降 3.6 个 pct，期间费用率有所改善；公司注重研发力量的投入，2022 年研发费用已升至 0.82 亿元，较 2018 年实现翻倍，研发费用占比为 28.0%。

资债结构优于可比公司，现金流具备改善空间。公司资产负债率长年处于 10%左右，低于可比公司彤程新材和松原股份；2023 年上半年公司收现比提升至 97.0%，基本覆盖主营收入，经营性净现金流提升至 1.36 亿元，但现金流方面仍具备改善空间。

● 风险提示：

募投项目进展不及预期；光刻胶研发进度不及预期；新能源产销量不及预期；新券上市价格不及预期。

目录

1 转债基本要素及定价分析.....	4
2 正股基本面分析	5
2.1 公司层面：国内汽车被动安全行业综合服务商.....	5
2.2 行业层面：被动安全系统市场扩张，国产光刻胶自给率较低	8
2.3 经营层面：业绩初步改善，盈利端依旧承压.....	10
2.4 估值层面：PE 处于近年中游水平.....	12
3 风险提示	13

图表目录

图表 1: 华懋转债发行基本要素.....	4
图表 2: 转债价格敏感性分析.....	5
图表 3: 公司持续在汽车装备配件领域深耕.....	6
图表 4: 华懋科技股权结构.....	6
图表 5: 公司主要产品为汽车被动安全部件.....	7
图表 6: 公司募集资金使用明细.....	7
图表 7: 近年国内新能源汽车产量销量均上行.....	8
图表 8: 国内汽车被动安全系统市场规模预计上行.....	8
图表 9: 新能源汽车安全气囊配置数量较多.....	9
图表 10: OPW 气囊袋优势突出.....	9
图表 11: 国内光刻胶市场规模逐渐扩张.....	9
图表 12: 政策带动下国内光刻胶产量逐渐上升.....	9
图表 13: PCB 光刻胶占据国内主要市场.....	10
图表 14: 国外光刻胶品牌市场占有率较高.....	10
图表 15: 2021 年起营收保持稳健增长.....	10
图表 16: 22 年归母净利润增速转负为正.....	10
图表 17: 公司研发费用逐年提升.....	11
图表 18: 公司期间费用率有所改善.....	11
图表 19: 公司资产负债率持续低位.....	12
图表 20: 现金流仍具备改善空间.....	12
图表 21: 公司估值与同业可比公司对比.....	12
图表 22: 近一年正股跑赢行业指数 6.63 个 pct.....	12
图表 23: 公司 PE 估值处于近三年中游水平.....	12

1 转债基本要素及定价分析

华懋科技于 2023 年 9 月 14 公开发行人可转换公司债券，发行方式为网上优先配售、网上向一般社会投资者发售，发行规模为 10.50 亿元，发行期限为 6 年，债项与主体评级均为 AA-/AA-（东方金诚），转股价 34.18 元。

票面利率：第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。到期赎回价格为票面面值的 112%（含最后一期利息）。

三大条款中规中矩。本次转债下修条款为 15/30, 85%，有条件赎回条款为 15/30, 130%，回售条款为 30/30, 70%。均为市场化条款。

股本摊薄压力较小。若全部转股对总股本和流通股本的稀释率均为 0.94%，摊薄压力较小。

图表1：华懋转债发行基本要素

转债名称	华懋转债	转债代码	113677.SH	发行规模	10.50 亿元
正股名称	华懋科技	正股代码	603306.SH	保荐机构	申港证券
主体评级	AA-	债项评级	AA-	评级机构	东方金诚
存续期	2023.09.14—2029.09.13	转股期限	2024.03.20—2029.09.13	网上发行日	2023.09.14
赎回条款	转股期，15/30，130%	下修条款	存续期，15/30，85%	回售条款	最后两个计息年度，30，70%
票面利率	0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%				

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

债底保护性一般。按 2023 年 9 月 13 日 6 年期 AA-级中债企业债到期收益率 6.30%的贴现率计算，债底为 81.70 元，纯债价值一般。正股华懋转债 9 月 13 日的收盘价为 35.95 元，对应转换平价为 105.18 元，高于可转债面值。

中签率介于 0.0036%-0.0045%之间。华懋科技前十大股东持股比例为 39.28%，若其中 80%参与优先配售，其他股东中有 50%参与优先配售，预计原股东优先配售比例为 61.78%，剩余网上申购新债规模为 4.01 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 900-1100 万户，预计中签率介于 0.0036%-0.0045%之间。

我们参考转债规模和评级相似的伯特转债（转债规模 9.02 亿，评级为 AA，上市后首日收盘价 136.03 元，转股溢价率为 28.33%）、天阳转债（转债规模 9.75 亿，评级为 AA-，上市后首日收盘价 128.50 元，转股溢价率为 24.90%），给予华懋转债上市首日 25%的溢价，预计上市价格为 124.90-138.05 元，建议积极参与新债申购。

图表2：转债价格敏感性分析

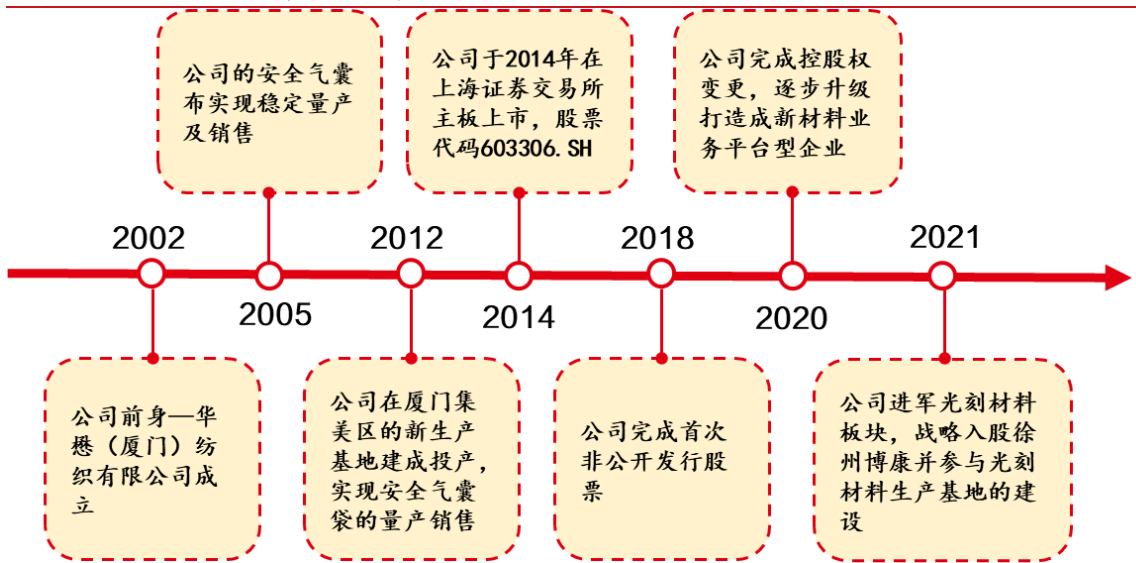
转股溢价率/正股价（元）		20.00%	22.50%	25.00%	27.50%	30.00%
-5%	32.44	113.91	116.28	118.65	121.03	123.40
-5%	34.15	119.90	122.40	124.90	127.40	129.90
20230913 收盘价	35.95	126.21	128.84	131.47	134.10	136.73
5%	37.75	132.52	135.29	138.05	140.81	143.57
5%	39.63	139.15	142.05	144.95	147.85	150.75

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 正股基本面分析

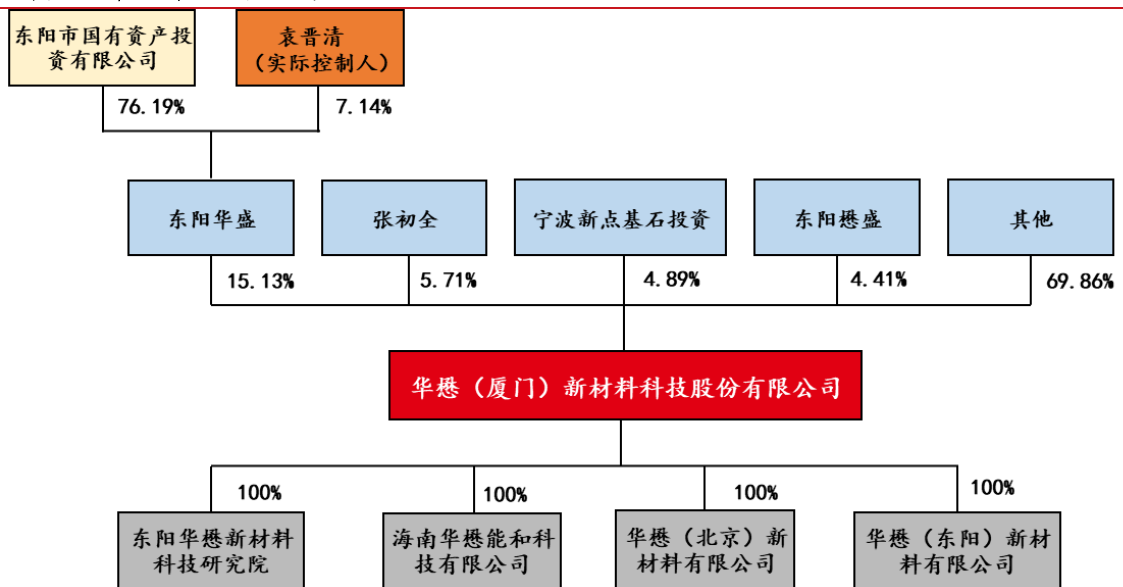
2.1 公司层面：国内汽车被动安全行业综合服务商

公司是国内汽车被动安全行业龙头企业，产品涵盖汽车安全气囊、气囊布、安全带等，拥有雄厚的研发力量和先进的生产设备，经过多年打造出严格的生产管控和检测体系。公司成立于 2002 年，前身是华懋（厦门）纺织有限公司，后续公司从尼龙纺织品行业切换到汽车行业，2005 年公司的安全气囊布实现量产，2014 年公司登陆上交所上市，2021 年进军光刻材料领域，战略入股徐州博康，未来有望打造公司第二成长曲线。

图表3：公司持续在汽车装备配件领域深耕


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

股权结构稳定，袁晋清为实际控制人。截至 2023 年中期，公司前三大股东分别为东阳华盛、宁波新点基石投资、张初全（总经理），袁晋清为东阳华盛的实际控制人。目前，公司拥有 4 家全资控股子公司——华懋（东阳）新材料、华懋（北京）新材料、海南华懋能和东阳华懋研究院。

图表4：华懋科技股权结构


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

华懋科技的主要产品为安全气囊，其中又分为 OPW 气囊、驾驶员气囊（DAB）、副驾驶气囊（PAB）、侧气囊（SAB）、膝盖气囊（KAB）、智能气囊服、

头部安全气囊；其他主营产品包括安全带和光刻材料，其他产品包括安全气囊布、夹网布等。

图表5：公司主要产品为汽车被动安全部件



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

积极募资对现有生产基地、研发中心实现升级改造。公司积极布局海外市场，在越南海防市安阳工业园建立越南生产基地，努力获取海外市场份额；同时，为提升公司自动化水平、实现降本增效，公司对厦门生产基地进行改建扩建；为提升公司物联网信息化水平，对制造、物流和仓储等薄弱环节进行升级改造，公司计划在厦门市集美区开展信息化建设项目；为进一步增强公司研发实力，为新工艺和产品的开发提供研发平台，公司计划在浙江省东阳市建设研发中心项目。2023年9月公司发行可转债募集资金10.5亿元，扣除费用后用于以上项目。

图表6：公司募集资金使用明细

项目名称	项目投资(万元)	拟投募集资金(万元)	占项目总投资比例
越南生产基地建设项目（一期）	48760.77	48760.00	100.00%
厦门生产基地改建扩建项目	35613.42	35613.00	100.00%
信息化建设项目	5586.05	5586.05	100.00%
研发中心建设项目	17457.96	15041.00	86.16%
合计	107418.20	105000.00	97.75%

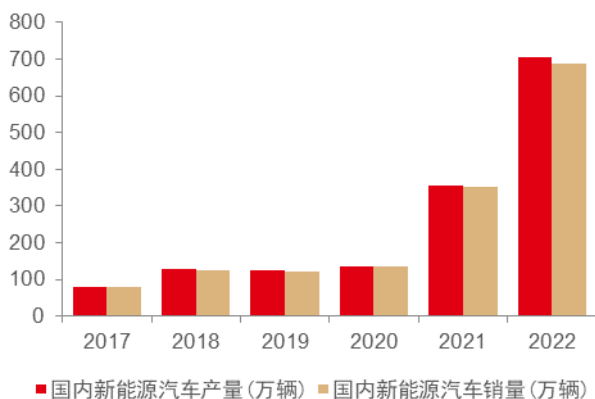
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 行业层面：被动安全系统市场扩张，国产光刻胶自给率较低

新能源市场保持扩张趋势。2017-2022 年国内新能源汽车产量、销量分别由 79.4、77.7 万辆上升至 705.8、688.7 万辆，2022 年分别实现同比增长 99.10%、95.60%。随着国内汽车消费者对新能源产品接受度不断提高，叠加整车厂向电动化转型加速，新能源汽车渗透率有望持续上升。

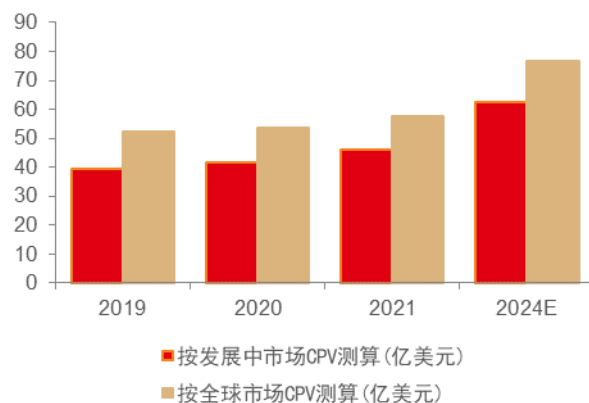
新能源汽车销量上涨将不断提升汽车被动安全系统市场规模。中国被动安全系统市场规模处于发展阶段，新能源汽车的普及将提升 OPW 气囊的市场占有率，带动被动安全市场规模提升。根据发展中市场 CPV 和全球市场 CPV 口径进行统计，2021 年国内被动安全系统市场规模分别为 46、58 亿元，2024 年有望增至 62、77 亿元。

图表7：近年国内新能源汽车产量销量均上行



资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

图表8：国内汽车被动安全系统市场规模预计上行



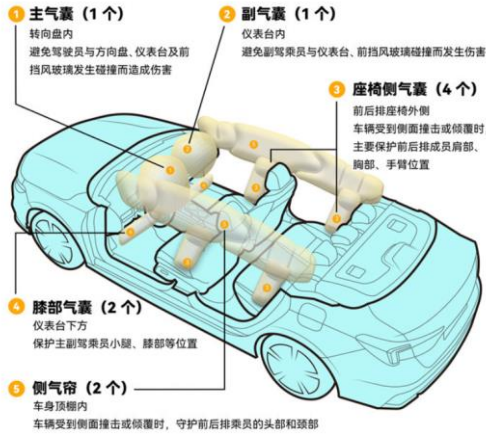
资料来源：立鼎产业研究院，中邮证券研究所

被动安全需求提升，安全气囊产业前景良好。随着乘客的安全意识逐渐加强，汽车厂商的安全评价标准体系趋严，DAB、PAB、SAB 以及 CAB 等将逐步成为国产电车的标配，单车安全气囊数量由双气囊向四气囊、六气囊甚至八气囊发展。随着安全气囊配置率不断提升，市场对汽车安全气囊的总体需求量将逐步增长。

OPW 气囊袋优势突出，有望成为市场主流。随着汽车产业不断升级，更高附加值的 OPW 气囊袋需求持续增长。与传统缝纫的安全气囊袋相比，OPW 气囊

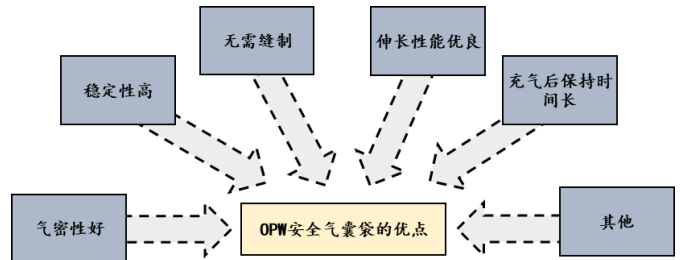
袋具有充气后保持时间长，气密性好等优点，有望取代传统安全气囊成为市场主流。

图表9：新能源汽车安全气囊配置数量较多



资料来源：智驾 Autor，中邮证券研究所

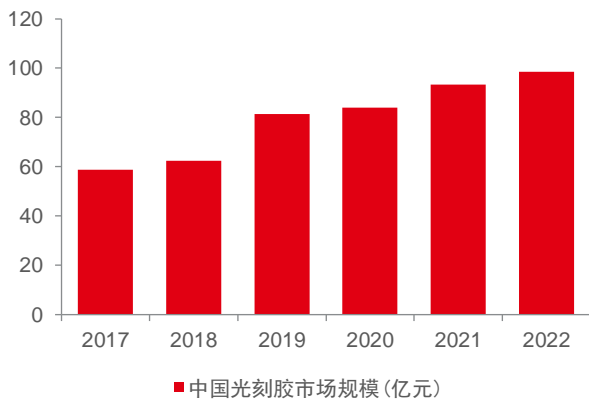
图表10：OPW 气囊袋优势突出



资料来源：共研网，中邮证券研究所

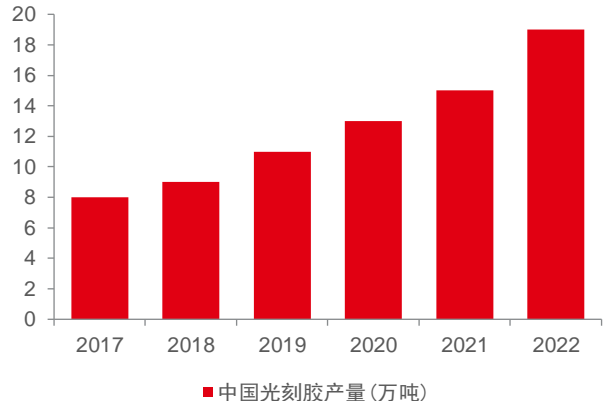
我国光刻胶市场规模逐渐扩张。作为半导体、平板显示及 PCB 行业制造环节的关键材料，光刻胶的市场需求在政策红利带动下快速释放。2017-2022 年我国光刻胶产量由 8 万吨上升至 19 万吨，复合增长率高达 18.89%；2017-2022 年我国光刻胶市场规模由 58.7 亿元增至 98.6 亿元，复合增长率 10.93%。

图表11：国内光刻胶市场规模逐渐扩张



资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

图表12：政策带动下国内光刻胶产量逐渐上升

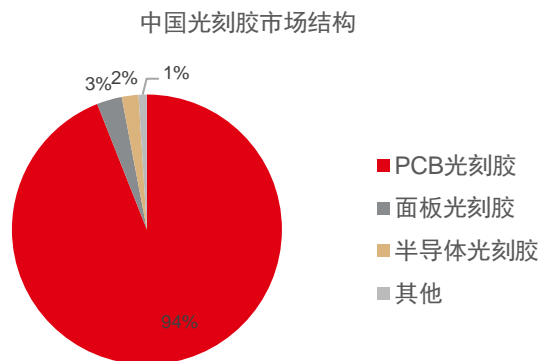


资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

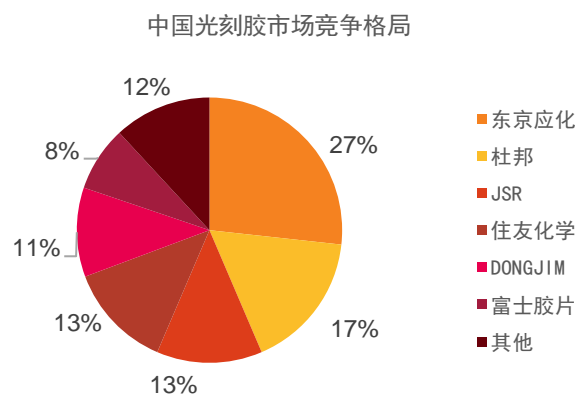
PCB 光刻胶占据主要市场，国产光刻胶自给率低。光刻胶可分为半导体光刻胶、面板光刻胶和 PCB 光刻胶，目前国内市场以 PCB 用光刻胶供应为主，占比高达 94%；目前中国本土企业光刻胶市场占有率较低，与美日等国外制造商

存在差距，国内市场中东京应化市占率高达 27%，杜邦、JSR、住友化学市占率分别为 17%、13%、13%。

图表13: PCB 光刻胶占据国内主要市场



图表14: 国外光刻胶品牌市场占有率较高



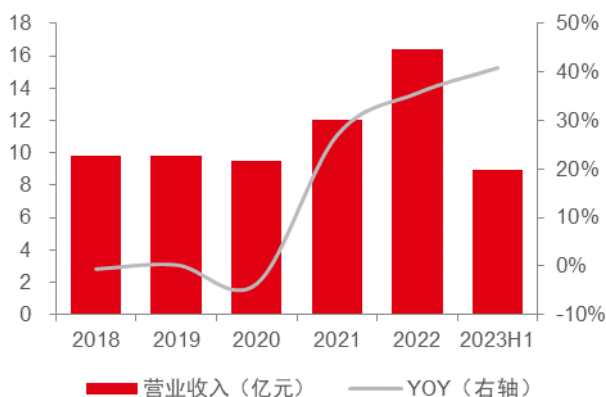
资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

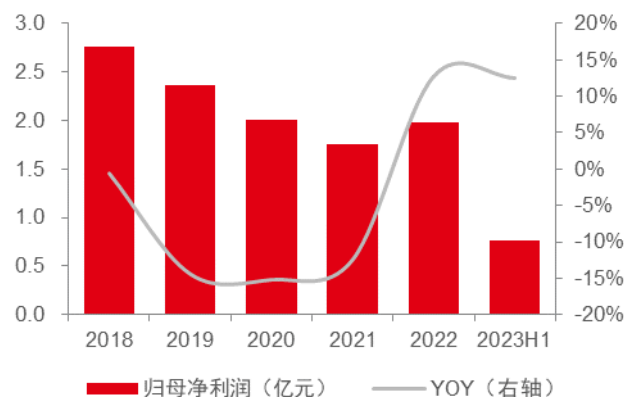
2.3 经营层面：业绩初步改善，盈利端依旧承压

营收增速稳健，净利润结束筑底。2018-2020 年期间公司营业收入均保持在 10 亿元以下，2021 年升至 12.06 亿元，同比增长 27.01%，2022 年实现营业收入 16.37 亿元，同比增长 35.75%。2018-2021 年公司归母净利由 2.76 亿元持续下降至 1.98 亿元，2022 年公司实现归母净利润 1.98 亿元，同比增长 12.68%，净利润结束筑底。

图表15: 2021 年起营收保持稳健增长



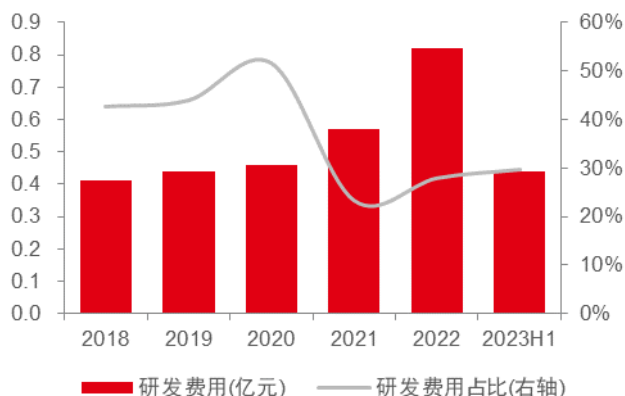
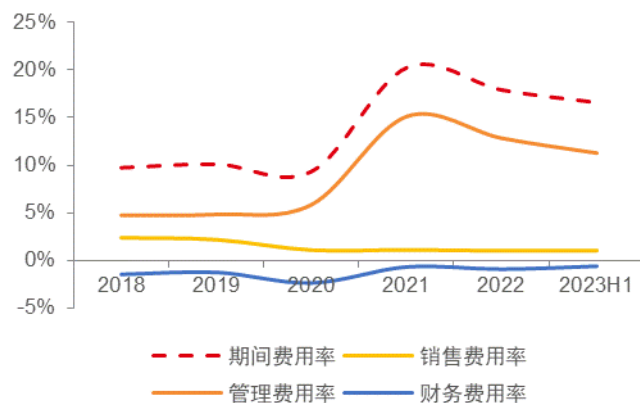
图表16: 22 年归母净利润增速转负为正



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

期间费用率有所改善，研发投入不断加大。近年公司销售、财务费用率相对稳定，2021 年股权激励支付费用增多，导致管理费用率大幅提升，带动公司期间费用率由 9.8% 升至 20.2，后续逐步得到改善，截至 2023 上半年公司期间费用率已降至 16.6%。公司注重研发力量的投入，研发费用逐渐上升，2022 年已升至 0.82 亿元，较 2018 年实现翻倍，研发费用占比为 28.0%。

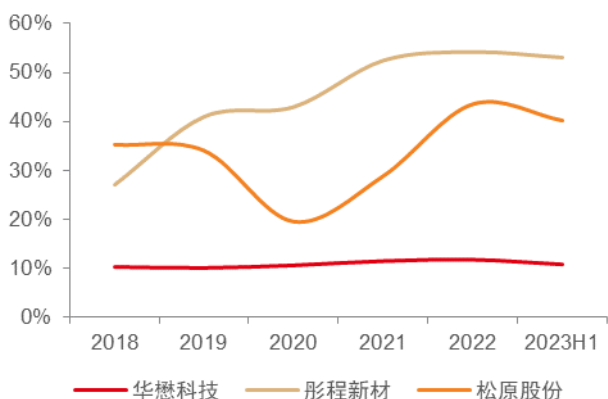
图表17：公司研发费用逐年提升

图表18：公司期间费用率有所改善


资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

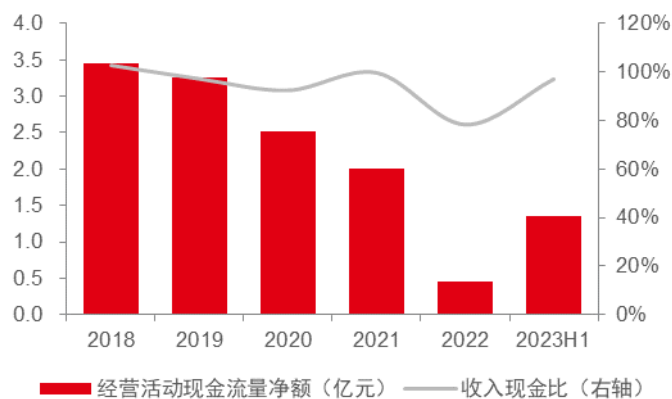
资债结构优于可比公司，现金流具备改善空间。公司资产负债率长年处于 10% 左右，资债结构较优，低于可比公司彤程新材和松原股份。2022 年公司经营性净现金流为 0.46 亿元，较 2021 年下降 77.0%，主要系公司铺底存货及应收账款同比增加，同时公司客户票据结算比例增加所致，导致 2022 年公司收现比降至 78.5%，较 2021 年下降 21.1 个 pct。2023 年上半年公司收现比提升至 97.0%，基本覆盖主营收入，经营性净现金流提升至 1.36 亿元，但现金流方面仍具备改善空间。

图表19：公司资产负债率持续低位



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表20：现金流仍具备改善空间



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.4 估值层面：PE 处于近年中游水平

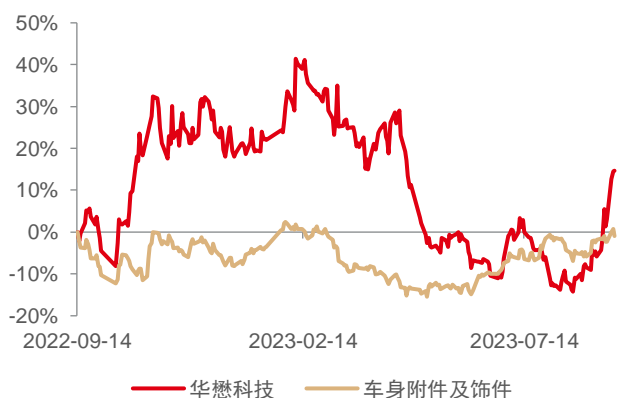
截至 2023 年 9 月 13 日，公司 PE (TTM) 为 56.49，与同业可比公司彤程新材 (56.20) 基本持平，高于松原股份 (40.45)，低于晶瑞电材 (128.48)，目前估值仍处于近三年来中游水平。近一年公司股价上升 5.65%，跑赢行申万三级- 车身附件及饰件行业指数 (-0.99%)。

图表21：公司估值与同业可比公司对比

代码	证券简称	总市值	流通市值	收盘价	PE (TTM)	PB	ROE	近一月涨幅 (%)
603306.SH	华懋科技	116.94	116.94	35.95	56.49	3.49	6.18	21.45
603650.SH	彤程新材	189.59	189.27	31.86	56.20	5.96	10.60	4.69
300893.SZ	松原股份	55.66	14.02	24.67	40.45	6.02	14.89	6.66
300655.SZ	晶瑞电材	117.26	110.94	11.79	128.48	6.26	4.87	13.04

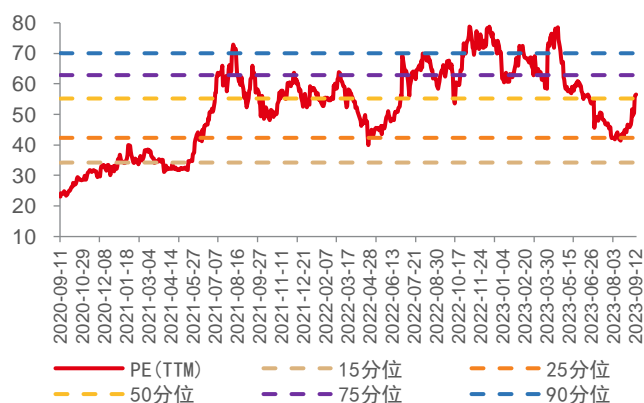
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表22：近一年正股跑赢行业指数 6.63 个 pct



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表23：公司 PE 估值处于近三年中游水平



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3 风险提示

募投项目进展不及预期；光刻胶研发进度不及预期；新能源产销量不及预期；新券上市价格不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048