

固收点评 20231027

三羊转债：整车物流卓越企业

关键词：#产能扩张 #新需求、新政策

事件

- **三羊转债（127097.SZ）于 2023 年 10 月 26 日开始网上申购：**总发行规模为 2.10 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于三羊马运力提升项目以及偿还银行借款。
- **当前债底估值为 72.4 元，YTM 为 2.95%。**三羊转债存续期为 6 年，东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 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%、1.60%、2.30%、2.80%，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 8.76%（2023-10-24）计算，纯债价值为 72.40 元，纯债对应的 YTM 为 2.95%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 95.27 元，平价溢价率为 4.96%。**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 05 月 01 日至 2029 年 10 月 25 日。初始转股价 37.65 元/股，正股三羊马 10 月 24 日的收盘价为 35.87 元，对应的转换平价为 95.27 元，平价溢价率为 4.96%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.51%。**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 37.65 元计算，转债发行 2.10 亿元对总股本稀释率为 6.51%，对流通盘的稀释率为 15.84%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计三羊转债上市首日价格在 108.12~120.70 元之间，我们预计中签率为 0.0007%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到三羊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 108.12~120.70 元之间。我们预计网上中签率为 0.0007%，建议积极申购。
- **三羊马(重庆)物流股份有限公司是一家主要通过公铁联运方式为汽车行业和快速消费品行业提供综合服务的第三方物流企业。**公司目前业务涵盖以整车运输为核心，以快消品运输为补充的全程物流服务及基于公铁联运所涉及的铁路场站及区域分拨仓库作业所衍生的两端作业服务。
- **2018-2022 年公司营收波动下行，复合增速为-0.75%。**其中，2019 年和 2021 年营收同比增加，2020 年和 2022 年营收同比减少。2022 年公司实现营收 8.05 亿元，同比下降 12.79%。与此同时，公司归母净利润总体呈下降趋势，2018-2022 复合增速为-23.14%。2022 年，公司实现归母净利润 0.16 亿元，同比下降 66.78%。
- **公司的营业收入构成较为稳定。综合物流服务为核心收入来源，其他主要收入来源包括非汽车商品综合物流服务和服务业收入。**自 2020 年至 2022 年，综合物流服务占营业收入的比重各年均超过 80%，是公司最核心的收入来源。随着新能源汽车行业蓬勃发展及 2023 年 1 月《关于支持新能源商品汽车铁路运输服务新能源汽车产业发展的意见》印发，公司主营有望进一步提升。
- **公司销售净利率和毛利率整体保持下降，销售费用率和管理费用率波动较大，财务费用率基本保持稳定。**2018-2022 年，公司销售净利率分别为 5.45%、7.33%、7.34%、5.15% 和 1.59%，销售毛利率分别为 18.05%、14.62%、13.64%、11.38% 和 7.50%。
- **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。

2023 年 10 月 27 日

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

《芯能转债：工商业分布式光伏优质运营商》

2023-10-27

《泰坦转债：纺织机械制造的领跑者》

2023-10-26

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	6
3.1 财务数据分析.....	6
3.2 公司亮点.....	8
4.风险提示	9

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	7
图 4:	2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5:	2018-2023H1 销售费用率水平 (%)	8
图 6:	2018-2023H1 财务费用率水平 (%)	8
图 7:	2018-2023H1 管理费用率水平 (%)	8
图 8:	2012-2023 中国新能源汽车月度销量 (单位: 辆)	9
表 1:	三羊转债发行认购时间表	4
表 2:	三羊转债基本条款	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:	相对价值法预测三羊转债上市价格 (单位: 元)	6

1.转债基本信息

表1: 三羊转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-10-24	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	2023-10-25	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2023-10-26	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	2023-10-27	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	2023-10-30	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2023-10-31	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	2023-11-01	《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: 三羊转债基本条款

转债名称	三羊转债	正股名称	三羊马
转债代码	127097.SZ	正股代码	001317.SZ
发行规模	2.10 亿元	正股行业	交通运输-铁路公路-铁路运输
存续期	2023 年 10 月 26 日至 2029 年 10 月 25 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	37.65 元	转股期	2024 年 05 月 01 日至 2029 年 10 月 25 日
票面利率	0.30%、0.50%、1.00%、1.60%、2.30%、2.80%		
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 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
三羊马运力提升项目	15181.97	15000.00
偿还银行借款	6000.00	6000.00
合计	21181.97	21000.00

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	72.40 元	转换平价 (以 2023/10/25 收盘价)	95.27 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	38.12%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	4.96%
纯债到期收益率 YTM	2.95%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 72.4 元, YTM 为 2.95%。三羊转债存续期为 6 年, 东方金诚国际信用评级为 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%、1.60%、2.30%、2.80%, 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 8.76% (2023-10-24) 计算, 纯债价值为 72.40 元, 纯债对应的 YTM 为 2.95%, 债底保护一般。

当前转换平价为 95.27 元, 平价溢价率为 4.96%。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 05 月 01 日至 2029 年 10 月 25 日。初始转股价 37.65 元/股, 正股三羊马 10 月 24 日的收盘价为 35.87 元, 对应的转换平价为 95.27 元, 平价溢价率为 4.96%。

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 6.51%。按初始转股价 37.65 元计算, 转债发行 2.10 亿元对总股本稀释率为 6.51%, 对流通盘的稀释率为 15.84%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计三羊转债上市首日价格在 108.12~120.70 元之间。按三羊马 2023 年 10 月 24 日收盘价测算, 当前转换平价为 95.27 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的迪贝转债 (平价 100.87 元, 评级 A+, 存续规模 2.30 亿元)、深科转债 (平价 92.32 元, 评级 A+, 存续规模 3.60 亿元)、开能转债 (平价 100.35 元, 评级 A+, 存续规模 2.50 亿元), 截至 2023/10/24, 转股溢价率分别为 21.86%、36.61%、29.66%。

2) 参考近期上市的宇邦转债 (上市首日转换价值 88.71 元)、运机转债 (上市首日转换价值 92.42 元)、盟升转债 (上市首日转换价值 103.56 元), 三只转债上市首日转股溢价率分别为 39.77%、24.32%、39.52%。

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, 交通运输行业的转股溢价率为 23.34%, 中债企业债到期收益为 8.76%, 2023 年半年报显示三羊马前十大股东持股比例为 68.41%, 2023 年 10 月 24 日中证转债成交额为 40,533,432,897 元, 取对数得 24.43。因此, 可以计算出三羊转债上市首日转股溢价率为 19.12%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到三羊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 108.12~120.70 元之间。

表5: 相对价值法预测三羊转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		15.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	34.08	104.08	105.90	108.61	111.33	113.14
-3%	34.79	106.28	108.12	110.90	113.67	115.52
2023/10/24 收盘价	35.87	109.56	111.47	114.33	117.18	119.09
3%	36.95	112.85	114.81	117.76	120.70	122.66
5%	37.66	115.04	117.04	120.04	123.04	125.04

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 70.52%。三羊马的前十大股东合计持股比例为 68.41% (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 70.52%。

我们预计中签率为 0.0007%。三羊转债发行总额为 2.10 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 70.52%, 剩余网上投资者可申购金额为 0.62 亿元。三羊转债仅设置网上发行, 近期发行的艾录转债 (评级 A+, 规模 5.00 亿元) 网上申购数约 864.09 万户, 震裕转债 (评级 AA-, 规模 11.95 亿元) 886.92 万户, 雅创转债 (评级 A+, 规模 3.63 亿元) 885.65 万户。我们预计三羊转债网上有效申购户数为 878.89 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0007%。

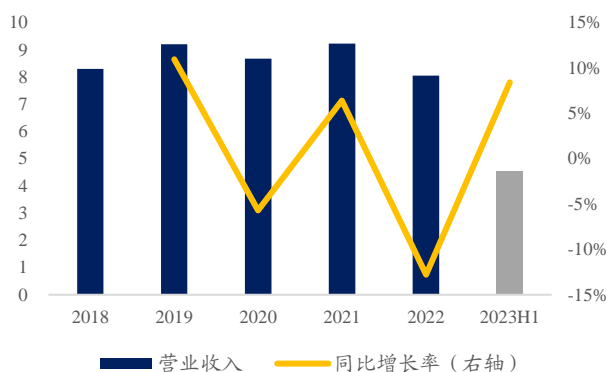
3.正股基本面分析

3.1 财务数据分析

三羊马(重庆)物流股份有限公司是一家主要通过公铁联运方式为汽车行业和快速消费品行业提供综合服务的第三方物流企业。公司以物流结点为标准化作业单元, 充分依托铁路长距离、大批量、安全环保的优势, 融入信息化技术手段, 构建起以铁路为核心的多式联运物流网络, 利用网络内不同结点的拆分组合, 匹配多样化需求, 为客户提供集物流方案设计、集合分拨、货物装卸等全方位、一体化的综合物流服务。公司目前业务涵盖以整车运输为核心, 以快消品运输为补充的全程物流服务及基于公铁联运所涉及的铁路场站及区域分拨仓库作业所衍生的两端作业服务。

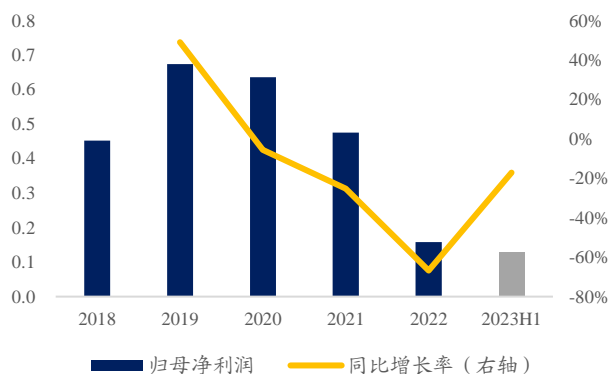
2018-2022 年公司营收波动下行，复合增速为-0.75%。其中，2019 年和 2021 年营收同比增加，2020 年和 2022 年营收同比减少。2022 年公司实现营收 8.05 亿元，同比下降 12.79%。与此同时，公司归母净利润总体呈下降趋势，**2018-2022 复合增速为-23.14%。**2022 年，公司实现归母净利润 0.16 亿元，同比下降 66.78%。2020 年，受外部环境变化影响，公司营业收入和归母净利润均略有下滑；2021 年公司归母净利润未能随营收的增长而增加，主要系当期客户降价及油价上升导致毛利减少和政府补助减少；而 2022 年营收和归母净利润的双下滑主要系受本年度上海、新疆、西藏、兰州、重庆等地部分月度无法全面开展作业导致公司收入下降，同时汽柴油价格大幅上涨，导致公司成本上升。

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

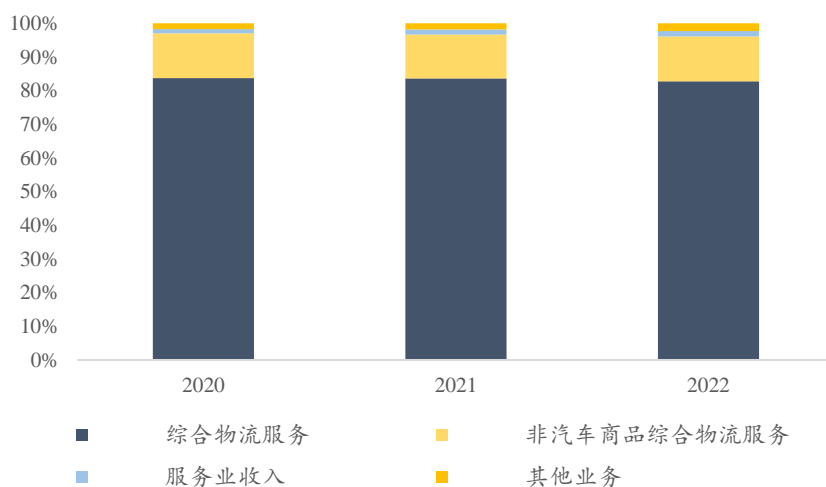
图2：2018-2023H1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的营业收入构成较为稳定。综合物流服务为核心收入来源，其他主要收入来源包括非汽车商品综合物流服务和服务业收入。自 2020 年至 2022 年，综合物流服务占营业收入的比重各年均超过 80%，是公司最核心的收入来源。

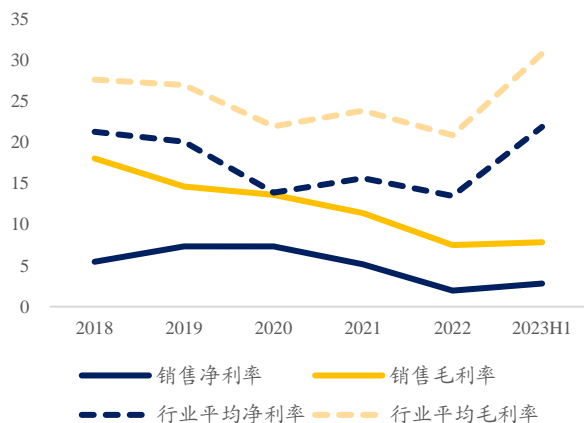
图3：2020-2022 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

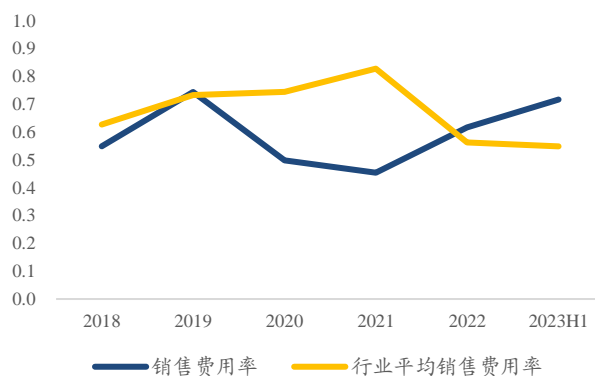
公司销售净利率和毛利率整体保持下降，销售费用率和管理费用率波动较大，财务费用率基本保持稳定。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 5.45%、7.33%、7.34%、5.15%和 1.59%，销售毛利率分别为 18.05%、14.62%、13.64%、11.38%和 7.50%。公司净利率、毛利率下降主要由于汽车产销增速放缓背景下，汽车主机厂商产销分化明显；国内汽柴油价格上涨影响；再加上扩大物流网络布局影响。

图4：2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平（%）



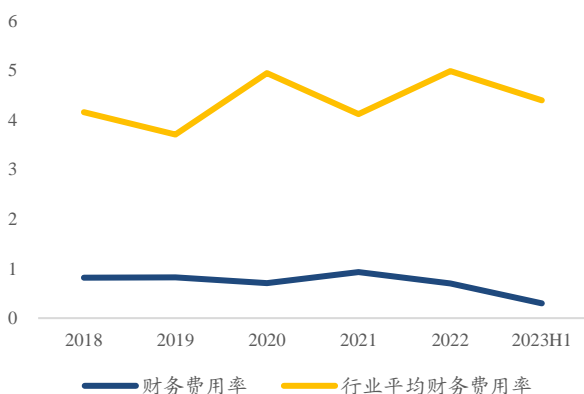
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023H1 销售费用率水平（%）



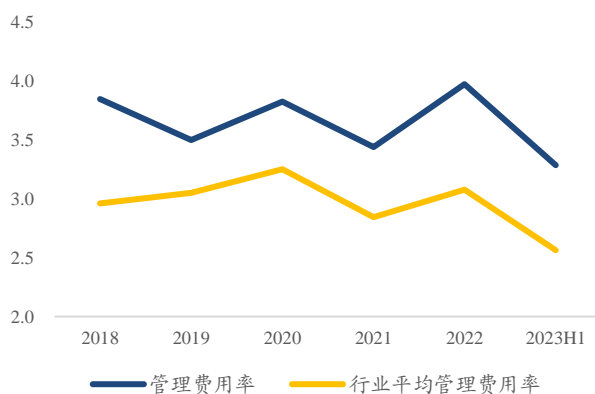
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

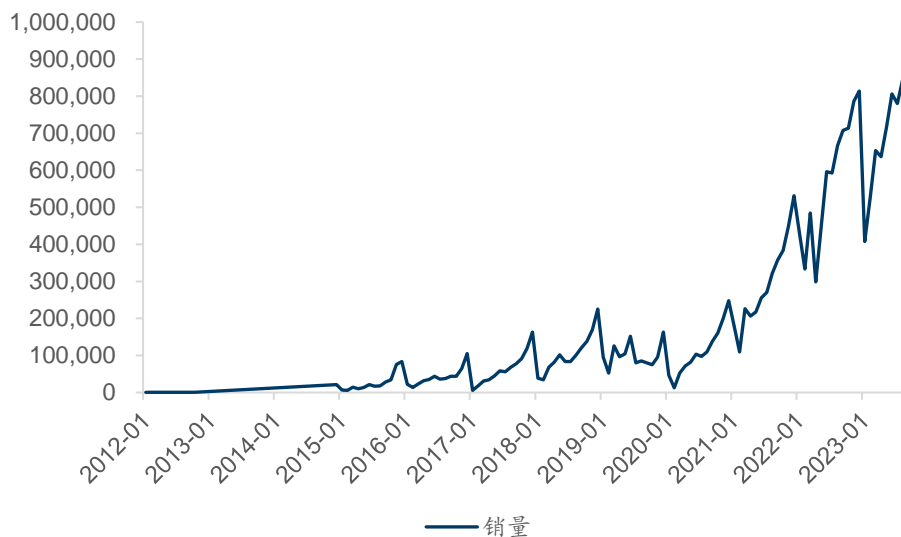
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2 公司亮点

提升自有车辆运力，顺应下游市场蓬勃发展。公司整车业务在营业收入中占比最大，多年来高居 80%以上。整车业务与汽车产销量直接相关，其市场规模及变化情况直接影响汽车物流行业的发展变化。自 2011 年，我国新能源汽车销量快速增长，新能源汽车的快速发展，带动汽车物流市场发生较大变化。本次募投项目投产后，公司在现有区域或线路投放的车辆数量将大幅增加，预期在现有区域或线路的市场占有率和作业量将大

幅提升，其中公司预计在募投项目达产后转驳服务作业量将增加 4.91 倍，全程公路运输服务作业量将增加 8.82 倍。通过购置车辆运输车，加大物流网络布局，优化重点区域的物流作业能力，将进一步提升公司核心竞争力，实现运输规模、服务水平、管理能力的提升。

图8：2012-2023 中国新能源汽车月度销量（单位：辆）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

铁路运量上升，公铁联运迎来更大的市场机遇。2022 年 12 月 15 日《“十四五”现代物流发展规划》要求加快构建现代物流体系、促进经济高质量发展。2023 年 1 月 3 日《关于支持新能源商品汽车铁路运输服务新能源汽车产业发展的意见》的印发，聚焦企业反映突出的新能源商品汽车铁路运输需求，明确铁路支持政策，积极鼓励开展新能源商品汽车铁路运输业务。中铁特货作为铁路部门专门设立的汽车承运机构，为将自身有限的资源与管理能力集中于整合社会资源（运力、仓配等）等环节，通常将两端作业环节采取外包的形式。随着铁路运输商品车比重的提升，铁路两端作业要求的提高，公司这种专业通过公铁联运方式从事商品车物流运输的物流服务商迎来更大的市场机遇。

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>