

## 固收点评 20240801

# 松原转债：汽车安全领域领跑者

关键词：#新需求、新政策

2024年08月01日

### 事件

- 松原转债(123244.SH)于2024年8月1日开始网上申购：总发行规模为4.10亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产1,330万套汽车安全系统及配套零部件项目。
- 当前债底估值为81.24元，YTM为3.12%。松原转债存续期为6年，联合资信评估股份有限公司资信评级为A+/A+，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，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6.81%（2024-07-30）计算，纯债价值为81.24元，纯债对应的YTM为3.12%，债底保护尚可。
- 当前转换平价为99.48元，平价溢价率为0.53%。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02月07日至2030年07月31日。初始转股价28.7元/股，正股松原股份7月30日的收盘价为28.55元，对应的转换平价为99.48元，平价溢价率为0.53%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为5.94%。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28.7元计算，转债发行4.10亿元对总股本稀释率为5.94%，对流通盘的稀释率为11.23%，对股本摊薄压力较小。

### 观点

- 我们预计松原转债上市首日价格在127.37~141.40元之间，我们预计中签率为0.0015%。综合可比标的以及实证结果，考虑到松原转债的债底保护性尚可，评级较低、规模较小、交易属性较强，我们预计上市首日转股溢价率在35%左右，对应的上市价格在127.37~141.40元之间。我们预计网上中签率为0.0015%，建议积极申购。
- 2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为28.82%。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“V型”波动，2019-2023年复合增速为28.82%。2023年，公司实现营业收入12.80亿元，同比增加29.09%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023年复合增速为25.16%。2023年实现归母净利润1.98亿元，同比增加67.56%。
- 公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率趋稳和管理费用率下降。2019-2023年，公司销售净利率分别为17.33%、16.80%、14.93%、11.90%和15.45%，销售毛利率分别为37.22%、34.44%、33.10%、28.39%和31.52%。
- 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

《如何看待7月PMI对债市启示？》

2024-07-31

《奥锐转债：高质量国际化制药领域领跑者》

2024-07-29

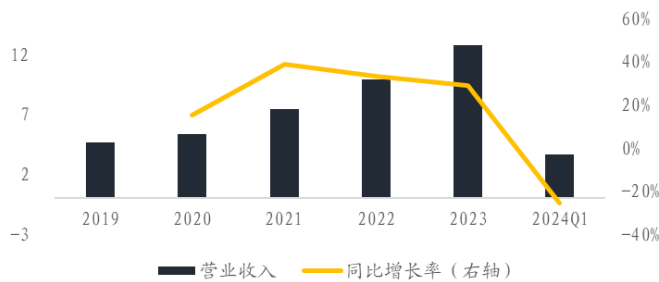
## 内容目录

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

### 图表目录

图 1: 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元) .....7  
 图 2: 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元) .....7  
 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  
 图 8: 松原股份主营产品一览.....10

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



.....7

## 1. 转债基本信息

表1: 松原转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/07/30	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	2024/07/31	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024/08/01	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	2024/08/02	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	2024/08/05	1、刊登《中签号码公告》; 2、网上中签缴款日
T+3	2024/08/06	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	2024/08/07	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: 松原转债基本条款

转债名称	松原转债	正股名称	松原股份
转债代码	123244.SZ	正股代码	300893.SZ
发行规模	4.10 亿元	正股行业	汽车-汽车零部件-车身附件及饰件
存续期	2024 年 08 月 01 日至 2030 年 07 月 31 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	28.7 元/股	转股期	2025 年 02 月 07 日至 2030 年 07 月 31 日
票面利率	0.20%, 0.40%, 0.80%, 1.50%, 2.00%, 2.50%.		
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
年产 1,330 万套汽车安全系统 及配套零部件项目 (一期工程)	35,447.59	28,700.00
补充流动资金及偿还银行借款	12,300.00	12,300.00
<b>合计</b>	<b>47,747.59</b>	<b>41,000.00</b>

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	81.24 元	转换平价 (以 2024/07/30 收盘价)	99.48 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	23.09%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	0.53%
纯债到期收益率 YTM	3.12%		

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

当前债底估值为 81.24 元，YTM 为 3.12%。松原转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，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 6.81%（2024-07-30）计算，纯债价值为 81.24 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护尚可。

当前转换平价为 99.48 元，平价溢价率为 0.53%。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 02 月 07 日至 2030 年 07 月 31 日。初始转股价 28.7 元/股，正股松原股份 7 月 30 日的收盘价为 28.55 元，对应的转换平价为 99.48 元，平价溢价率为 0.53%。

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 5.94%。按初始转股价 28.7 元计算，转债发行 4.10 亿元对总股本稀释率为 5.94%，对流通盘的稀释率为 11.23%，对股本摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

我们预计松原转债上市首日价格在 127.37~141.40 元之间。按松原股份 2024 年 7 月 30 日收盘价测算，当前转换平价为 99.48 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的天壕转债（转换平价 106.83 元，评级 A+，发行规模 4.23 亿元）、今飞转债（转换平价 80.39 元，评级 A+，发行规模 3.68 亿元）、测绘转债（转换平价 106.07 元，评级 A+，发行规模 4.07 亿元），7 月 30 日转股溢价率分别为 12.66%、49.16%、24.45%。

2) 参考近期上市的严牌转债（上市日转换平价 92.22 元）、欧通转债（上市日转换平价 85.18 元）、赛龙转债（上市日转换平价 92.23 元），上市当日转股溢价率分别为、38.80%、31.26%、70.55%。

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 15.96%，中债企业债到期收益率为 6.81%，2024 年一季报显示松原集团前十大股东持股比例为 80.32%，2024 年 7 月 30 日中证转债成交额为 49,280,188,200 元，取对数得 24.62。因此，可以计算出松原转债上市首日转股溢价率为 21.57%。综合可比标的以及实证结果，考虑到松原转债的债底保护性尚可，评级较低、规模较小、交易属性较强，我们预计上市首日转股溢价率在 35%左右，对应的上市价格在 127.37~141.40 元之间。

表5: 相对价值法预测松原转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		30.00%	32.00%	35.00%	38.00%	40.00%
-5%	27.12	122.85	124.74	127.58	130.41	132.30
-3%	27.69	125.44	127.37	130.27	133.16	135.09
2024/07/30 收盘价	28.55	129.32	131.31	134.29	137.28	139.27
3%	29.41	133.20	135.25	138.32	141.40	143.45
5%	29.98	135.79	137.88	141.01	144.14	146.23

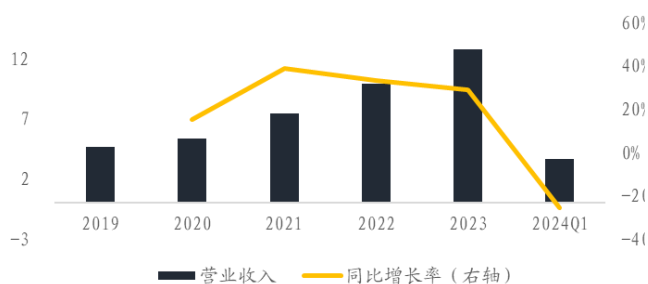
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 74.10%。松原股份的前十大股东合计持股比例为 80.32% (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 74.10%。

我们预计中签率为 0.0015%。松原转债发行总额为 4.10 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 74.10%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.06 亿元。松原转债仅设置网上发行, 近期发行的奥锐转债 (评级 AA-, 规模 8.12 亿元) 网上申购数约 704.59 万户, 合顺转债 (评级 AA-, 规模 3.38 亿元) 726.85 万户, 振华转债 (评级 AA, 规模 4.0621 亿元) 714.29 万户。我们预计松原转债网上有效申购户数为 715.24 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0015%。

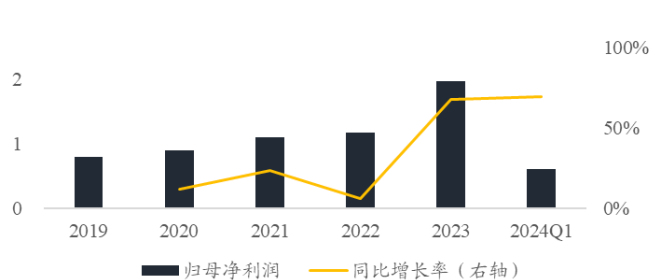
### 3. 正股基本面分析

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

#### 3.1. 财务数据分析

浙江松原汽车安全系统股份有限公司专业从事汽车安全带总成及零部件等汽车被动安全系统产品及特殊座椅安全装置的研发、设计、生产、销售及服务。由于特殊座椅

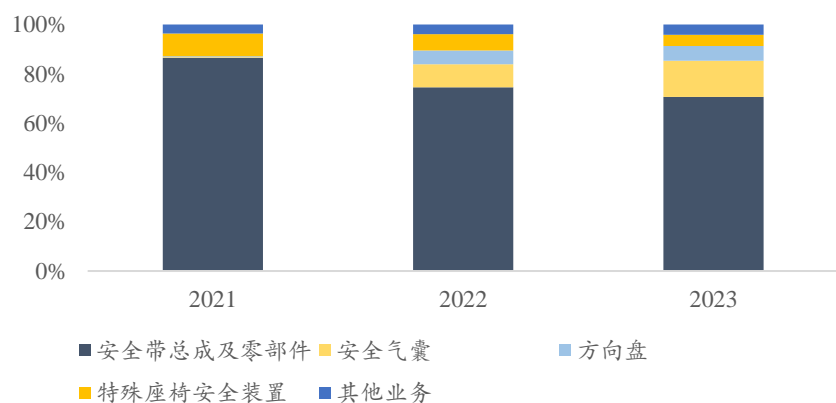


应用场景的特殊性，通常对安全装置有个性化的设计和制造要求，公司同时为国内外主流汽车整车厂及座椅厂提供汽车被动安全系统解决方案及特殊座椅安全装置。公司致力于国内汽车被动安全系统自主品牌的发展，坚持“舒适、安全、可靠、环保”的经营理念，为交通出行提供满足安全创想的汽车被动安全系统解决方案。

2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为28.82%。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“V型”波动，2019-2023年复合增速为28.82%。2023年，公司实现营业收入12.80亿元，同比增加29.09%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023年复合增速为25.16%。2023年实现归母净利润1.98亿元，同比增加67.56%。截至最新报告期（2024/03/31），2024年Q1，松原股份的营业收入和归母净利润规模分别达到3.68亿元、0.61亿元。

公司主营业务为汽车安全带总成、安全气囊、方向盘等汽车被动安全系统产品及特殊座椅安全装置的研发、设计、生产、销售及服务。2021-2023年度，随着生产经营规模的扩大，公司营业收入逐年增加。2022年度，公司营业收入较2021年度增长33.12%，主要是受(1)公司安全带总成业务保持持续增长；(2)新产品汽车安全气囊、汽车方向盘放量增长等因素影响。2023年度，公司营业收入较2022年度增长29.09%，主要是受(1)公司安全带总成业务保持持续增长；(2)汽车安全气囊、汽车方向盘业务持续增长等因素影响。

图 3：2021-2023 年营业收入构成



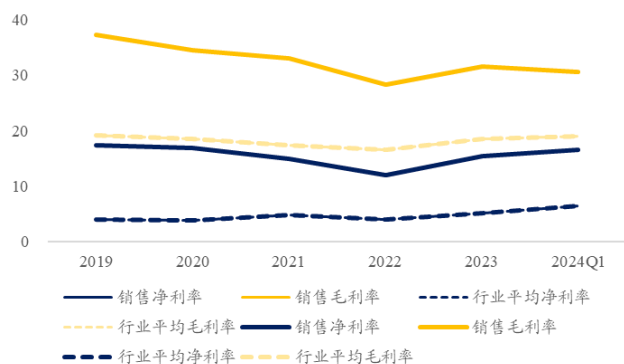
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

松原股份销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率趋稳和管理费用



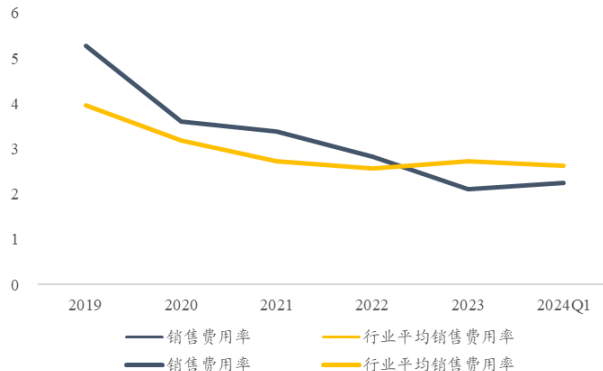
率下降。2019-2023 年,公司销售净利率分别为 17.33%、16.80%、14.93%、11.90%和 15.45%,销售毛利率分别为 37.22%、34.44%、33.10%、28.39%和 31.52%。公司毛利主要来源于汽车安全带总成和特殊座椅安全装置。2022 年,随着汽车安全气囊和汽车方向盘业务迅速放量增长,其合计对公司主营业务毛利的贡献率快速增长至 9.46%,在 2023 年度进一步增长至 12.87%。报告期内,公司销售费用主要由货运仓储费、职工薪酬、业务招待费和售后费用构成。2022 年度,公司销售费用较 2021 年度上升 289.69 万元,增幅为 11.51%,主要是职工薪酬增长所致。2023 年度销售费用不存在较大幅度变化。2022 年,公司利息支出较 2021 年增长较大,主要系公司因经营规模的扩大新增银行借款和发行可转债所致。2023 年度公司负债规模有所下降,致使当期利息支出有所减少。2022 年度,公司管理费用较 2021 年度上升 751.67 万元,增幅为 14.37%,主要是因为公司股份支付费用增加所致。2023 年度,公司管理费用较 2022 年度下降 381.67 万元,降幅为 6.38%,主要是股份支付金额减少所致。

图 4: 2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)



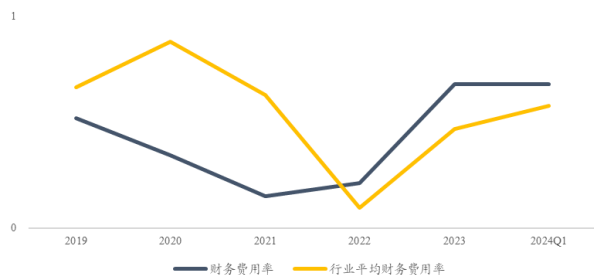
数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2019-2024Q1 销售费用率水平 (%)



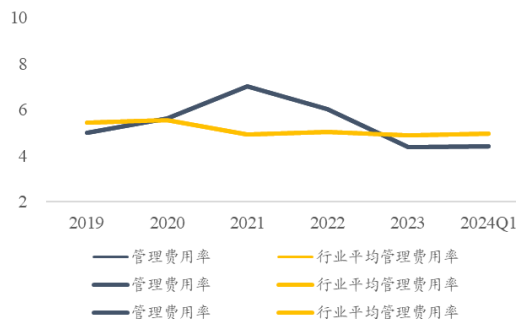
数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2019-2024Q1 财务费用率水平 (%)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2019-2024Q1 管理费用率水平 (%)



数据来源: 公司年报, 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

松原股份自成立以来始终深耕汽车被动安全系统领域，通过多年不断的自主研发以及与整车厂长期合作，突破了外资品牌的长期技术垄断，实现了汽车安全系统产品的自主化生产。近年来，公司与现有整车厂客户合作不断深入，公司利用自身的优势，在安全气囊、方向盘等产品方面，在现有客户基础上实现了供应产品从点到面的突破。公司汽车安全气囊和汽车方向盘产品于 2021 年度实现批量生产。2021 年度和 2022 年度，公司汽车安全气囊的收入分别为 250.61 万元和 9,276.34 万元；汽车方向盘的收入分别为 219.99 万元和 5,445.61 万元，均实现了快速增长。随着公司业务的不断开拓，公司汽车安全气囊和汽车方向盘销售订单快速增长，推动公司扩产需求。公司亦是目前行业内少有的同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺的量产能力及集成化能力的企业，具备为客户提供汽车轻量化解决方案的服务能力。公司是汽车精密铝合金零部件细分领域的龙头企业之一，客户体系优质，且最近三年营业收入复合增长率优于同行业可比上市公司平均水平，具有优势竞争地位。未来公司将凭借产品成本优势、先发优势及整体配套优势，沿着“自主品牌低端-自主品牌高端-合资品牌-外资品牌”战略方向，加速开拓新客户，进一步巩固、扩大和提升公司在汽车被动安全系统行业的知名度及行业地位。

图 8：松原股份主营产品一览



图片来源：公司债券募集说明书，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），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>