东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

固收点评 20240708

赛龙转债：国内改性塑料领域领先企业

2024 年 07 月 08 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

《低价转债这轮配置窗口期不会过短》 2024-07-07

《二级资本债周度数据跟踪（20240701-20240705）》 2024-07-07

事件

- **赛龙转债（123242.SZ）于 2024 年 7 月 8 日开始网上申购：**总发行规模为 2.50 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于西南生产基地建设项目和补充流动资金。
- **当前债底估值为 81.12 元，YTM 为 3.26%。**赛龙转债存续期为 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%、1.70%、2.30%、2.80%，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 A+中债企业债到期收益率 7.00%（2024-07-05）计算,纯债价值为 81.12 元，纯债对应的 YTM 为 3.26%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 108.26 元，平价溢价率为-7.63%。**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 2025 年 01 月 12 日至 2030 年 07 月 07 日。初始转股价 36.81 元/股，正股聚赛龙 7 月 5 日的收盘价为 39.85 元，对应的转换平价为 108.26 元，平价溢价率为-7.63%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.45%。**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 36.81 元计算，转债发行 2.50 亿元对总股本稀释率为 12.45%，对流通盘的稀释率为 22.74%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计赛龙转债上市首日价格在 128.11~142.73 元之间，我们预计中签率为 0.0011%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到赛龙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 25%左右，对应的上市价格在 128.11~142.73 元之间。我们预计网上中签率为 0.0011%，建议积极申购。
- **公司是一家专业从事改性塑料的研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括改性通用塑料、改性工程塑料、改性特种工程塑料及其他高分子材料等产品。**秉持着“重视顾客需求，赢得客户信赖，提供高科技产品，谋求共同发展”的理念，经过多年的持续耕耘，公司已经成为我国改性塑料领域的领先企业之一，能够在技术、质量、服务、供应等全方位不断为客户提供高性能、高价值的改性塑料综合解决方案。
- **2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 10.27%。**自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“M 型”波动，2019-2023 年复合增速为 10.27%。2023 年，公司实现营业收入 14.77 亿元，同比增加 13.34pct。与此同时，归母净利润却呈现波动下滑态势，2019-2023 年复合增速为-5.97%。2023 年实现归母净利润 0.37 亿元，同比增加 7.70pct。
- **聚赛龙营业收入来源包括改性塑料和原料贸易两部分，其中改性塑料为其核心主营业务。**2021 年以来，聚赛龙改性塑料业务收入占比逐年提升，2021-2023 分别为 96.67%、97.96%、98.45%。
- **聚赛龙销售净利率和毛利率呈现下滑态势，销售费用率近年逐渐上升，财务费用率和管理费用率趋稳。**2019-2023 年，公司销售净利率分别为 4.76%、6.95%、4.92%、2.52%和 2.02%，销售毛利率分别为 15.82%、16.23%、12.39%、10.23%和 10.84%。
- **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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 转债基本信息 4
2. 投资申购建议 6
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 10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 2019-2024Q1 营业收入及同比增速（亿元）.....8
图 2: 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速（亿元）.....8
图 3: 2021-2023 年营业收入构成.....8
图 4: 2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平（%）.....9
图 5: 2019-2024Q1 销售费用率水平（%）.....9
图 6: 2019-2024Q1 财务费用率水平（%）.....9
图 7: 2019-2024Q1 管理费用率水平（%）.....9

表 1: 赛龙转债发行认购时间表.....4
表 2: 赛龙转债基本条款.....5
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: 相对价值法预测赛龙转债上市价格（单位：元）.....7

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 转债基本信息

表1：赛龙转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/7/4	1、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	2024/7/5	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024/7/8	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（无需缴付申购资金）
T+1	2024/7/9	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	2024/7/10	1、刊登《中签号码公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2024/7/11	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	2024/7/12	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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表2：赛龙转债基本条款

转债名称	赛龙转债	正股名称	聚赛龙
转债代码	123242.SZ	正股代码	301131.SZ
发行规模	2.50 亿元	正股行业	基础化工-塑料-改性塑料
存续期	2024 年 07 月 08 日至 2030 年 07 月 07 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	36.81 元	转股期	2025 年 01 月 12 日至 2030 年 07 月 07 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.70%,2.30%,2.80%.		
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 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
西南生产基地建设项目	24,045.00	19,000.00
补充流动资金	6,000.00	6,000.00
合计	**30,045.00**	**25,000.00**

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	81.12 元	转换平价（以 2024/06/13 收盘价）	108.26 元
纯债溢价率（以面值 100 计算）	23.27%	平价溢价率（以面值 100 计算）	-7.63%
纯债到期收益率 YTM	3.26%		

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

当前债底估值为 81.12 元，YTM 为 3.26%。赛龙转债存续期为 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%、1.70%、2.30%、2.80%，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 A+中债企业债到期收益率 7.00%（2024-07-05）计

算,纯债价值为 81.12 元，纯债对应的 YTM 为 3.26%，债底保护一般。

当前转换平价为 108.26 元，平价溢价率为-7.63%。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 2025 年 01 月 12 日至 2030 年 07 月 07 日。初始转股价 36.81 元/股，正股聚赛龙 7 月 5 日的收盘价为 39.85 元，对应的转换平价为 108.26 元，平价溢价率为-7.63%。

转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.45%。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 36.81 元计算，转债发行 2.50 亿元对总股本稀释率为 12.45%，对流通盘的稀释率为 22.74%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计赛龙转债上市首日价格在 128.11~142.73 元之间。按聚赛龙 2024 年 7 月 5 日收盘价测算，当前转换平价为 108.26 元。

1）参照平价、评级和规模可比标的华体转债（转换平价 37.77 元，评级 A+，发行规模 2.088 亿元）、瀛通转债（转换平价 40.99 元，评级 AA-，发行规模 3.亿元）、山石转债（转换平价 41.76 元，评级 A+，发行规模 2.6743 亿元），7 月 5 日转股溢价率分别为 202.21%、151.84%、129.47%。

2）参考近期上市的宏柏转债（上市日转换平价 94.81 元）、湘泵转债（上市日转换平价 106.24 元）、伟 24 转债（上市日转换平价 109.85 元），上市当日转股溢价率分别为 25.25%、15.43%、43.20%。

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，基础化工行业的转股溢价率为 25.63%，中债企业债到期收益为 7.00%，2024 年一季报显示聚赛龙前十大股东持股比例为 60.65%，2024 年 7 月 5 日中证转债成交额为 61,490,273,903 元，取对数得 24.84。因此，可以计算出赛龙转债上市首日转股溢价率为 22.49%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到赛龙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 25%左右，对应的上市价格在 128.11~142.73 元之间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表5：相对价值法预测赛龙转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	37.86	123.41	125.47	128.56	131.64	133.70
-3%	38.65	126.01	128.11	131.26	134.41	136.51
2024/07/05 收盘价	39.85	129.91	132.08	135.32	138.57	140.74
3%	41.05	133.81	136.04	139.38	142.73	144.96
5%	41.84	136.41	138.68	142.09	145.50	147.77

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 68.20%。聚赛龙的前十大股东合计持股比例为 60.65%（2024/03/31），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 68.20%。

我们预计中签率为 0.0011%。赛龙转债发行总额为 2.50 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 68.20%，剩余网上投资者可申购金额为 0.80 亿元。赛龙转债仅设置网上发行，近期发行的欧通转债（评级 AA-，规模 6.45 亿元）网上申购数约 663.44 万户，泰瑞转债（评级 AA-，规模 3.38 亿元）715.76 万户，利扬转债（评级 A+，规模 5.2 亿元）710.21 万户。我们预计赛龙转债网上有效申购户数为 696.47 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0011%。

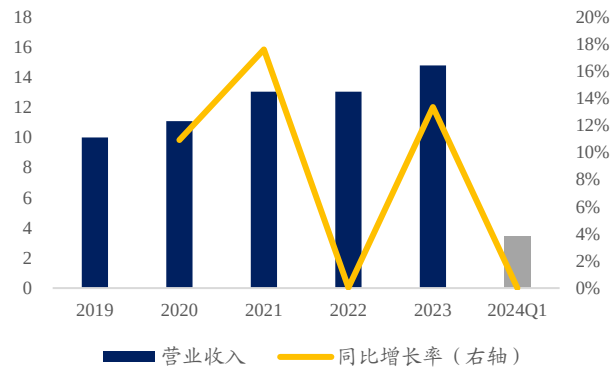
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

公司是一家专业从事改性塑料的研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括改性通用塑料、改性工程塑料、改性特种工程塑料及其他高分子材料等产品。秉持着“重视顾客需求，赢得客户信赖，提供高科技产品，谋求共同发展”的理念，经过多年的持续耕耘，公司已经成为我国改性塑料领域的领先企业之一，能够在技术、质量、服务、供应等全方位不断为客户提供高性能、高价值的改性塑料综合解决方案。目前，公司的产品已广泛用于家用电器、汽车工业、医护用品、电子通信等领域，客户包括美的集团、苏泊尔、格兰仕集团、海信集团、丰田集团、延锋汽车、东风集团、普联技术等下游领域龙头或知名企业，公司品牌在市场内具备良好的声誉。2008 年起，公司连续多年被认定为“高新技术企业”；2012 年，公司被认定为“广东省创新型试点企业”；2014 年，公司研发中心下属实验室被认定为“国家科技兴贸创新基地(新材料产业)重点实验室”；2015 年，公司获授“广东省省级企业技术中心”；2017 年，公司被认定为“广州市制造业骨干企业”，2018 年，公司研发中心下属实验室被认定为“国家(CNAS)认证实验室”；2019 年，公司被认定为“广东省高成长中小企业”。

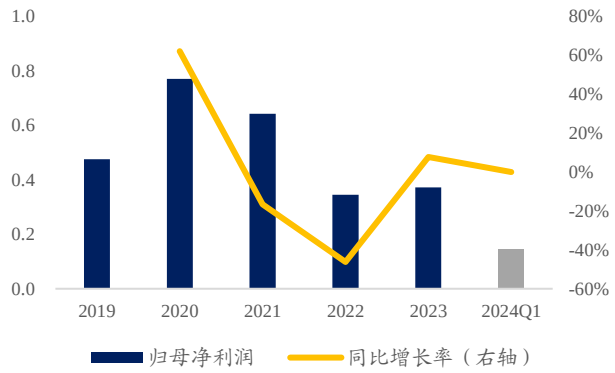
2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 10.27%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“M 型”波动，2019-2023 年复合增速为 10.27%。2023 年，公司实现营业收入 14.77 亿元，同比增加 13.34pct。与此同时，归母净利润却呈现波动下滑态势，2019-2023 年复合增速为-5.97%。2023 年实现归母净利润 0.37 亿元，同比增加 7.70pct。截至最新报告期（2024/03/31），2024 Q1 聚赛龙的营业收入和归母净利润规模分别达到 3.41 亿元、0.14 亿元。

图1：2019-2024Q1 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

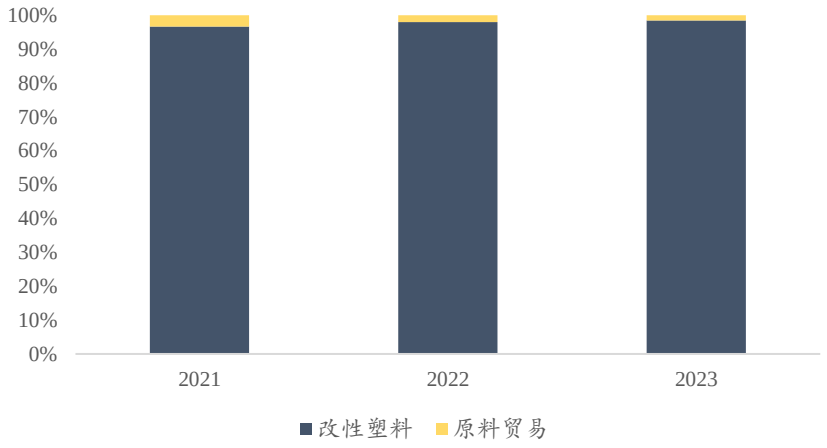
图2：2019-2024Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

聚赛龙营业收入来源包括改性塑料和原料贸易两部分，其中改性塑料为其核心主营业务。2021 年以来，聚赛龙改性塑料业务收入占比逐年提升，2021-2023 分别为 96.67%、97.96%、98.45%。

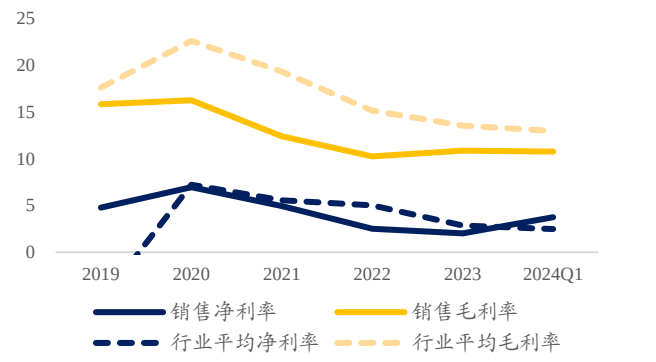
图3：2021-2023 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

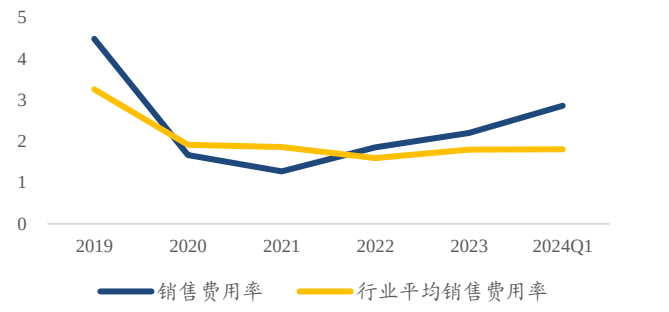
聚赛龙销售净利率和毛利率呈现下滑态势，销售费用率近年逐渐上升，财务费用率和管理费用率趋稳。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 4.76%、6.95%、4.92%、2.52%和 2.02%，销售毛利率分别为 15.82%、16.23%、12.39%、10.23%和 10.84%。聚赛龙销售毛利率整体高于行业均值，销售净利率与行业平均水平大致趋同。随着宏观经济的逐步回暖、下游市场需求的回升及原材料采购价格的回落，2023 年公司毛利率较 2022 年略有回升。2024Q1，公司实现销售毛利率 10.75%，同比上升 1.16pct；实现销售净利率 3.75%，同比上升 1.95pct。2021-2023 年，公司销售费用率整体呈上升趋势，主要系随着经营规模的扩大，公司为增强行业竞争力及积极应对宏观经济波动，在市场开拓和产品研发等方面持续投入所致。

图4：2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



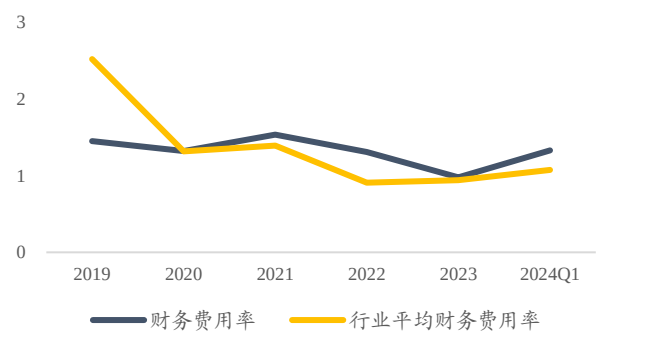
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1 销售费用率水平（%）



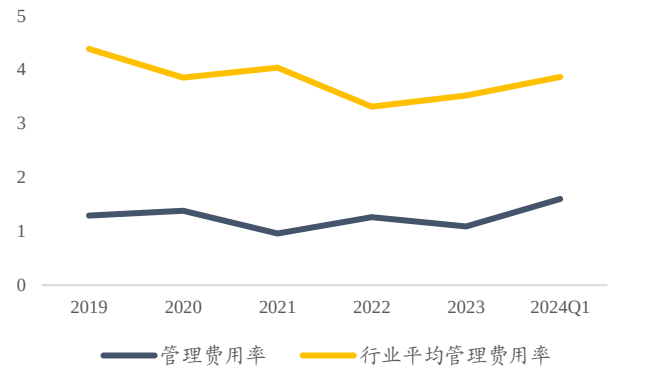
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2024Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2024Q1 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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.2. 公司亮点

聚赛龙国内改性塑料领域领先企业，主要亮点包括：**1）技术研发与应用转化优势。**公司坚持自主研发创新，已取得了多项发明专利，掌握多种改性技术及产品配方，为公司改性塑料产品的持续生产提供充分的技术支持。**2）客户资源优势。**公司在家用电器、汽车工业等领域积累了大量的优质客户资源，具有较强的定制化特点，客户黏性较强。**3）区位优势。**公司已在华东、华南地区有成熟的产业布局，与主要客户和供应商均合作多年，形成了稳定的合作关系，形成区域竞争优势。

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。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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