

2020年11月8日

固定收益研究团队

## 全国性品牌，专注于二次供水行业——威派转债申购价值分析

### ——事件点评

**杨为敩（分析师）**

yangweixiao@kysec.cn

证书编号：S0790520050002

**孟子君（联系人）**

mengzijun@kysec.cn

证书编号：S0790120070014

#### ● 全国性二次供水服务商

公司是一家专业化的科技服务公司，从事二次供水设备的研发、生产、销售与服务。主营业务分为无负压二次供水设备业务、变频二次供水设备业务、区域加压泵站业务和其他业务。2020H1 公司无负压二次供水设备业务收入占总营收的 52.38%，变频二次供水设备业务占 36.42%，区域加压泵站业务占 3.96%，其他业务占 7.23%。2020Q1-3 公司实现营业收入 5.92 亿元，同比增长 10.98%，归母净利润 0.84 亿元，同比增长 16.35%；营业收入的增长主要系疫情影响弱化，采购和安装进展迅速，以及公司业务销售成果显著。

#### ● 行业前景可期，公司品牌效益显著

由于二次供水需求分散在全国各地，我国目前二次供水设备行业较为分散，市场集中度不高，全国性品牌较少。公司作为少数的全国性品牌之一，在全国范围内建立了营销渠道，具备全国市场开拓能力和售后服务能力。随着城镇化和“统管统建”二次供水模式的推进，行业发展受到更多重视，国家也出台相关政策大力支持行业发展。行业具有良好的内外部发展环境，公司专注于智能二次供水服务，具有较多发展机遇。

#### ● 预计上市价格中枢约 113.59 元

参考相近行业、相似评级的岱勒转债（评级 A+、规模 2.1 亿元，平价 103.33 元对应转债价格 115.45，转股溢价率 11.72%）、沪工转债（评级 A+、规模 4 亿元，平价 98.55 元对应转债价格 114.06，转股溢价率 15.74%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 11%-15% 区间，价格 111.58-115.6 元，价格中枢 113.59 元。

#### ● 预计中签率约 0.0008%，建议积极申购

威派格的第一大股东为李纪玺，持股比例为 58.36%。前十大股东合计持股 83.94%，股权结构集中。假设原股东有 85% 参与配售，则预计获配 3.57 亿元面值转债，留给市场的规模约为 0.63 亿元。假设威派转债网上申购 830 万户，按照打满计算中签率在 0.0008% 左右，建议积极申购。

**● 风险提示：**宏观经济下滑风险；正股及市场大幅波动风险；新市场开拓不及预期

相关研究报告

## 目 录

1、 发行关键信息 .....	3
2、 威派转债：可能为强股性转债 .....	3
3、 预计上市价格中枢：113.59 元 .....	4
4、 中签率中枢约为 0.0008%，建议积极申购 .....	4
5、 威派格：全国性品牌，专注于二次供水行业 .....	4
5.1、 公司速览：全国性二次供水服务商 .....	4
5.2、 经营概况：2020Q1-3 公司营收/归母净利同比+10.98%/+16.35% .....	5
5.3、 行业前景可期，公司综合竞争力强 .....	6
5.3.1、 行业前景广阔，公司品牌优势明显 .....	6
5.3.2、 持续加强研发，引领行业发展 .....	6
5.3.3、 直销渠道开辟市场，销售网络铺设完善 .....	7
5.4、 同业比较：公司相对估值水平偏高 .....	8
5.5、 威派转债募投项目 .....	8
6、 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1： 2020H1 无负压二次供水设备营收占比 52.38% .....	5
图 2： 公司实控人为李纪玺和孙海玲夫妇 .....	5
图 3： 公司 2020Q1-3 营收同比增长 10.98% .....	5
图 4： 公司 2020Q1-3 归母净利润同比增长 16.35% .....	5
图 5： 2019 公司综合毛利率为 67.66% .....	6
图 6： 2018 年二次供水设备市场规模达到 200 亿元 .....	6
图 7： 公司毛利率行业领先 .....	6
图 8： 2019 年公司研发支出同比增长 59% .....	7
图 9： 公司研发支出占营业收入比重处于行业领先地位 .....	7
图 10： 2020Q1-3 销售费用同比增加 3.87% .....	7
图 11： 销售组织架构体系 .....	7

表 1： 威派转债发行时间表 .....	3
表 2： 威派转债发行条款一览 .....	3
表 3： 预计上市首日价格中枢 113.59 元 .....	4
表 4： 公司当前估值处于行业较高水平 .....	8
表 5： 威派转债募投项目 .....	8

## 1、发行关键信息

表1：威派转债发行时间表

交易日	日期	发行进度
T-2	11月5日	刊登募集说明书及摘要、发行公告、网上路演公告
T-1	11月6日	网上路演，原股东优先配售股权登记日
T	11月9日	刊登可转债发行提示性公告，原股东优先配售，网上申购，确定网上申购摇号中签率
T+1	11月10日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》，根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	11月11日	刊登《网上中签结果公告》，投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	11月12日	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	11月13日	刊登《发行结果公告》

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

表2：威派转债发行条款一览

转债名称	威派转债	转债代码	113608.SH
正股名称	威派格	正股代码	603956.SH
发行规模	4.2亿	所属行业	机械设备
发行方式	向股权登记日收市后登记在册的发行人原股东优先配售，原股东优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用网上通过上海证券交易所交易系统向社会公众投资者发行的方式进行，认购金额不足4.2亿元的部分（含中签投资者放弃缴款认购部分）由保荐机构（主承销商）包销。		
存续期	6年（2020年11月9日至2026年11月8日）		
票面利率	第一年0.5%、第二年0.7%、第三年1.2%、第四年1.8%、第五年2.4%、第六年2.8%		
初始转股价格	19.24元/股		
转股期间	2021年5月13日至2026年11月8日		
赎回条款	（1）到期赎回：期满后5个交易日内，按票面面值的115%（含最后一期利息）赎回；（2）有条件赎回：转股期内15/30，130%；未转股余额不足人民币3000万元。		
回售条款	最后两个计息年度，连续30个交易日收盘价低于转股价的70%		
下修条款	存续期内，15/30，低于85%		
信用评级	主体：A+；债项：A+；中证鹏元资信评估股份有限公司		

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

## 2、威派转债：可能为强股性转债

按照2020年11月6日6年期A+级中债企业债到期收益率水平9.0465%测算，威派转债的纯债价值约为73.2元，债底保护较低；YTM中枢约为3.39%。以11月6日威派格正股收盘价19.34元计算，初始平价100.52元，股性较强。若所有转债按照转股价19.24元进行转股，则对总股本（流通盘数量占比为20.63%）的摊薄幅度为5.12%。

### 3、预计上市价格中枢：113.59 元

参考相近行业、相似评级的岱勒转债（评级 A+、规模 2.1 亿元，平价 103.33 元对应转债价格 115.45，转股溢价率 11.72%）、沪工转债（评级 A+、规模 4 亿元，平价 98.55 元对应转债价格 114.06，转股溢价率 15.74%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 11%-15% 区间，价格 111.58-115.6 元，价格中枢 113.59 元。

表3：预计上市首日价格中枢 113.59 元

正股价格 \ 转股溢价率	11%	12%	13%	14%	15%
18.18	104.88	105.83	106.77	107.72	108.66
18.76	108.23	109.20	110.18	111.15	112.13
19.34	111.58	112.58	113.59	114.59	115.60
19.92	114.92	115.96	116.99	118.03	119.07
20.50	118.27	119.34	120.40	121.47	122.53

数据来源：开源证券研究所

### 4、中签率中枢约为 0.0008%，建议积极申购

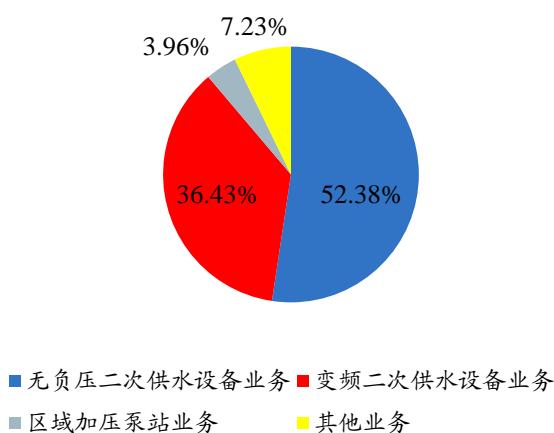
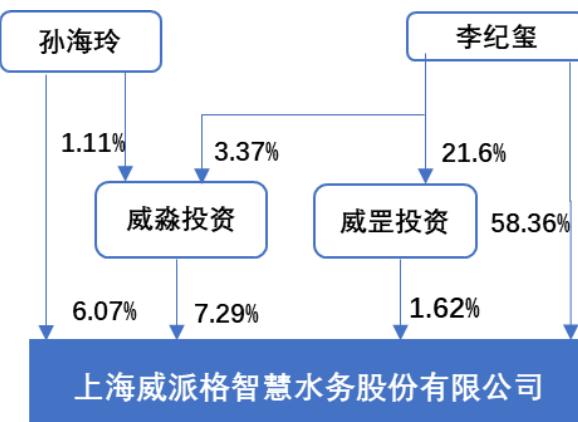
根据最新数据，威派格的第一大股东为李纪奎，持股比例为 58.36%。前十大股东合计持股 83.94%，股权结构集中。根据公告，本次发行向原股东优先配售，每股配售面值 0.986 元。假设原股东有 85% 参与配售，则预计获配 3.57 亿元面值转债，留给市场的规模约为 0.63 亿元。

威派转债仅设置网上发行。近期发行的赛意转债（评级 A+，规模 3.2 亿元）、乐歌转债（评级 A+，规模 1.42 亿元）网上申购约 851/815 万户。假设威派转债网上申购 830 万户，按照打满计算中签率在 0.0008% 左右，建议积极申购。

### 5、威派格：全国性品牌，专注于二次供水行业

#### 5.1、公司速览：全国性二次供水服务商

上海威派格智慧水务股份有限公司成立于 2011 年，于 2019 年在上交所上市。公司是一家专业化的科技服务公司，从事二次供水设备的研发、生产、销售与服务；同时公司逐步开展二次供水智慧管理平台系统的研发、搭建和运维，为二次供水设备的集中化管理提供支持。公司主营业务分为无负压二次供水设备业务、变频二次供水设备业务、区域加压泵站业务和其他业务。公司募集说明书显示，2020H1 公司无负压二次供水设备业务收入占总营收的 52.38%，变频二次供水设备业务占 36.43%，区域加压泵站业务占 3.96%，其他业务占 7.23%。

**图1：2020H1 无负压二次供水设备营收占比 52.38%**

**图2：公司实控人为李纪玺和孙海玲夫妇**


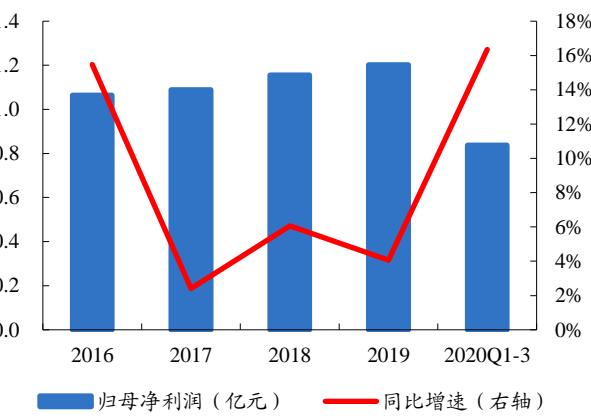
数据来源：公司募集说明书、开源证券研究所

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 5.2、经营概况：2020Q1-3 公司营收/归母净利润同比+10.98%/+16.35%

据 2019 年年报，公司全年实现营业收入 8.59 亿元，同比增长 31.73%；归母净利润 1.2 亿元，同比增长 4.07%。2019 年增长主要归于公司加大在技术创新和市场销售方面的投入，提高了市场对威派格在行业内的认可度。2020Q1-3 公司实现营业收入 5.92 亿元，同比增长 10.98%；归母净利润 0.84 亿元，同比增长 16.35%。2020Q3 公司实现营业收入 2.8 亿元，同比增长 27.36%；归母净利润 0.58 亿元，同比增长 57.94%。营业收入的增长主要系疫情影响弱化，采购和安装进展迅速，同时公司业务销售成果显著，前期对销售网络铺设高投入逐渐实现回报。

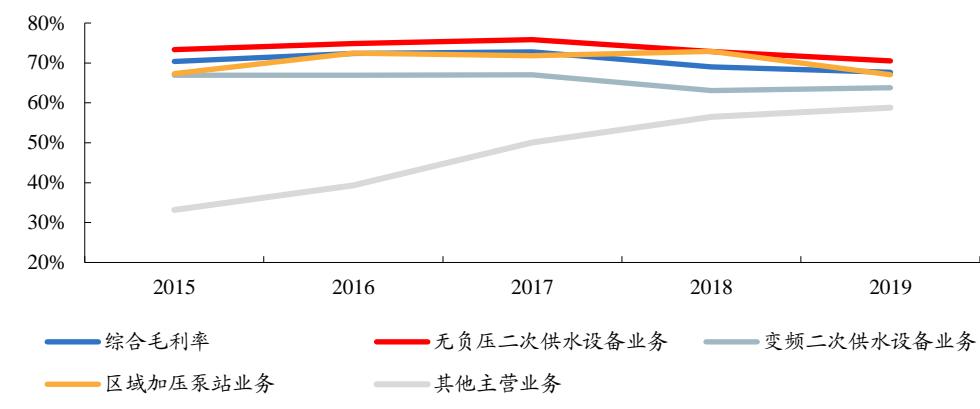
**图3：公司 2020Q1-3 营收同比增长 10.98%**

**图4：公司 2020Q1-3 归母净利润同比增长 16.35%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司综合毛利主要由无负压二次供水设备业务贡献。2019 年公司综合毛利率为 67.66%，同比下跌 1.34pcts，其中无负压二次供水设备业务毛利率为 70.51%，同比下跌 2.31pcts，变频二次供水设备业务毛利率为 63.83%，同比上涨 0.75pcts，区域加压泵站业务毛利率为 67.05pcts，同比下跌 5.85pcts，其他主营业务毛利率为 58.8%。因无负压二次供水设备和区域加压设备直接材料成本增幅较大，以及销售量和旧改项目及智慧管理平台搭建业务增加，使得安装费用较高，业务毛利率均有所下降。

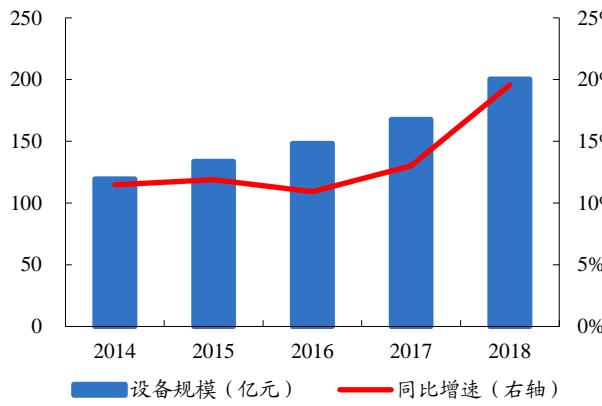
**图5：2019公司综合毛利率为67.66%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

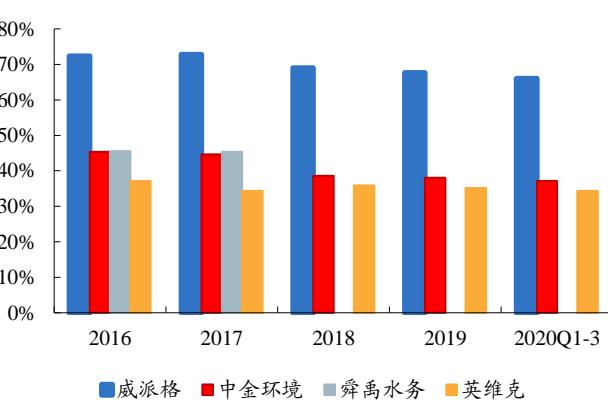
### 5.3、行业前景可期，公司综合竞争力强

#### 5.3.1、行业前景广阔，公司品牌优势明显

近年来我国二次供水设备市场规模呈现稳步增长趋势，2018年我国二次供水设备市场规模达到200.4亿元。由于社会经济的发展与城市化建设的迈进，二次供水行业需求量逐年上升，根据智研咨询预计，我国二次供水设备需求总量将从2019年的11万套增长至2025年的32万套，年复合增速19.5%。在“统建统管”供水模式下，具有稳定售后服务能力的中高端二次供水设备将会持续挤占低端二次供水设备的市场。公司实行“中高端”市场定位策略，产品面向全国市场销售，毛利率在行业内处于领先地位，已成为行业内代表性品牌之一。

**图6：2018年二次供水设备市场规模达到200亿元**


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

**图7：公司毛利率行业领先**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 5.3.2、持续加强研发，引领行业发展

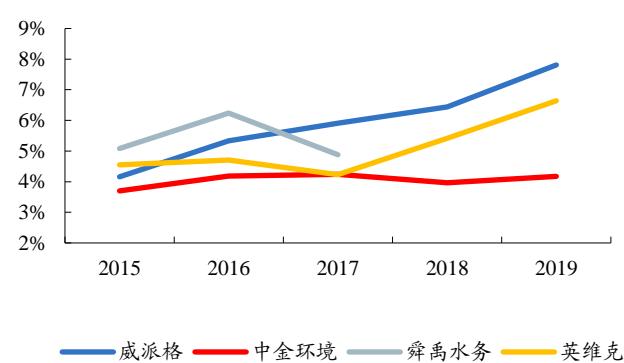
公司是国家高新技术产业，重视技术研发，拥有各类型研发技术人员253人，各类专利165项，软件著作权54项。公司承担并完成了国家“十二五”水专题课题的研发工作，并正在承担国家“十三五”水专题课题的研发工作。2015-2019年公司的研发支出逐年递增，2019年研发支出同比增长59%。同时，公司的研发费用率也处于行业领先地位。

随着互联网技术的发展和国家对智慧城市建设要求的提出，二次供水设备的智

能化发展已经成为该行业发展的必然方向。一直以来，公司大力探索并推动二次供水的智能化发展，并已经加入国际工业互联网联盟和中国工业互联网产业联盟。2019年，公司成立了智慧水务研究院，引领着水务智能化行业的发展进程，未来有望成为行业领军者。

**图8：2019年公司研发支出同比增长59%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

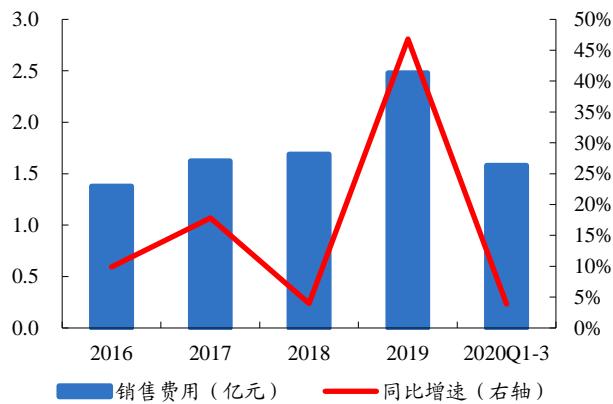
**图9：公司研发支出占营业收入比重处于行业领先地位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

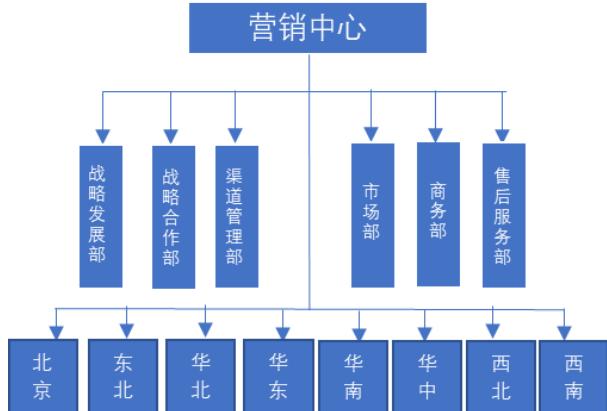
### 5.3.3、直销渠道开辟市场，销售网络铺设完善

二次供水行业下游市场需求较为分散，具有区域性的特征；同时销售周期较长。对于该行业，公司的销售结构与模式对于业务的获取十分重要。公司从创立之初就采用“直销为主，经销为辅”的销售方式，通过广泛的品牌宣传以及全国性售后服务体系的建立，打开了全国市场。同时以矩阵式的管理构架，在全国范围内搭建了紧密有效的销售渠道。在保证各级销售公司能够统一管理的前提下，确保不同地区的销售公司能够适应本地的服务要求，实现个性化、因地制宜的服务模式。

公司重视在销售方面的投入，2016-2019年销售费用不断增加，2020Q1-3销售费用同比增加3.87%。目前，公司已拥有一千余人的技术型销售团队。前期对全国销售网络铺设的高额投入，效果已经逐步显现。

**图10：2020Q1-3销售费用同比增加3.87%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：销售组织架构体系**


资料来源：公司募集说明书、开源证券研究所

#### 5.4、同业比较：公司相对估值水平偏高

与 4 家可比公司相比，公司营收同比增速排名第 3；销售毛利率排名第 1，ROE 排名并列第 3。公司 PE (TTM) 为 62.81 倍，高于同业平均水平。

表4：公司当前估值处于行业较高水平

公司代码	名称	总市值 (亿元)	2020Q1-3 总收入同 比增速 (%)	2020Q1-3 净利润同 比增速 (%)	2020Q1-3 毛利率 (%)	2020Q1- 3ROE (加 权) (%)	PE (TTM)
603956.SH	威派格	83.89	10.98	15.90	66.03	7.41	62.81
002532.SZ	新界泵业	283.47	-19.50	75.98	14.64	16.23	22.65
300145.SZ	中金环境	76.94	-6.75	-58.40	37.14	2.62	-41.96
002837.SZ	英维克	67.48	25.25	23.57	34.36	9.45	37.35
688021.SH	奥福环保	50.15	15.27	61.51	54.37	7.41	66.03

数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 5.5、威派转债募投项目

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额为 4.2 亿元，募集资金主要用于投资项目“新建城市智慧供水关键设备厂房项目”、“补充流动资金项目”。扣除发行费用后募集资金用途如下：

表5：威派转债募投项目

项目名称	拟投资总额 (亿元)	募集资金投入额 (亿元)
新建城市智慧供水关键设备厂房项目	4.62	2.94
补充流动资金项目	1.26	1.26
合 计	5.88	4.20

资料来源：公司募集说明书、开源证券研究所

### 6、风险提示

宏观经济下滑风险；正股及市场大幅波动风险；新市场开拓不及预期

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号  
楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号  
楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn