

2022 年 02 月 24 日

中特转债：中国特钢龙头企业

事件：

- 中特转债（127056.SZ）于 2022 年 2 月 25 日开始网上申购：总发行规模为 50.00 亿元，12 亿元用于“三高一特”产品体系优化升级项目，14 亿元用于湖北中特新化能科技有限公司焦化环保升级综合改造项目，5.8 亿元用于高参数集约化余热余能利用项目，3.2 亿元用于全流程超低排放环保改造项目，15 亿元用于补充流动资金。
- 当前债底估值为 90.33 元，YTM 为 1.69%。中特转债存续期为 6 年，联合资信评级为 AAA/AAA，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%、0.90%、1.30%、1.60%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的 106%（含最后一期利息），以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.4537%（2022/2/23）计算，纯债价值为 90.33 元，纯债对应的 YTM 为 1.69%，债底保护一般。
- 当前转换平价为 94.80 元，平价溢价率为 5.49%。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 2022 年 09 月 03 日至 2028 年 02 月 24 日。初始转股价 25.00 元/股，正股中信特钢 2 月 23 日的收盘价为 23.70 元，对应的转换平价为 94.80 元，平价溢价率为 5.49%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率 3.81%。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 25.00 元计算，转债发行 50.00 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 3.81% 和 13.71%，对股本造成的摊薄压力较大。
- 我们预计中特转债上市首日价格在 110.35 ~ 126.94 元之间。综合可比标的，考虑到中特转债的债底保护一般，评级和规模吸引力中等，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 110.35 ~ 126.94 元区间。我们预计网上中签率为 0.0099%，建议积极申购。

点评：

- 中信特钢是目前全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地。公司拥有合金钢棒材、特种中厚板材、特种无缝钢管六大产品群以及深加工产品系列，产品畅销全国并远销美国、日本以及欧盟、东南亚等 60 多个国家和地区。
- 营收及归母净利润快速增长，2016-2020 年营业收入复合增速为 84.91%。近年来受益于特种钢铁行业市场需求的不断增长，国家“新基建”等政策机遇以及公司新产品、新客户、新领域开发力度的加大，公司的主营业务收入呈现稳步增长的趋势。
- 公司营业收入构成波动较大，2019 年以来收入主要来自合金钢棒材。公司目前的主营业务收入主要包括合金钢棒材收入、合金钢线材收入、特种钢板收入以及特种无缝钢管收入。公司大陆收入占营业收入的比重均在 70% 以上。
- 2016-2020 年公司销售毛利率和销售净利率呈上升趋势，销售费用率和管理费用率有所下降。公司销售毛利率稳步上升，主要系公司主营业务收入稳步增长，同时公司持续合理管控成本所致。公司销售费用占当期营业收入的比重呈下降趋势，主要是根据新收入准则，与合同履约成本相关的运输费用计入营业成本中所致。
- 风险提示：项目进展不及预期风险、违约风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

1、《固收点评 20220223：华友转债，有色金属冶炼领先企业》2022-02-23

2、《固收点评 20220222：江苏省弱资质城投债现状 4 个知多少，道阻且长，行则将至》2022-02-22

3、《固收点评 20220221：精装转债，国内领先的批量精装修服务企业》2022-02-21

4、《固收周观 20220220：“宽信用”逻辑下的债券市场》2022-02-20

5、《固收点评 20220216：通胀延续回落，宽松仍可期》2022-02-16

内容目录

| | |
|-----------------|---|
| 1. 转债基本信息..... | 3 |
| 2. 投资申购建议..... | 5 |
| 3. 正股基本面分析..... | 6 |
| 4. 风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元) | 7 |
| 图 2: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元) | 7 |
| 图 3: 2016-2021Q1-2 营业收入构成 | 7 |
| 图 4: 2016-2021Q1-2 营业收入境内外构成 | 7 |
| 图 5: 2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%) | 8 |
| 图 6: 2016-2021Q1-3 三费率水平 (%) | 8 |

| | |
|------------------------------------|---|
| 表 1: 中特转债发行认购时间表..... | 3 |
| 表 2: 中特转债基本条款..... | 4 |
| 表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) | 4 |
| 表 4: 债性和股性指标..... | 4 |
| 表 5: 相对价值法预测中特转债上市价格 (单位: 元) | 6 |

1. 转债基本信息

表1：中特转债发行认购时间表

| 时间 | 日期 | 发行安排 |
|-----|------------|--|
| T-2 | 2022-02-23 | 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 | 2022-02-24 | 网上路演； 原股东优先配售股权登记日； |
| T | 2022-02-25 | 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 | 2022-02-28 | 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 | 2022-03-01 | 刊登《中签号码公告》； 网上中签缴款日 |
| T+3 | 2022-03-02 | 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 | 2022-03-03 | 《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：中特转债基本条款

| | | | |
|--------|---|-----------|------------------------------------|
| 转债名称 | 中特转债 | 正股名称 | 中信特钢 |
| 转债代码 | 127056.SZ | 正股代码 | 000708.SZ |
| 发行规模 | 50.00 亿元 | 正股行业 | SW 钢铁-SW 特钢□-SW 特钢□ |
| 存续期 | 6 年 (2022 年 02 月 25 日至 2028 年 02 月 25 日) | 主体评级/债项评级 | AAA/AAA |
| 转股价 | 25.00 元 | 转股期 | 2022 年 09 月 03 日至 2028 年 02 月 24 日 |
| 票面利率 | 0.2%、0.4%、0.9%、1.3%、1.6%、2.0% | | |
| 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 106% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 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 |
|-------------------------|-------------------|-------------------|
| “三高一特”产品体系优化升级项目 | 350,000.00 | 120,000.00 |
| 湖北中特新化能科技有限公司焦化环保升级改造项目 | 350,000.00 | 140,000.00 |
| 高参数集约化余热余能利用项目 | 90,853.50 | 58,000.00 |
| 全流程超低排放环保改造项目 | 34,040.00 | 32,000.00 |
| 补充流动资金项目 | 150,000.00 | 150,000.00 |
| 合计 | 974,893.50 | 500,000.00 |

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所整理

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 | 90.33 元 | 转换平价 (以 2022/2/23 收盘价) | 94.80 元 |
| 纯债溢价率 (以面值 100 计算) | 10.71% | 平价溢价率 (以面值 100 计算) | 5.49% |
| 纯债到期收益率 YTM | 1.69% | | |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前债底估值为 90.33 元，YTM 为 1.69%。中特转债存续期为 6 年，联合资信评级为 AAA/AAA，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%、0.90%、1.30%、1.60%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的 106%（含最后一期利息），以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.4537%（2022/2/23）计算，纯债价值为 90.33 元，纯债对应的 YTM 为 1.69%，债底保护一般。

当前转换平价为 94.80 元，平价溢价率为 5.49%。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 2022 年 09 月 03 日至 2028 年 02 月 24 日。初始转股价 25.00 元/股，正股中信特钢 2 月 23 日的收盘价为 23.70 元，对应的转换平价为 94.80 元，平价溢价率为 5.49%。

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 3.81%。按初始转股价 25.00 元计算，转债发行 50.00 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 3.81% 和 13.71%，对股本造成的摊薄压力较大。

2. 投资申购建议

我们预计中特转债上市首日价格在 110.35~126.94 元之间。按中信特钢最新收盘价测算，当前转换平价为 94.80 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的现代转债（转换平价 94.28 元）、国君转债（转换平价 93.77 元）、光大转债（转换平价 95.49 元），当前转股溢价率分别为 26.02%、28.87%、18.03%；

2) 参照同属钢铁板块的甬金转债（转换平价 118.67 元）、本钢转债（转换平价 93.41 元）、凌钢转债（转换平价 102.6 元），当前转股溢价率分别为 19.33%、27.3%、24.17%；

3) 参考近期上市的城市转债（转换平价 95.94 元）、佩蒂转债（转换平价 91.57 元）、台 21 转债（转换平价 95.67 元），上市当日转股溢价率分别为 29.46%、40.34%、36.15%；

上述 1) 和 2) 转债转换平价及转股溢价率日期均为 2022 年 2 月 23 日收盘价，3) 转换平价及转股溢价率日期为上市当天。综合可比标的，考虑到中特转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力中等，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 110.35~126.94 元区间。

表5：相对价值法预测中特转债上市价格（单位：元）

| 转股溢价率/正股价 | 15% | 20.00% | 25.00% | 30.00% | 35.00% |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| -5% | 22.52 | 103.57 | 108.07 | 112.58 | 117.08 |
| -3% | 22.99 | 105.75 | 110.35 | 114.95 | 119.54 |
| 2022/2/23 收盘价 | 23.70 | 109.02 | 113.76 | 118.50 | 123.24 |
| 3% | 24.41 | 112.29 | 117.17 | 122.06 | 126.94 |
| 5% | 24.89 | 114.47 | 119.45 | 124.43 | 129.40 |

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 78.24%。中信特钢持股 5%以上的股东以及董监高已出具承诺函，持股 5%以上股东承诺将根据市场情况决定是否参与本次可转债的认购，现董事、监事、高级管理人员承诺不参与上市公司本次可转债的认购。公司前 10 大股东持股比例 94.14%，假设有认购意向的前 10 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 78.24%。

我们预计中签率为 0.0099%。中特转债发行总额为 50.00 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 78.24%，剩余网上投资者可申购金额为 10.88 亿元。中特转债仅设置网上发行，近期发行的苏利转债网上申购数约 1,071.74 万户，天奈转债网上申购数约 1,000.28 万户，隆 21 转债网上申购数约 1,129.44 万户。我们预计中特转债网上有效申购户数为 1,100.59 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率 0.0099%。

3. 正股基本面分析

中信特钢是目前全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地。公司具备年产 1400 多万吨特殊钢生产能力,工艺技术和装备具备世界先进水平,拥有合金钢棒材、特种中厚板材、特种无缝钢管、特冶锻造、合金钢线材、连铸合金圆坯六大产品群以及调质材、银亮材、汽车零部件、磨球等深加工产品系列,品种规格配套齐全、品质卓越并具有明显市场竞争优势,产品畅销全国并远销美国、日本以及欧盟、东南亚等 60 多个国家和地区,获得国内外高端用户的青睐。

营收及归母净利润快速增长，2016-2020 年营业收入复合增速为 84.91%。公司的主营业务收入呈现稳步增长的趋势，主要是因为所处行业为特种钢铁行业，市场需求不断提高，同时，公司通过产销研联动，抢抓国家“新基建”等政策机遇，发挥各版块协同效应，加大新产品、新客户、新领域开发力度，并坚持“四个细分”（即细分效益、细分市场、细分品种、细分客户）战略，适时调整品种结构满足市场。2016-2020 年复合增速为 84.91%，保持快速增长，2021Q1-3 同比增速为 34.84%。2016-2020 年归母净利

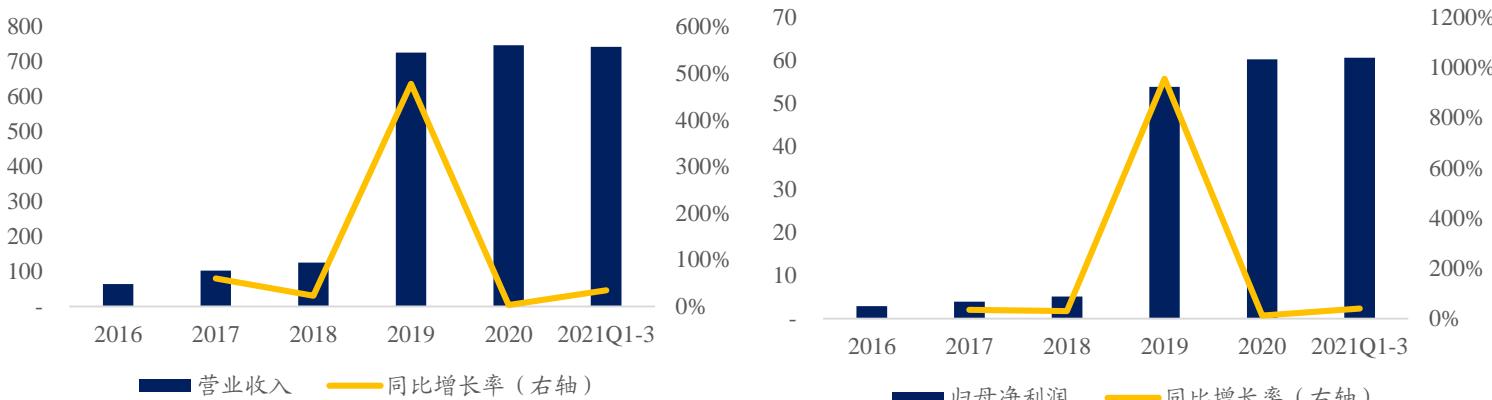
润复合增速为 113.00%，2021Q1-3 同比增速为 39.46%。

图 1：2016-2021Q1-3 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

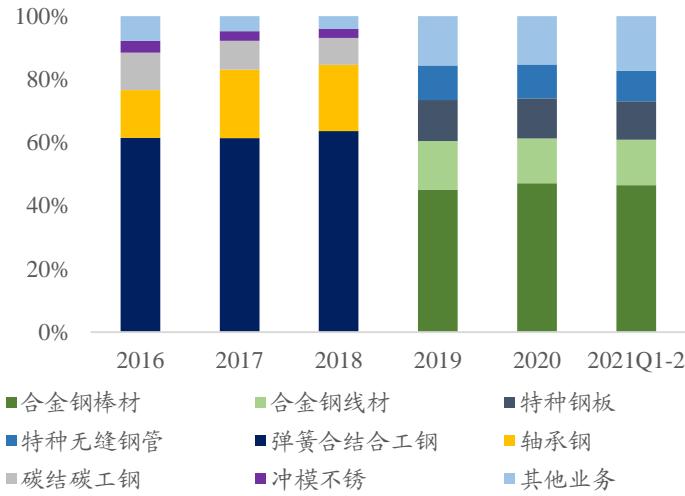
图 2：2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

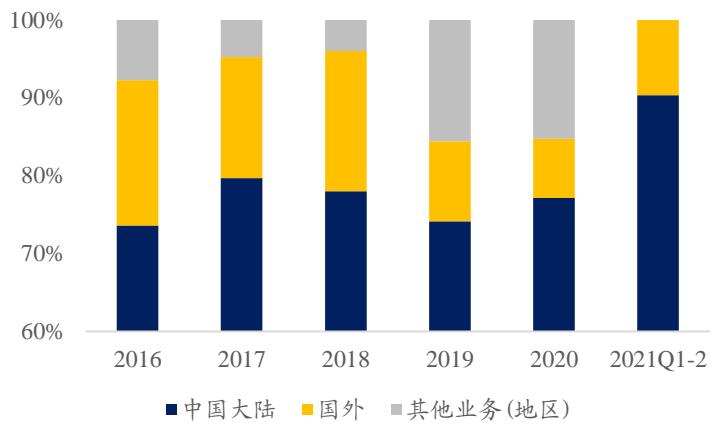
公司营业收入构成波动较大，2019 年以来收入主要来自合金钢棒材。2016-2018 年，公司营业收入主要来自弹簧合结合工钢、轴承钢、碳结碳工钢。自 2019 年以来，公司调整产品结构，目前的主营业务收入主要包括金钢棒材收入、合金钢线材收入、特种钢板收入以及特种无缝钢管收入。公司大陆收入占比过半，大陆收入占营业收入的比重均在 70% 以上。

图 3：2016-2021Q1-2 营业收入构成



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

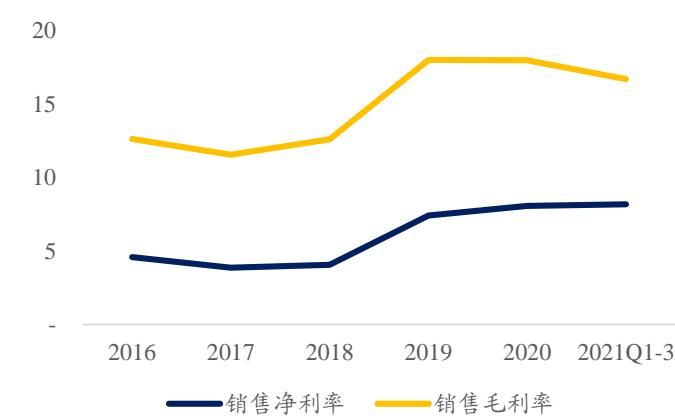
图 4：2016-2021Q1-2 营业收入境内外构成



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

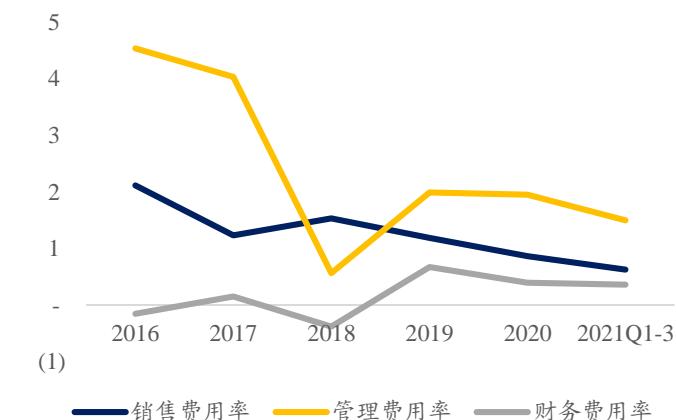
2016-2020 年公司销售毛利率和销售净利率呈上升趋势，销售费用率和管理费用率有所下降。公司销售毛利率稳步上升，主要系公司主营业务收入稳步增长，同时公司持续合理管控成本所致。2018 年公司的销售毛利率较低主要是由于公司整体上市的竞争优势及协同效应暂未完全体现；2019 年公司技术装备已达到国际先进水平，在合金钢棒材、合金钢线材、特种钢板等等细分领域具有竞争优势，同时公司不断深化内部改革，持续注重精益生产，降本提质增效，导致销售毛利率大幅增加。销售费用率和管理费用率有所下降。公司销售费用占当期营业收入的比重呈下降趋势，主要是根据新收入准则，与合同履约成本相关的运输费用计入营业成本中所致。

图 5：2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 6：2016-2021Q1-3 三费率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

项目进展不及预期风险、违约风险。

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提供。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>