

## 固收点评 20221014

# 金沃转债：中国轴承圈套行业领军企业

2022年10月14日

### 事件

- **金沃转债(123163.SZ)于2022年10月14日开始网上申购**：总发行规模为3.1000亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于高速锻件智能制造项目、轴承套圈热处理生产线建设项目以及补充流动资金。
- **当前债底估值为66.60元，YTM为3.40%**。金沃转债存续期为6年，中证鹏元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：0.5%、0.7%、1.0%、2.0%、2.5%、3.0%，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10.84%（2022-10-11）计算，纯债价值为66.60元，纯债对应的YTM为3.40%，债底保护一般。
- **当前转换平价为87.90元，平价溢价率为13.76%**。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2023年04月20日至2028年10月13日。初始转股价27.28元/股，正股金沃股份10月11日的收盘价为23.98元，对应的转换平价为87.90元，平价溢价率为13.76%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为12.89%**。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27.28元计算，转债发行3.1000亿元对总股本稀释率为12.89%，对流通盘的稀释率为27.66%，对股本有一定的摊薄压力。

### 观点

- **我们预计金沃转债上市首日价格在99.76~111.36元之间，我们预计中签率为0.0009%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到金沃转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在99.76~111.36元之间。我们预计网上中签率为0.0009%，建议积极申购。
- **浙江金沃精工股份是集轴承套圈研发、生产、销售于一体的专业化制造公司**。主要产品包含球类、滚针类和滚子类等产品，产品最终应用领域广泛涉及交通运输、工程机械、家用电器、冶金等国民经济各行各业。
- **2017年以来公司营收稳定，增长率较低，2021年迎来大幅增长**。2017-2021年复合增速为20.89%。公司2021年实现营业收入8.96亿元，同比增加61.34%，实现归母净利润0.63亿元，同比增加8.87%。与此同时，归母净利润自2018年迎来爆发以后也不断浮动，2017-2021年复合增速为60.12%。
- **公司对接的轴承套圈市场空间广阔**。以2020年全球轴承市场规模1187亿美元为基准，全球八大家的营收规模约为5455亿人民币，据各公司财报总结，行业平均毛利率水平约为20%，因此轴承套圈市场规模约2160亿元，空间广阔。
- **公司具有丰富的新品及后续新技术储备，有望不断发展适应市场及新品类的需要**。公司正在进行9个与轴承套圈加工工艺相关的研发项目，3个与轴承套圈产品相关的研发项目。
- **公司对公司对客户进行全球供货，具备一定的议价能力**。公司是跨国轴承企业全球供应链体系中的一环，对客户进行全球供货。
- **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

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016  
chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《麦米转2：中国定制电源领军企业》

2022-10-13

《信贷、社融超预期高增，仍需关注更多政策加码》

2022-10-12

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	5
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1 财务数据分析 .....	7
3.2 公司亮点 .....	9
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1:	2017-2022H1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022H1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2017-2022H1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2017-2022H1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022H1 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2009-2021 中国轴承市场营收及增速 (单位: 亿元)	10
图 9:	截至 2020 年底公司主要客户分布图	11
图 10:	2018-2020 年公司外币结算比例及海外营收占比	11
表 1:	金沃转债发行认购时间表	4
表 2:	金沃转债基本条款	4
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:	相对价值法预测金沃转债上市价格 (单位: 元)	6

## 1. 转债基本信息

表1: 金沃转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-10-12	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-10-13	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-10-14	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-10-17	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-10-18	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2022-10-19	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	2022-10-20	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2: 金沃转债基本条款

转债名称	金沃转债	正股名称	金沃股份
转债代码	123163.SZ	正股代码	300984.SZ
发行规模	3.10 亿元	正股行业	机械设备-通用设备-其他通用设备
存续期	6 年（2022 年 10 月 14 日至 2028 年 10 月 13 日）	主体评级/债项评级	A/A
转股价	27.28 元/股	转股期	2023 年 04 月 20 日至 2028 年 10 月 13 日
票面利率	0.5%, 0.7%, 1.0%, 2.0%, 2.5%, 3.0%.		
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%; 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
高速锻件智能制造项目	21,577.00	20,412.00
轴承套圈热处理生产线建设项目	3,131.00	2,962.00
补充流动资金	7,626.00	7,626.00
<b>合计</b>	<b>32,334.00</b>	<b>31,000.00</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	66.60 元	转换平价 (以 2022/10/11 收盘价)	87.90 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	50.15%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	13.76%
纯债到期收益率 YTM	3.40%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 66.6 元, YTM 为 3.40%。**金沃转债存续期为 6 年, 中证鹏元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: 0.5%、0.7%、1.0%、2.0%、2.5%、3.0%, 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 10.84% (2022-10-11) 计算, 纯债价值为 66.60 元, 纯债对应的 YTM 为 3.40%, 债底保护一般。

**当前转换平价为 87.9 元, 平价溢价率为 13.76%。**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 2023 年 04 月 20 日至 2028 年 10 月 13 日。初始转股价 27.28 元/股, 正股金沃股份 10 月 11 日的收盘价为 23.98 元, 对应的转换平价为 87.90 元, 平价溢价率为 13.76%。

**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 5.84%。

**总股本稀释率为 12.89%。**按初始转股价 27.28 元计算, 转债发行 3.1000 亿元对总股本稀释率为 12.89%, 对流通盘的稀释率为 27.66%, 对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

**我们预计金沃转债上市首日价格在 99.76~111.36 元之间。**按金沃股份 2022 年 10 月 11 日收盘价测算, 当前转换平价为 87.90 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的宏丰转债 (转换平价 88.81 元, 评级 A, 发行规模 3.2126 亿元)、天地转债 (转换平价 101.22 元, 评级 A, 发行规模 1.72 亿元)、联诚

转债（转换平价 91.08 元，评级 A，发行规模 2.6 亿元），10 月 11 日转股溢价率分别为 48.55%、61.44%、38.67%。

2) 参考近期上市的大中转债（上市日转换平价 86.97 元）、科蓝转债（上市日转换平价 86.95 元）、嵘泰转债（上市日转换平价 97.02 元），上市当日转股溢价率分别为 29.12%、34.45%、30.16%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归，构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型，解释变量为：行业转股溢价率 ( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日到期收益率 ( $x_2$ )、前十大股东持股比例 ( $x_3$ ) 和上市前一日中证转债成交额取对数 ( $x_4$ )，被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为： $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的实证模型，其中电力设备行业的转股溢价率为 20.51%，2022 年 10 月 12 日 A 级中债企业债到期收益为 10.84%，2022 年半年报显示新金沃前十大股东持股比例为 73.16%，2022 年 9 月 23 日中证转债成交额为 45,198,881,418 元，取对数得 24.53。因此，可以计算出金沃转债上市首日转股溢价率 ( $y$ ) 为 20.00%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到金沃转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 20%左右，对应的上市价格在 99.76~111.36 元之间。

表5：相对价值法预测金沃转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		15.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	22.78	96.03	97.70	100.21	102.71	104.39
-3%	23.26	98.06	99.76	102.32	104.88	106.58
2022/10/11 收盘价	23.98	101.09	102.85	105.48	108.12	109.88
3%	24.70	104.12	105.93	108.65	111.36	113.18
5%	25.18	106.14	107.99	110.76	113.53	115.37

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 **71.95%**。金沃股份的前十大股东合计持股比例为 73.16%（2022/3/31），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 71.95%。

我们预计中签率为 **0.0009%**。金沃转债发行总额为 3.10 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 71.95%，剩余网上投资者可申购金额为 0.87 亿元。金沃转债仅设置网上发行，近期发行的强联转债（评级 AA，规模 12.10 亿元）网上申购数约 1011.2 万户，永

和转债（评级 AA-，规模 8 亿元）网上申购数约 1011.74 万户，锂科转债（评级 AA-，规模 32.50 亿元）网上申购数约 1008 万户。我们预计金沃转债网上有效申购户数为 1010.31 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0009%。

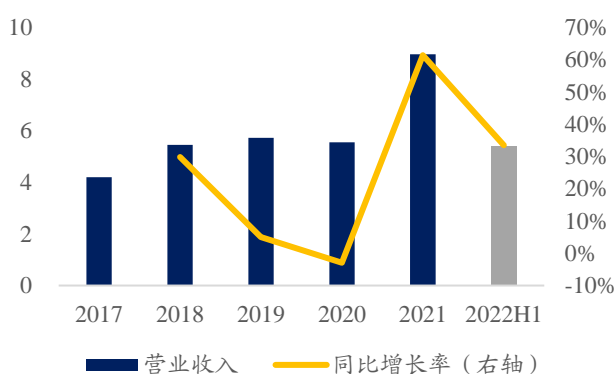
### 3. 正股基本面分析

#### 3.1 财务数据分析

浙江金沃精工股份是集轴承套圈研发、生产、销售于一体的专业化制造公司，主要产品包含球类、滚针类和滚子类产品，产品最终应用领域广泛涉及交通运输、工程机械、家用电器、冶金等国民经济各行各业。公司通过了 ISO9001:2015 质量管理体系认证、IATF16949:2016(国际汽车行业)质量管理体系认证、通过 ISO14001 环境体系认证。公司从产品设计、生产、销售到服务都在 IATF16949:2016 质量管理体系下有效的运营，产品质量处于行业前列。同时，公司根据多年的研发及生产经验制定了一套完善的质量保证体系，确保产品质量的稳定。在过去 8 年中，舍弗勒(Schaeffler)、斯凯孚(SKF)、恩斯克(NSK)、捷太格特(JTEKT)、恩梯恩(NTN)等世界知名轴承生产企业授予了公司“生产优秀奖”、“优秀供应商”等荣誉称号，对公司产品质量表示高度认可。

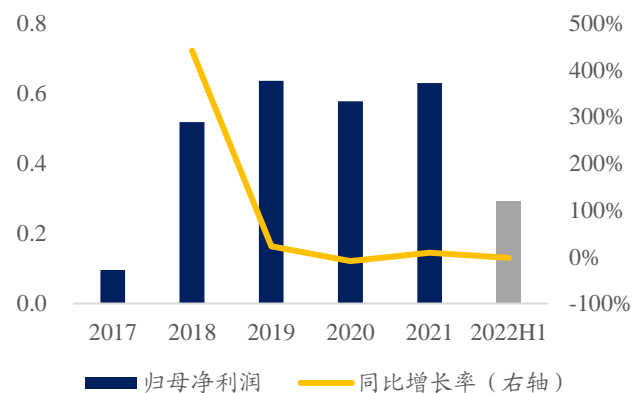
2017 年以来公司营收稳定，增长率较低，2021 年迎来大幅增长。2017-2021 年复合增速为 20.89%。公司 2021 年实现营业收入 8.96 亿元，同比增加 61.34%，实现归母净利润 0.63 亿元，同比增加 8.87%。与此同时，归母净利润自 2018 年迎来爆发以后也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 60.12%。2020 年，营收以及归母净利润略有下降，主要系受新冠疫情影响，公司境内外客户根据自身面临市场环境、经营环境的变化，不同程度采取减产或停产措施，相应减少了采购规模所致。

图1：2017-2022H1 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

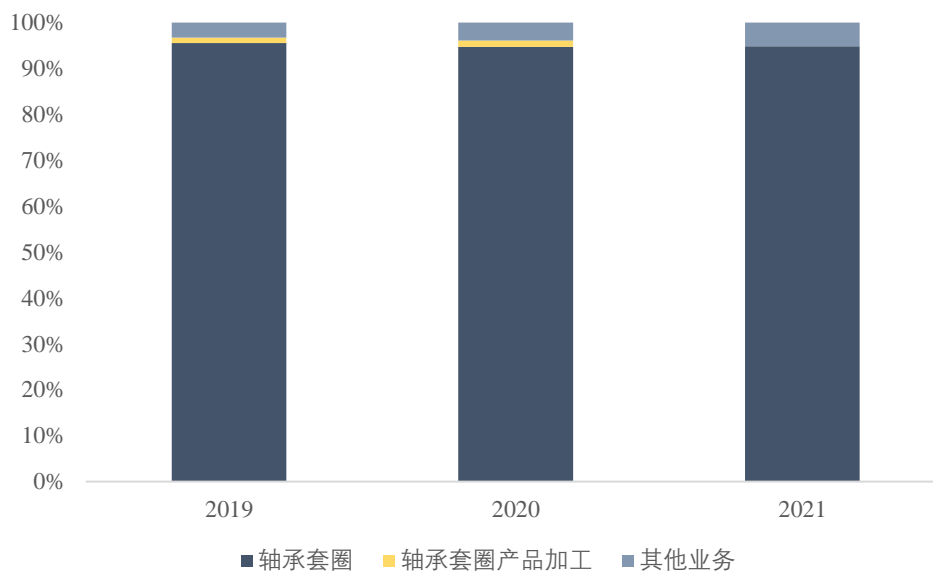
图2：2017-2022H1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司营业收入构成较为稳定，主营业务为轴承圈套。自 2019 年以来，各年主营业务收入占比之和各年均超过 90%。同时公司为少部分客户提供轴承套圈的受托加工服务。

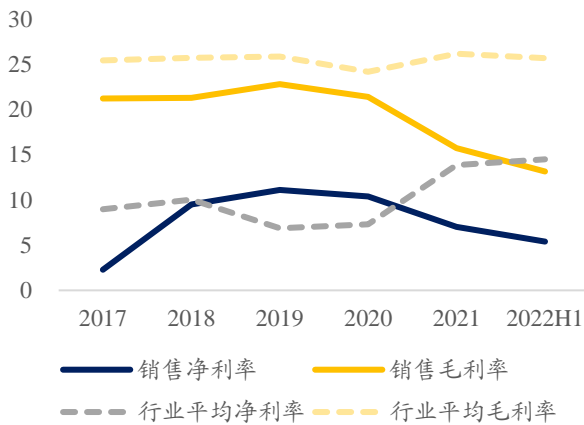
图3: 2019-2021 年营业收入构成



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

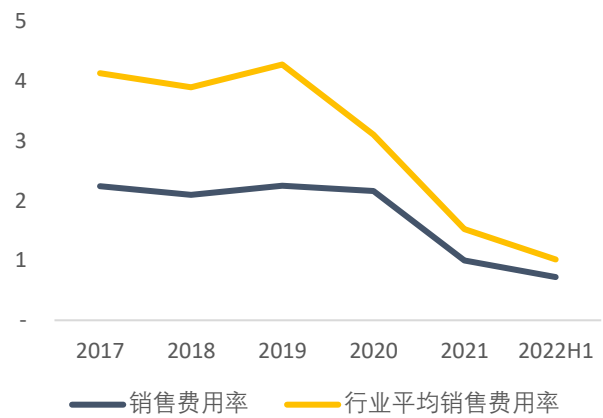
公司销售净利率和毛利率略有下滑，三费率下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 2.28%、9.51%、11.12%、10.41%和 7.02%，销售毛利率分别为 21.24%、21.33%、22.83%、21.41%和 15.74%，均略有下降，毛利率低于市场水平，销售净利率在市场平均水平徘徊。2020 年受疫情不利影响，公司主营业务毛利率略有下滑。2021 年，公司主营业务毛利率下降主要系：1) 子公司刚设立，2021 年处于投建及生产磨合阶段，当期处于亏损状态；子公司建沃精工基于生产管理需要进行搬迁，导致当期产能下降；2) 2021 年公司新产线新工序持续开展投入，为保障公司新产线新工序的投产需要，公司生产人员数量相应增加，职工薪酬增加。2022 年 1-3 月，由于新冠疫情在多地出现不同程度的反弹，公司及部分下游客户出现了阶段性停工停产的情形，公司的产能利用率相比 2021 年出现下滑，导致毛利率下降。2021 年起，公司执行新收入准则，将相关运输费、货代及仓储费等与合同履行成本相关的费用调整至营业成本，导致 2021 年开始销售费用占比降低。2018 年起财务费用率大幅降低后趋于稳定，略有下降。由于公司经营规模的不断扩大、薪酬水平的提高，报告期各年计入管理费用的职工薪酬较上年有所增长，但是总体管理费用率保持稳定，略有下降。

图4：2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平（%）



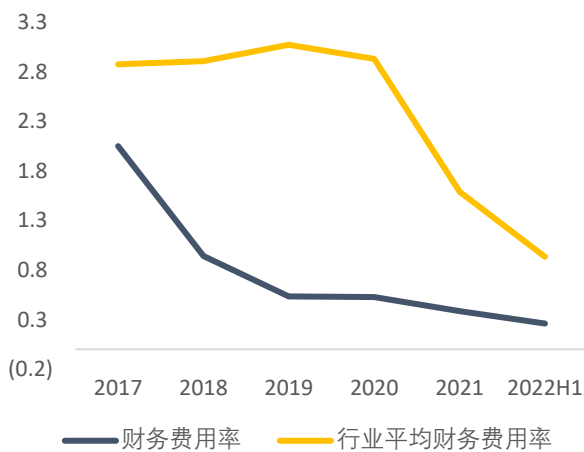
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2022H1 销售费用率水平（%）



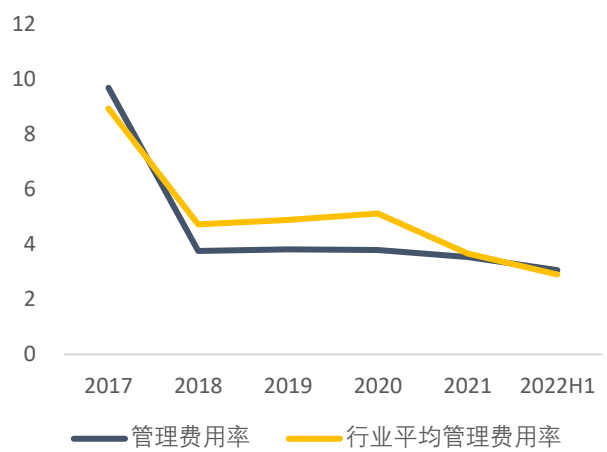
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2017-2022H1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2022H1 管理费用率水平（%）

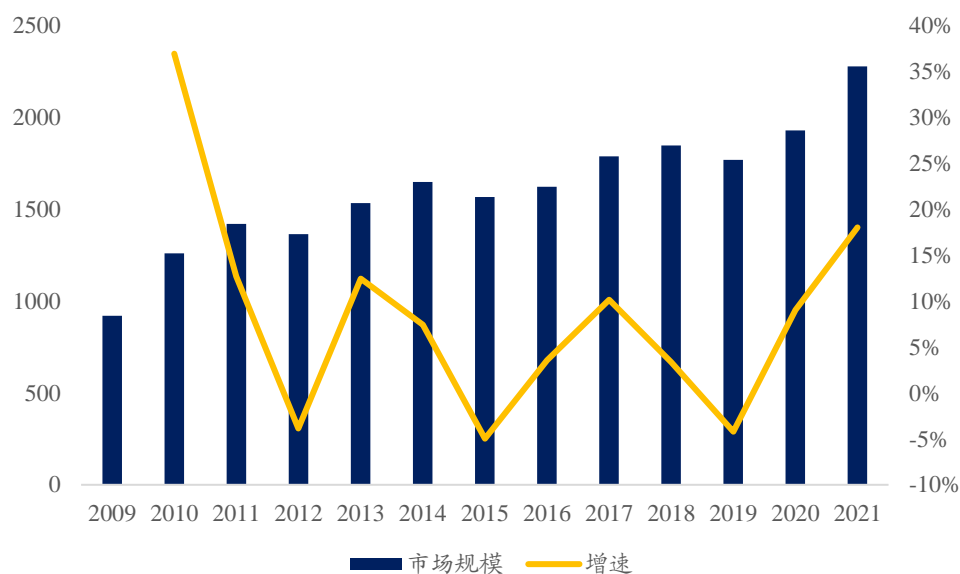


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3.2 公司亮点

公司对接的轴承套圈市场空间广阔。以 2020 年全球轴承市场规模 1187 亿美元为基准，全球八大家的营收规模约为 5455 亿人民币，据各公司财报总结，行业平均毛利率水平约为 20%，因此轴承套圈市场规模约 2160 亿元，空间广阔。无论是从销售额还是产量上来看，我国都已经是世界第三大轴承生产大国。2020 年，我国轴承行业营业收入达到 1930 亿元，轴承年产量达 198 亿套，分别同比增长 9.04%和 1.02%。

图8：2009-2021 中国轴承市场营收及增速（单位：亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司具有丰富的新品及后续新技术储备，有望不断发展适应市场及新品类的需要。公司正在进行 9 个与轴承套圈加工工艺相关的研发项目，3 个与轴承套圈产品相关的研发项目。公司的产品经过产品开发和送样通过后，才能实现批量销售。产品批量销售前需要经过较长的开发周期，从客户提出需求至产品最终得到客户认可后实现批量销售，整个开发周期一般约 1-2 年。

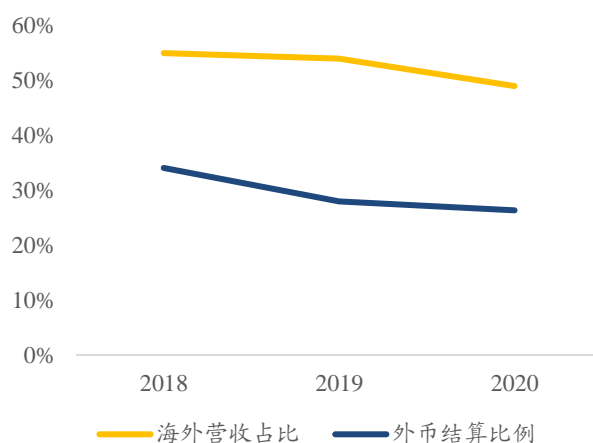
公司对客户进行全球供货，具备一定的议价能力。公司是跨国轴承企业全球供应链体系中的一环，对客户进行全球供货，2018-2020 年间公司外销营收占比分别为 55%、54%、49%，占比持续下降。我们认为，公司对其轴承客户具备一定的议价能力，主要体现在：1) 其外币结算比例不断降低，对客户外销部分的汇率波动风险逐步转嫁至客户端，2018-2020 年公司外币结算营收占外销比例分别为 34.08%、27.97%、26.35%；2) 公司具备对最终产品的完整销售定价权，与客户已经约定产品销售价格与原材料采购价格定期进行同步调整。

图9：截至 2020 年底公司主要客户分布图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2018-2020 年公司外币结算比例及海外营收占比



数据来源：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，而不是单个公司的额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。

#### 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。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，并注明出处为东吴证券研究所，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>

