

# 通裕转债投资价值分析

通裕转债于6月20日进行网上申购：总发行规模为14.8472亿元，股权稀释比例为11.64%。通裕转债存续期为6年，联合评级AA/AA，下修条款为15/30，85%。按照6月17日中债6年AA级企业债到期收益率4.0678%计算，债底价值为87.95元。按照6月17日通裕重工的收盘价2.91元/股计算，初始平价为99.32元，平价溢价率为0.69%。

上市价格预计在116元左右：估计通裕转债的转股溢价率在15%到20%之间。通过相对价值法得到的结果102.79元到131.10元之间，我们认为其上市价格在116元左右。

本次募集资金14.8472亿元，扣除发行费用后的募集资金净额：4.50亿元用于大型海上风电产品配套能力提升项目，6.00亿元用于高端装备核心部件节能节材工艺及装备提升项目，剩余4.3472亿元用于补充流动资金。如本次发行实际募集资金净额少于拟募集资金投入金额，不足部分由公司自筹解决。

- 依托三大核心生产工艺，为国内少数几个综合性制造平台之一，营收平稳增长。公司依托锻造、铸造、焊接三大核心生产工艺，形成完整产业链，为多种工业行业提供大型高端装备的核心部件。公司营业收入自2017年31.71亿元增长至2021年57.49亿元，2021年公司营业收入同比增长1.07%；公司2021年实现归母净利润2.85亿元，同比下降25.36%。
- 风电行业稳步增长，市场空间广阔。我国大力开展产业结构和能源结构调整、加快实现高质量绿色发展，海上风电将持续快速发展。公司大型铸锻件业务市场随着下游风电行业发展将蓬勃发展。
- 生产力驱动自主研发，创新过程贯穿产品生命周期。公司拥有自主知识产权的专利技术188项，依托三大核心工艺形成机械制造领域综合性研发制造平台，并逐步向高端成套装备拓展。公司近年来持续加强研发投入，2021年研发投入达1.52亿元，同比降低3.18%，占同期营业收入2.65%，研发人员占比为6.87%。
- 投资建议：公司基本面较好，上市后若价格合理，投资者可积极关注。
- 风险提示：市场竞争加剧；政策风险。

## 相关研究报告

《固定收益研究报告：上能转债投资价值分析》20220614

《固定收益研究报告：杭氧转债投资价值分析》20220514

《固定收益研究报告：山石转债投资价值分析》20220418

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：邹坤

(8621) 20328947

kun.zou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070001

## 目录

1 发行安排 .....	4
2 发行转债主要条款 .....	5
3 上市价格预测 .....	6

## 图表目录

图表 1. 通裕转债发行认购时间表.....	4
图表 2. 通裕转债主要条款.....	5
图表 3. 债性、股性指标.....	5
图表 4. 相对价值法下，预测通裕转债上市价格.....	6
图表 5. 公司股权分布.....	7
图表 6. 公司主营业务和主要产品.....	7
图表 7. 2017-2022Q1 公司营业收入及增速.....	8
图表 8. 2017-2022Q1 公司归母净利润及增速.....	8
图表 9. 2019-2022Q1 公司主要业务营收.....	8
图表 10. 2019-2022Q1 公司主要业务营业收入产品构成.....	8
图表 11. 2013-2020 年中国风电新增并网装机及全球比重.....	9
图表 12. 2013-2020 年中国风电发电量及增速.....	9
图表 13. 2014-2021 年中国铸造行业市场规模及增速.....	9
图表 14. 2016-2020 年中国通用设备制造业收入及增速.....	9
图表 15. 公司上下游行业地位.....	9
图表 16. 公司研发投入及占比.....	10
图表 17. 公司研发人员数量及占比.....	10
图表 18. 公司风电零部件产品线.....	10
图表 19. 公司营业收入境内外市场分布.....	11
图表 20. 公司分业务毛利率.....	11
图表 21. 公司分行业毛利率.....	11
图表 22. 行业内企业毛利率水平.....	11

## 1 发行安排

图表 1. 通裕转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2 日	6月16日	刊登《募集说明书》及其摘要；《发行公告》；《网上路演公告》
T-1 日	6月17日	网上路演；原股东优先配售股权登记日
T 日	6月20日	刊登《可转债发行提示性公告》；原股东优先配售认购日；网上申购日确定网上中签率
T+1 日	6月21日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；进行网上申购的摇号抽签
T+2 日	6月22日	刊登《网上中签结果公告》；网上中签缴款日
T+3 日	6月23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 日	6月24日	刊登《发行结果公告》

资料来源：发行公告、中银证券

截止6月17日，通裕重工已发布《网上路演公告》、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《募集说明书摘要》、《信用评级报告》、《募集说明书》、《发行提示性公告》。

通裕重工目前总股本为 389700 万股，若本次发行的可转债全部如期转股，股权稀释比例为 11.64%，股权稀释程度一般。

## 2 发行转债主要条款

图表 2. 通裕转债主要条款

项目	内容
转债名称	通裕转债
债券代码	123149.SZ
主体及债项评级	AA/AA(联合评级)
发行规模	14.8472 亿
存续期	6 年 (2022 年 6 月 20 日至 2028 年 6 月 19 日)
票面利率	0.30%, 0.50%, 1.00%, 1.50%, 1.80%, 2.00%
转股价格	2.93 元/股
转股期	2022 年 12 月 26 日起至 2028 年 6 月 13 日
向下修正条款	存续期内, 15/30, 85%
赎回条款	(1) 到期赎回: 在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内, 公司将按赎回全部未转股的可转换公司债券, 具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构协商确定 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130% (含 130%); 未转股余额不足 3000 万元 (含 3000 万元)
回售条款	(1) 有条件回售条款: 在最后两个计息年度, 若公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价 70%, 可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。 (2) 附加回售条款: 若募集资金运用的实施情况与募集说明书中的承诺相比出现重大变化, 根据中国证监会规定被视作改变募集资金用途的, 可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。
网络申购限额	100 万元/账户

资料来源: 发行公告, 中银证券

图表 3. 债性、股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	87.95	平价	99.32
底价溢价率 (以面值计算) (%)	13.70	平价溢价率 (以面值计算) (%)	0.69

资料来源: 万得, 中银证券

通裕转债条款保持中规中矩。按照 6 月 17 日中债 6 年 AA 级企业债到期收益率 4.0678% 计算, 债底价值为 87.95 元。按照 6 月 17 日通裕重工的收盘价 2.91 元/股计算, 初始平价为 99.32 元, 平价溢价率为 0.69%。

## 3 上市价格预测

图表 4. 相对价值法下，预测通裕转债上市价格

转股溢价率/正股价	15.00%	16.25%	17.50%	18.75%	20.00%
2.62	102.79	103.91	105.03	106.15	107.26
2.76	108.50	109.68	110.86	112.04	113.22
2.91	114.22	115.46	116.70	117.94	119.18
3.06	119.93	121.23	122.53	123.84	125.14
3.20	125.64	127.00	128.37	129.73	131.10

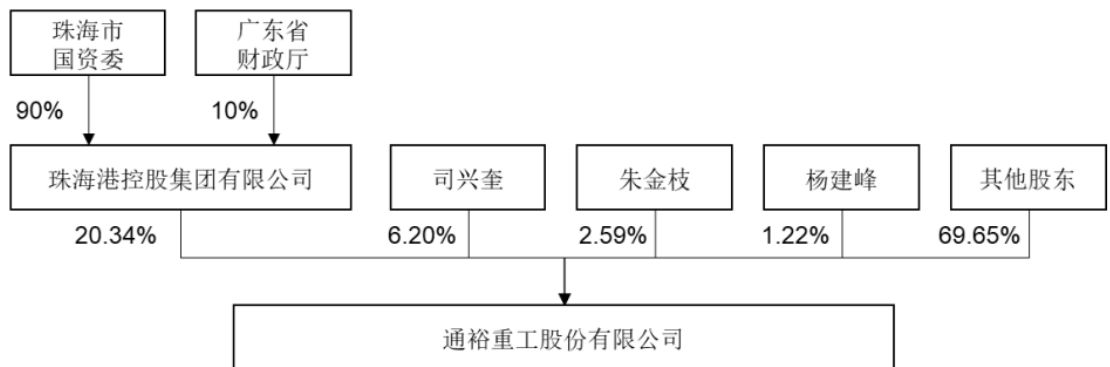
资料来源：万得、中银证券

根据 6 月 17 日的收盘价，通裕转债初始平价为 99.32 元。综合考虑公司的基本面情况以及近期转债市场的行情，我们估计通裕转债的转股溢价率在 15% 到 20% 之间。通过相对价值法得到的结果 102.79 元到 131.10 元之间，我们预测其上市价格在 116 元左右。

## 4 正股分析

通裕重工股份有限公司于 2011 年 3 月 8 日在深圳证券交易所创业板挂牌交易。公司现已形成集大型铸锻坯料制备、铸锻造、热处理、机加工、大型成套设备设计制造于一体的完整产业链，可为能源电力（含风电、水电、火电、核电）、矿山、石化、海工装备、压力容器、机械等行业提供大型铸锻件及核心部件，是国家经济建设和国防建设所需核心产品和大型高新技术重大装备的研发、制造基地。截至 2022 年 3 月 31 日，公司控股股东为珠海港集团，实际控制人为珠海市国资委，珠海市国资委及广东省财政厅分别持有公司控股股东为珠海港集团 90% 及 10% 股权。

图表 5. 公司股权分布



资料来源：公司公告，中银证券

本次募集资金 14.8472 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额：4.50 亿元用于大型海上风电产品配套能力提升项目，6.00 亿元用于高端装备核心部件节能节材工艺及装备提升项目，剩余 4.3472 亿元用于补充流动资金。如本次发行实际募集资金净额少于拟募集资金投入金额，不足部分由公司自筹解决。

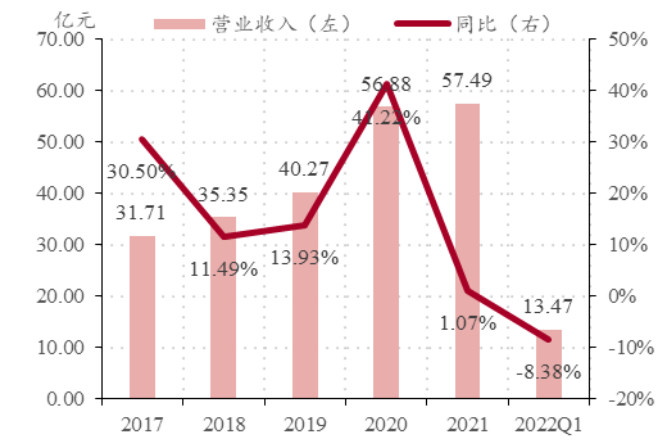
图表 6. 公司主营业务和主要产品

主营业务	主要产品
风电行业相关产品	风电主轴、铸件（包括风电轮毂、机架、轴承座等）、风电装备模块化产品
通用行业相关产品	管模、其他锻件、冶金设备、硬质合金产品
其他业务	电力、蒸汽及自锻件坯料等产品

资料来源：公司公告，中银证券

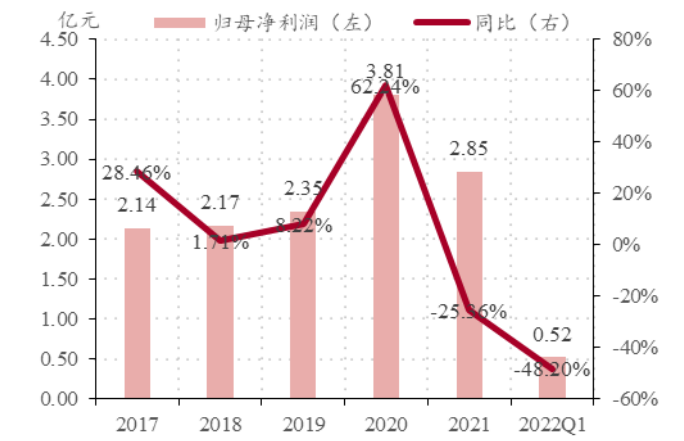
依托三大核心生产工艺，为国内少数几个综合性制造平台之一，营收平稳增长。公司的主要产品为风电主轴、球墨铸铁管管模、其他锻件及铸件等大型锻铸件产品，依托锻造、铸造、焊接三大核心生产工艺形成完整产业链，成为综合型制造平台，能为多种工业行业提供大型高端装备的核心部件。公司营业收入自 2017 年 31.71 亿元增长至 2021 年 57.49 亿元，2021 年公司营业收入同比增长 1.07%；公司 2021 年实现归母净利润 2.85 亿元，同比下降 25.36%。

图表 7. 2017-2022Q1 公司营业收入及增速



资料来源：万得，中银证券

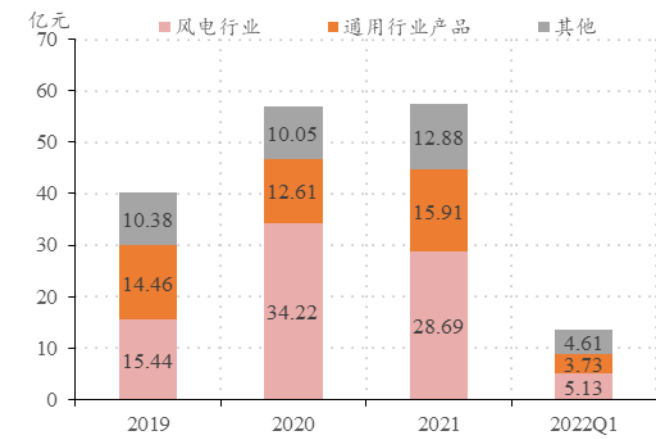
图表 8. 2017-2022Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：万得，中银证券

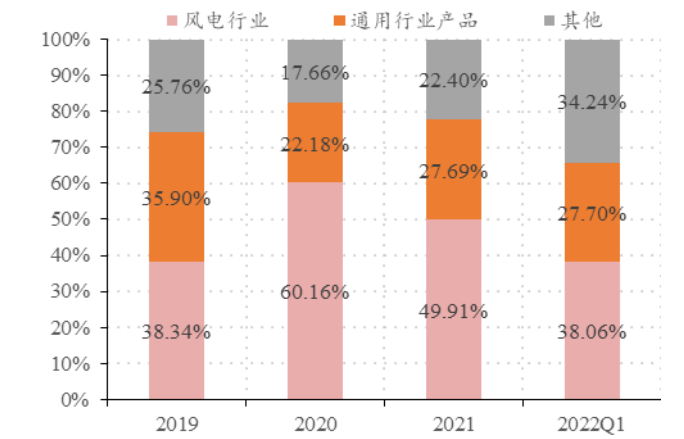
公司产品线丰富，主营业务为通用设备零部件制造及销售，风电行业业务占比不断提高。公司的风电行业相关产品以风电主轴、铸件、风电装备模块化产品为主，是公司营收的重要来源。2020 年受风电补贴政策影响，下游客户订单需求释放，风电行业相关产品收入占比从 2019 年的 38.34% 上升至 2020 年的 60.16%。2020 年抢装机现象明显，2021 年收入占比有所下降。2021 年公司主要业务实现营业收入共计 57.49 亿元，其中风电行业业务实现营收 28.69 亿元，占当期营业收入的 49.91%，通用行业产品业务贡献 15.91 亿元，占当期营业收入的 27.69%。

图表 9. 2019-2022Q1 公司主要业务营收



资料来源：万得，中银证券

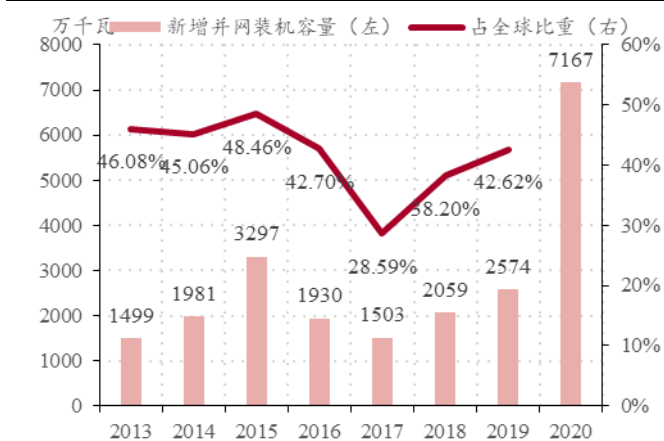
图表 10. 2019-2022Q1 公司主要业务营业收入产品构成



资料来源：万得，中银证券

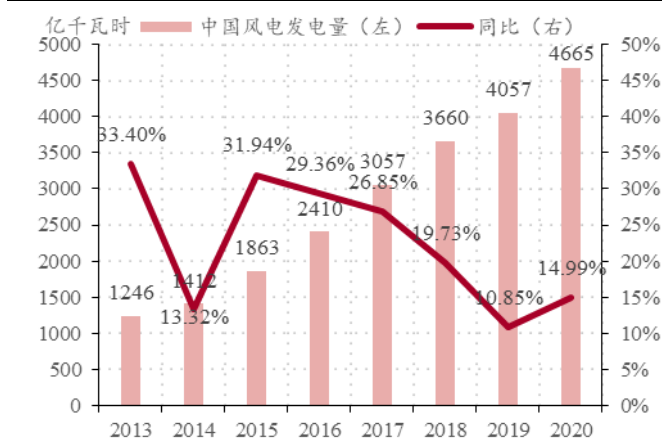
风电行业稳步增长，市场空间广阔。风电作为新能源行业，支持可再生能源发展、提高清洁能源在国家能源结构中的比例，是全社会的共识和我国政府的政策导向。在国家大力开展能源结构调整、加快实现高质量绿色发展的背景下，我国海上风电持续快速发展。根据 CWEA 的数据，2013-2020 年中国风电发电量年复合增长率为 20.75%。长期来看，未来风电行业市场空间广阔。公司作为风电零部件领域的国内优秀企业之一，市场占有率有望进一步提高。公司的其他业务，如大型铸锻件业务有望随着下游风电行业发展继续增长。

图表 11. 2013-2020 年中国风电新增并网装机及全球比重



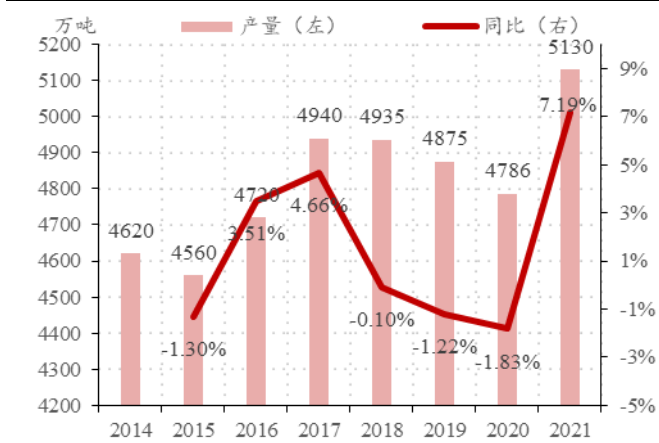
资料来源: GWEC, 中银证券

图表 12. 2013-2020 年中国风电发电量及增速



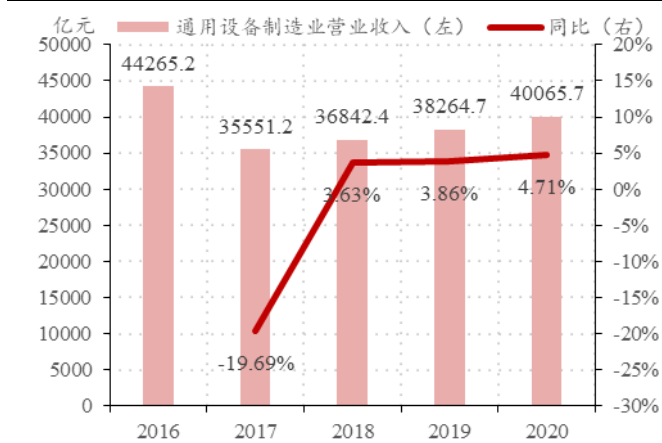
资料来源: CWEA, 中银证券

图表 13. 2014-2021 年中国铸造行业市场规模及增速



资料来源: GWEC, 中银证券

图表 14. 2016-2020 年中国通用设备制造业收入及增速



资料来源: 国家统计局, 中银证券

公司现已形成集“特钢冶炼-锻造/铸造/焊接-热处理-精密加工”于一体的完整制造链条，制造链各环节协同效应较好，在保证产品质量的同时也规避了单一产品带来的市场风险。

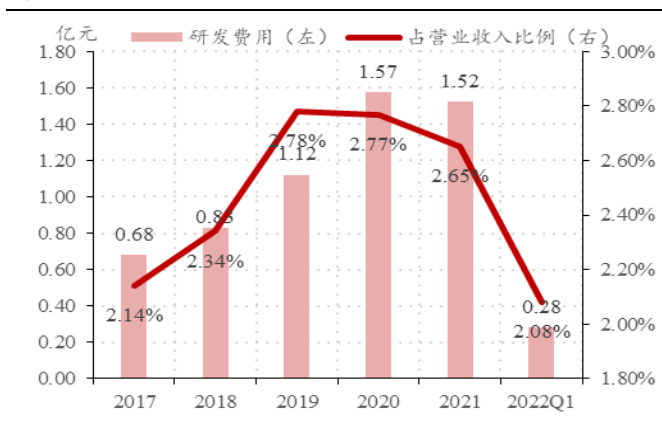
图表 15. 公司上下游行业地位



资料来源: 公司公告, 中银证券

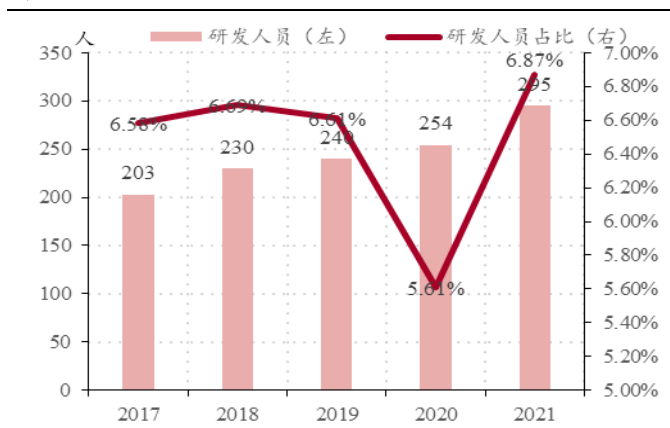
生产驱动自主研发，创新过程贯穿产品生命周期。公司拥有自主知识产权的专利技术 188 项，其中，发明专利 55 项，实用新型专利 133 项。依托三大核心工艺——锻造/铸造/焊接，形成机械制造领域综合性研发制造平台，根据市场需求不断拓展产品系列和应用领域，规避单一产品带来的市场风险，并逐步向高端成套装备拓展。公司近年来持续加强研发投入，2021 年研发投入达 1.52 亿元，同比降低 3.18%，占同期营业收入 2.65%，研发人员占比为 6.87%。公司的研发技术人员及关键岗位熟练技术工人稳定，目前主要管理、技术人员均具有 20 年以上铸锻造行业从业经验。

图表 16. 公司研发投入及占比



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 公司研发人员数量及占比



资料来源：万得，中银证券

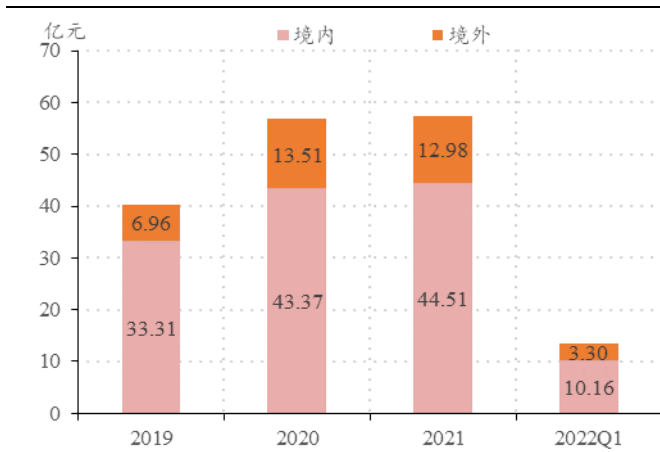
图表 18. 公司风电零部件产品线



资料来源：公司公告，中银证券

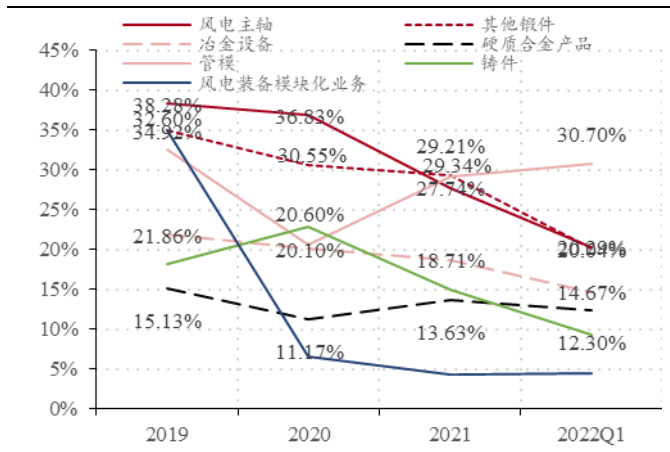
主营业务毛利率小幅下降。公司营业收入主要来自境内，2021 年公司风电行业业务营业收入为 28.69 亿元，占总营收比重 49.91%。公司 2021 年综合毛利率下降至 17.45%，主要系钢材等原材料价格上涨等因素影响，导致风电行业和通用行业毛利率下降。

图表 19. 公司营业收入境内外市场分布



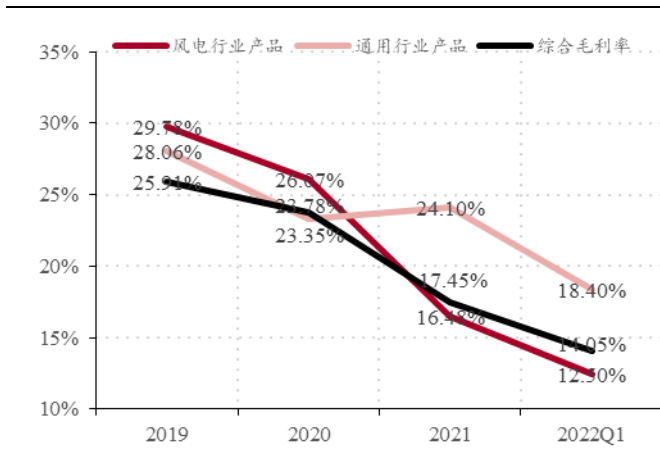
资料来源: 万得, 中银证券

图表 20. 公司分业务毛利率



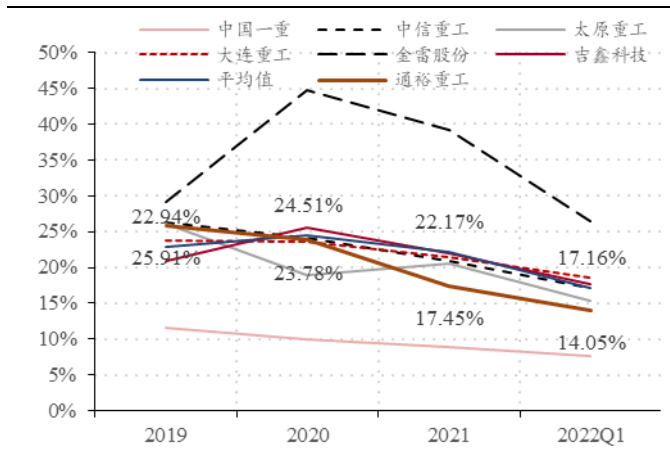
资料来源: 万得, 中银证券

图表 21. 公司分行业毛利率



资料来源: 万得, 中银证券

图表 22. 行业内企业毛利率水平



资料来源: 万得, 中银证券

### 风险提示:

1. **市场竞争加剧。** 风电行业景气度较好, 市场竞争者众多, 市场竞争或加剧。
2. **政策风险。** 国家经济政策和行业相关政策调整可能会对公司业务产生影响。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371