

## 固定收益研究/动态点评

2019年03月26日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

殷超  
联系人 yinchao014790@htsc.com

### 相关研究

- 1《固定收益研究：融资需求仍偏弱，关注预期差机会》2019.03
- 2《固定收益研究：欧洲“日本化”甚于美债曲线倒挂》2019.03
- 3《固定收益研究：中装转债：工装服务，平淡的小票》2019.03

# 大丰转债：小而美的“舞台”题材 可转债新券投资价值分析报告

### 核心观点

大丰实业（603081.SH）是行业领先的文体设施整体方案解决商，竞争力和成长性均较强。转债方面，发行规模不大（6亿元），债项评级为AA级，条款一般，债底保护好，申购安全垫较好。定价方面，大丰转债正股当前价格为16.33元，对应平价96.74元，参考小康、凯中等相似个券并结合正股基本面判断，我们认为给予其11%的平价溢价率，对应价格在107元左右。综合上述分析，我们建议一级市场积极申购。

### 基本面：优秀的品牌影响力、明显的资质壁垒，具有较强的行业竞争力

公司是行业领先的文体设施整体方案解决商，其采取“设计+制造+安装+售后”的业务经营模式，面向各类文体场所（学校、剧院、秀场等），产品包括灯光、幕布等一系列舞美设施。行业与基本面方面，公司亮点不少：1、文娱业发展强劲，市场饱和尚远。场馆设施的更新换代需求越来越大，公司作为业内领先企业自然深受其益；2、公司品牌价值高，具备无形壁垒并能持续发力，全国范围达到该强势地位的同类公司较少。大丰以设计理念优秀、产品质量过硬，经历了北京奥运、15年央视春晚、上海世博及国家大剧院等项目检验，品牌影响力强、资质壁垒明显，竞争力与成长性较佳。

### 正股被小幅低估、收入持续增长，拥有文化娱乐题材，未来发展可期

大丰正股当前股价为16.33元，对应PE TTM为28.3x，处于上市以来中游，而其真正的可比公司在A股中鲜有，与业务相通的洪涛股份（33.7x）、宝鹰股份（34.1x）等比较，估值不高。传媒业、文娱业、体育赛事等活动对场馆基本是刚需，行业有一定上升空间。公司具备较强的资质壁垒和丰富的项目经验；本身经营稳健，与央视、世博等大型国有单位业务稳定。

### 公司持股结构集中，短期内质押与解禁风险均较小，整体安全性尚可

公司持股结构集中，丰华、丰岳两人持股分别为23.86%、13.89%；而当前公司股票总质押比例占总股本的5%，风险不大；最近一次解禁将在2020年4月开启，即其IPO股份，占总股本的76%，届时解禁压力不小，但在短期内影响不大。经营方面，公司业务模式以承包为主，主要客户是政府建设部门或政府委托单位，以财政资金为主，垫资情况明显；公司长期在高负债率下运营，有一定的偿债风险。总体看，公司属于次新股，成长性、竞争力俱佳，对业绩风险有一定的防御能力，安全性尚可。

### 条款分析：债底保护好，条款一般，平价尚可，有一定的申购安全垫

大丰转债的票面利率分别为0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%，到期赎回价为116元（含最后一期年度利息），期限为6年，面值对应的YTM为3.36%；债项评级为AA级，以中债6年期AA企业债到期收益率5.22%（2019/3/25）作为贴现率估算，债底价值为90.04元。下修条款为[15/30, 85%]，有条件赎回条款[15/30, 130%]，有条件回售条款[30, 70%，面值+当期应计利息]，中规中矩。大丰正股当前股价为16.33元，对应平价96.74元，综合债底与条款看，该券仍有一定的申购安全垫。

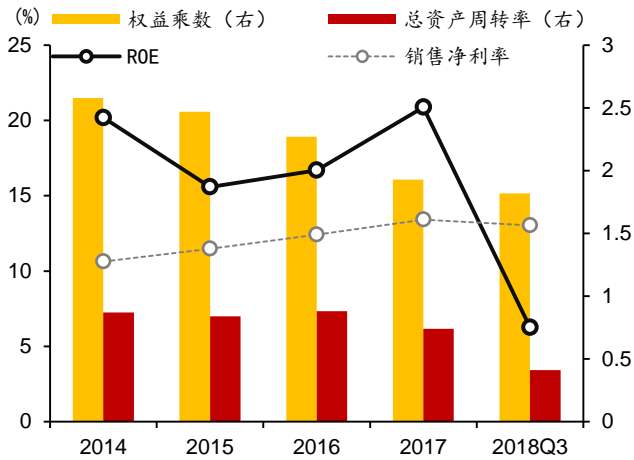
### 上市定位与申购价值分析：

大丰正股当前股价为16.33元，对应平价为96.74元，可参考相近规模、相同评级的迪龙（平价98.78元，平价溢价率10.65%）、凯中（95.69, 15.56%）、小康（99.53, 10.51%）等。大丰转债题材具备稀缺性，且基本面相对可比个券均更佳，加上本身债底保护较好，如果上市定位合理可能会是不错的α品种。结合上述分析，我们预计其上市首日的平价溢价率在11%附近，对应价格在107元左右，建议一级市场积极申购。

风险提示：原材料波动风险；行业竞争加剧导致份额变化较大；政策风险。

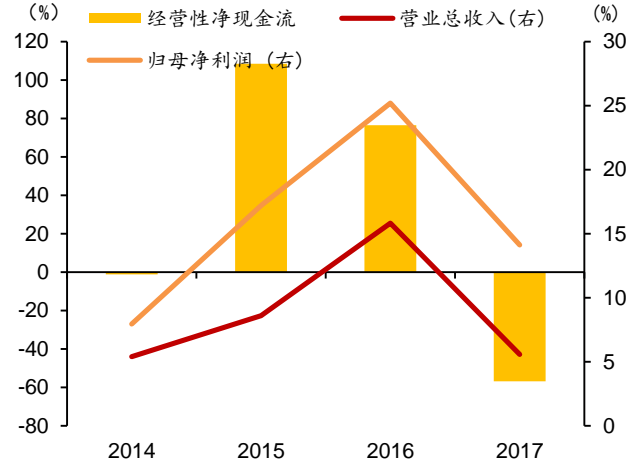
## 正股重要信息

图表1: 杜邦分析-销售净利率持续提升推动ROE上行



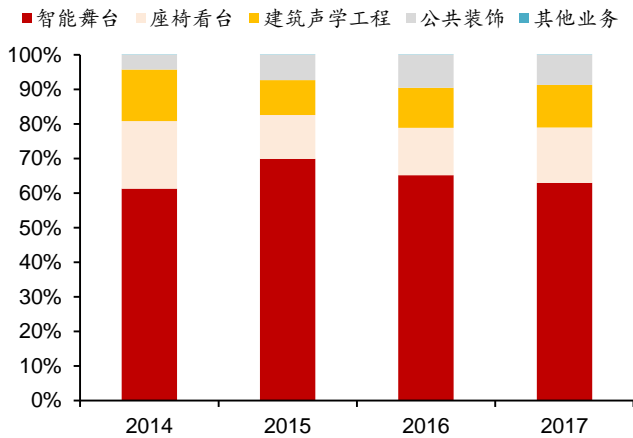
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 营收持续增长但现金流逐渐趋紧 (图中为各项目同比增长率)



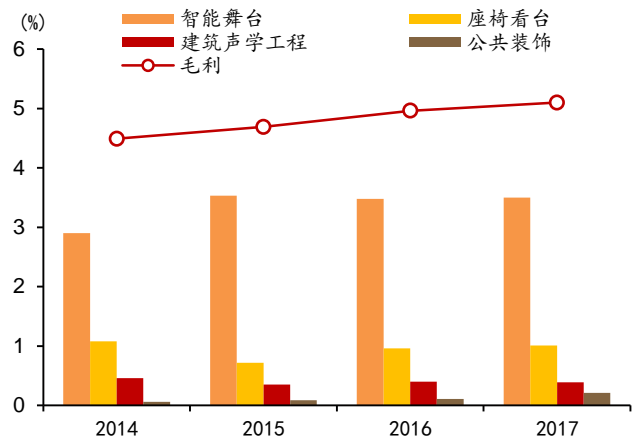
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 大丰实业以智能舞台为主打产品



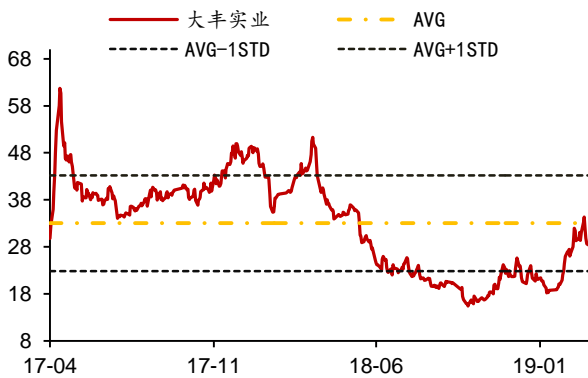
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 大丰实业毛利率保持高位稳定, 智能舞台最具竞争力



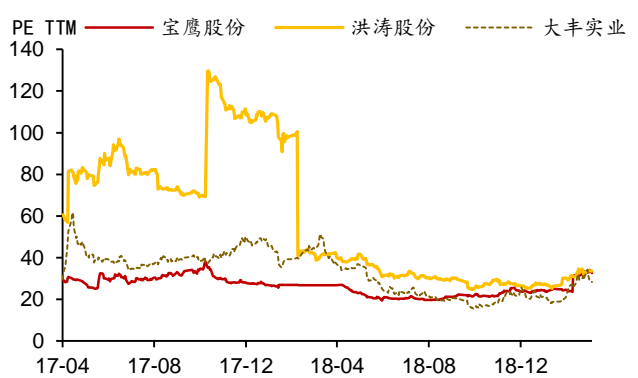
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 大丰实业当前PE (TTM) 估值位于18年来中枢偏低位置



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 相对其他可比公司, 大丰实业估值不高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com