

新港转债：热电联产行业区域龙头企业

事件

- **新港转债（111013）于 2023 年 3 月 8 日开始网上申购：**总发行规模为 3.69 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于 80,000Nm³/h 空压机项目、向陌桑现代茧业供热管道及配套管线项目等项目。
- **当前债底估值为 82.11 元，YTM 为 3.21%。**新港转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-, 票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.20%、3.00%，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 AA- 中债企业债到期收益率 6.72%（2023-03-03）计算，纯债价值为 82.11 元，纯债对应的 YTM 为 3.21%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 100 元，平价溢价率为 0.00%。**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 09 月 14 日至 2029 年 03 月 07 日。初始转股价 9.18 元/股，正股新中港 3 月 3 日的收盘价为 9.18 元，对应的转换平价为 100.00 元，平价溢价率为 0.00%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 9.13%。**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 9.18 元计算，转债发行 3.69 亿元对总股本稀释率为 9.13%，对流通盘的稀释率为 28.39%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计新港转债上市首日价格在 118.34~131.84 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，考虑到新港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 25% 左右，对应的上市价格在 118.34~131.84 元之间。我们预计网上中签率为 0.0009%，建议积极申购。
- **浙江新中港热电股份有限公司主营业务为热力产品和电力产品的生产及供应。**公司采用热电联产的方式进行热力产品和电力产品的生产及供应，以化石能源为燃料（主要使用煤炭，少部分天然气作补充），在锅炉中燃烧将水加热为高温高压（及以上）过热蒸汽，利用蒸汽驱动汽轮机进而带动发电机发电，利用抽汽和排汽的中低压蒸汽供热，一个流程实现热能和电能的同时生产，以全背压运行的方式对外供应。
- **2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 7.96%。**2021 年，公司实现营业收入 7.71 亿元，同比增加 35.00%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 7.96%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 3.90%。2021 年实现归母净利润 1.14 亿元，同比减少 27.74%。
- **公司的主要营收构成稳定，主营业务收入为蒸汽和电力的销售收入。**2019-2021 年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为 99.14%、98.76% 和 99.25%，主营业务突出。其他业务收入为热水、工业用水、粉煤灰及废渣的销售收入。
- **公司销售净利率和毛利率下降，销售费用率、财务费用率和管理费用率稳定。**2017-2021 年，公司销售净利率分别为 17.19%、18.33%、24.04%、27.56% 和 14.75%，销售毛利率分别为 34.99%、33.88%、38.97%、41.06% 和 21.88%。
- **风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

2023 年 03 月 09 日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《春风有信，花开有期（上）——公用事业电力行业可转债梳理（行业及正股分析篇）》

2023-03-08

《春风有信，花开有期（下）——公用事业电力行业可转债梳理（可转债分析与推荐篇）》

2023-03-07

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: 2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2: 2017-2022Q1-3 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: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7: 2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8: 中国 6000 千瓦及以上电厂供热设备容量情况 (万千瓦)	10

表 1: 新港转债发行认购时间表	4
表 2: 新港转债基本条款	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: 相对价值法预测新港转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1：新港转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-03-04	1、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	2023-03-07	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-03-08	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金）
T+1	2023-03-09	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-03-10	1、刊登《中签号码公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2023-03-13	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	2023-03-14	1、刊登《发行结果公告》 2、向公司划付募集资金

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：新港转债基本条款

转债名称	新港转债	正股名称	新中港
转债代码	111013	正股代码	605162.SH
发行规模	3.69 亿元	正股行业	公用事业-电力-热力服务
存续期	2023 年 03 月 08 日至 2029 年 03 月 07 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	9.18 元	转股期	2023 年 09 月 14 日至 2029 年 03 月 07 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.50%,2.20%,3.00%.		
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，公司将以本次可转债票面面值的 115%（含最后一期利息）全部赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 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
80,000Nm ³ /h 空压机项目	21,368.74	19,564.56
向陌桑现代茧业供热管道及配套管线项目	5,114.83	5,114.83
高效化、清洁化、智能化改造项目	2,290.00	2,290.00
偿还银行贷款和补充流动资金	9,944.17	9,944.17
合计	38,717.74	36,913.57

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	82.11 元	转换平价 (以 2023/3/3 收盘价)	100.0 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	21.78%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	0.00%
纯债到期收益率 YTM	3.21%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 82.11 元, YTM 为 3.21%。新港转债存续期为 6 年, 中证鹏元资产评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.20%、3.00%, 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 AA- 中债企业债到期收益率 6.72%(2023-03-03) 计算, 纯债价值为 82.11 元, 纯债对应的 YTM 为 3.21%, 债底保护一般。

当前转换平价为 100 元, 平价溢价率为 0.00%。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 09 月 14 日至 2029 年 03 月 07 日。初始转股价 9.18 元/股, 正股新中港 3 月 3 日的收盘价为 9.18 元, 对应的转换平价为 100.00 元, 平价溢价率为 0.00%。

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 9.13%。按初始转股价 9.18 元计算, 转债发行 3.69 亿元对总股本稀释率为 9.13%, 对流通盘的稀释率为 28.39%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计新港转债上市首日价格在 118.34~131.84 元之间。按新中港 2023 年 3 月 3 日收盘价测算, 当前转换平价为 100.00 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的胜蓝转债(转换平价 89.76 元, 评级 AA-, 发行规模 3.30 亿元)、朗科转债(转换平价 88.89 元, 评级 AA-, 发行规模 3.80 亿元)、特一转债(转换平价 92.47 元, 评级 AA-, 发行规模 3.54 亿元), 3 月 3 日转股溢价率分别为 85.62%、37.03%、34.96%。

2) 参考近期上市的恒锋转债(上市日转换平价 109.10 元)、声迅转债(上市日转换平价 109.07 元)、睿创转债(上市日转换平价 119.86 元), 上市当日转股溢价率分别为 44.18%、44.22%、20.71%。

基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 公用事业行业的转股溢价率为 17.65%, 中债企业债到期收益为 6.72%, 2022 年三季报显示新中港前十大股东持股比例为 79.56%, 2023 年 3 月 3 日中证转债成交额为 60,089,501,719 元, 取对数得 24.82。因此, 可以计算出新港转债上市首日转股溢价率为 22.81%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到新港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 25% 左右, 对应的上市价格在 118.34~131.84 元之间。

表5: 相对价值法预测新港转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价	20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	8.72	114.00	115.90	118.75	121.60
-3%	8.90	116.40	118.34	121.25	124.16
2023/03/03 收盘价	9.18	120.00	122.00	125.00	128.00
3%	9.46	123.60	125.66	128.75	131.84
5%	9.64	126.00	128.10	131.25	134.40

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 73.87%。新中港的前十大股东合计持股比例为 79.56% (2022/09/30), 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 73.87%。

我们预计中签率为 0.0009%。新港转债发行总额为 3.69 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 73.87%, 剩余网上投资者可申购金额为 0.96 亿元。新港转债仅设置网上发行, 近期发行的爱玛转债(评级 AA, 规模 20.00 亿元)网上申购数约 1010.16 万户, 精测转 2(评级 AA-, 规模 12.76 亿元)1031.79 万户, 测绘转债(评级 A+, 规模 4.066821 亿元)1032.12 万户。我们预计新港转债网上有效申购户数为 1024.69 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

浙江新中港热电股份有限公司主营业务为热力产品和电力产品的生产及供应。公司采用热电联产的方式进行热力产品和电力产品的生产及供应，以化石能源为燃料(主要使用煤炭，少部分天然气作补充)，在锅炉中燃烧将水加热为高温高压(及以上)过热蒸汽，利用蒸汽驱动汽轮机进而带动发电机发电，利用抽汽和排汽的中低压蒸汽供热，一个流程实现热能和电能的同时生产，以全背压运行的方式对外供应。这种生产方式不但相比于传统凝汽发电厂、热电分产型企业，而且比抽凝式热电联产机组，更符合能源梯级利用的原则，彻底避免了大量冷凝端能源损失；又发挥新型循环流化床锅炉的环保优势，集中治理污染物排放，使能源得到高效、清洁利用。公司通过打造以热定电的“高参数全背压机组配套新型循环流化床锅炉”的独特工艺，不断创新，在节约能源和清洁燃煤方面走在热电联产行业前列。公司商号中，“清洁能源”指生产方式当前以煤炭的清洁高效利用为主(达到天然气电厂排放标准)，辅以天然气调峰补充，今后计划逐步加大清洁能源、可再生能源的比重，并且进一步降低能耗，实现一次能源利用的清洁化、高效化。

2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 7.96%。2021 年，公司实现营业收入 7.71 亿元，同比增加 35.00%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 7.96%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 3.90%。2021 年实现归母净利润 1.14 亿元，同比减少 27.74%。公司的主要客户为国网浙江嵊州市供电公司及嵊州地区的服装领带、印染、造纸、医药公司，下游蒸汽客户连续生产的工艺特点决定了其对热负荷需求稳定，季节波动性较小。

图1：2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）

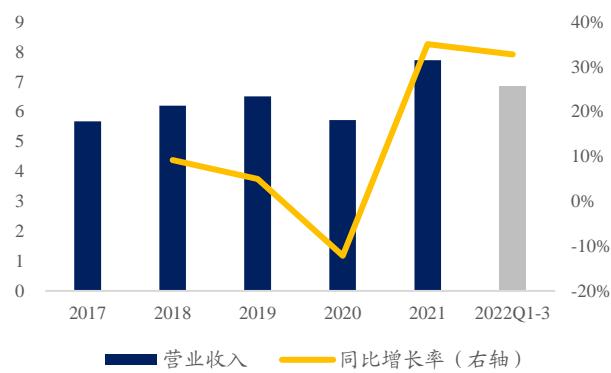


图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



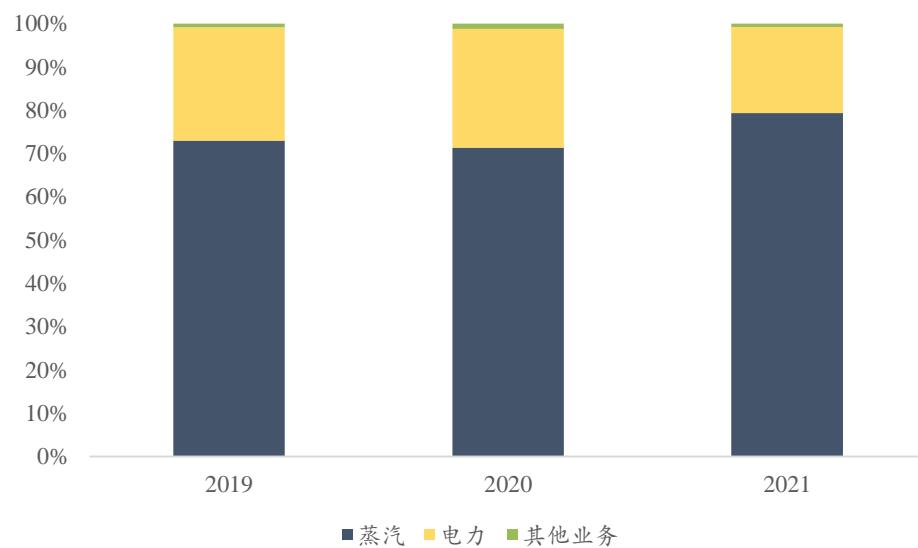
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的主要营收构成稳定，主营业务收入为蒸汽和电力的销售收入。2019-2021 年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为 99.14%、98.76% 和 99.25%，主营业务突出。

其他业务收入为热水、工业用水、粉煤灰及废渣的销售收入。其他业务成本主要为公司租赁厂房计提的折旧费用。具体来看，2019-2021年，公司蒸汽业务收入占比分别为73.01%、71.36%和79.31%，电力业务收入占比分别为26.13%、27.40%和19.93%。2020年较2019年相比，受疫情影响，公司蒸汽业务收入和电力业务收入金额均有所下降，但蒸汽业务收入占比下降而电力业务收入占比增长，主要因为公司2020年12月取得超低排放电价补贴不含税收入1,211.93万元。2021年较2020年相比，公司蒸汽业务收入大幅增长，电力业务收入剔除超低排放电价补贴后也有所增长，主要由于一方面，随着热用户扩产及疫情对下游用户的影响减小，蒸汽、电力销量增加，另一方面，因煤炭价格上涨持续上涨，公司逐月调涨了蒸汽价格；蒸汽业务收入占比上升而电力业务收入占比下降，主要由于一方面，公司中压蒸汽销量逐年提高，同时在原有供热机组已经用足的情况下，下游企业用热持续增长导致天然气耗用量加大，而无论是供应中压蒸汽还是耗用天然气供热均不发电，这也导致蒸汽销量增幅大于电力销量增幅；另一方面，蒸汽价格逐月调涨，而电价基本持平。

图3：2019-2021年营业收入构成

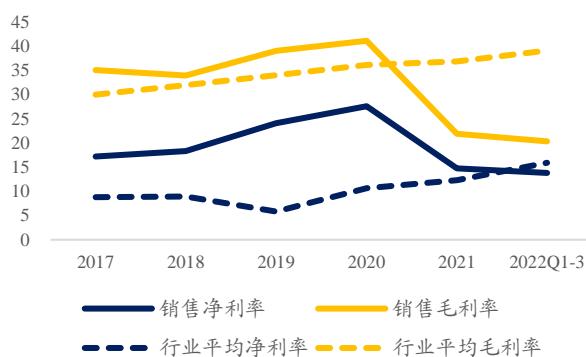


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率下降，销售费用率、财务费用率和管理费用率稳定。2017-2021年，公司销售净利率分别为17.19%、18.33%、24.04%、27.56%和14.75%，销售毛利率分别为34.99%、33.88%、38.97%、41.06%和21.88%。2021年毛利率显著下降，主要原因为蒸汽业务对应的煤炭等原材料价格短期大幅上涨，汽价则逐步小幅调涨；另一方面，公司按供热比分摊热力与电力的成本，由于2021年蒸汽销售量增加，机组负荷水平较高，供热比有一定比例提高，导致分摊至蒸汽业务成本的比例上升，两方面因素叠加导致蒸汽业务毛利率大幅度下降。从期间费用来看，公司下游客户较为稳定，且公司在嵊州市本地具有一定的区域优势，在公司的销售模式下，公司只需要配备少量销售经理用于营销方面的工作即可。销售经理主要负责一定区域内的客户维护和开发工作。公司销售费用为销售人员薪酬和管道维护费，无明显的波动或异常变化，且低于同行业

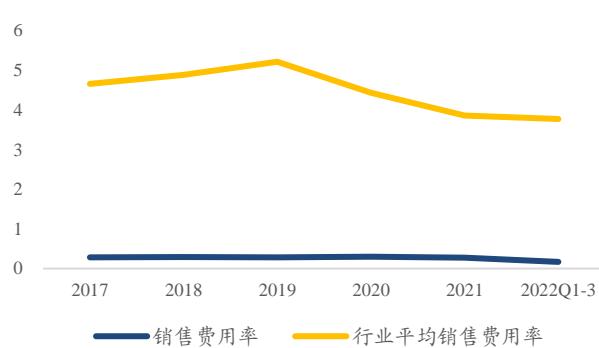
平均水平。公司管理费用主要包括管理人员薪酬、折旧费、无形资产摊销费等。公司管理费用率与同行业公司平均水平相近，其金额相对于所实现的营业收入较小；不包含公司生产设备折旧，后者通过归集到制造费用并结转到生产成本中并通过营业成本列报。2019-2021年，公司财务费用逐年降低，由2019年的563.75万元降低至2021年的144.19万元，主要为银行借款所产生的利息支出、办理银行业务的手续费、融资租赁费用和财务顾问费用；公司暂时闲置的资金存放银行产生的利息收入为公司财务费用的抵减项。

图4：2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



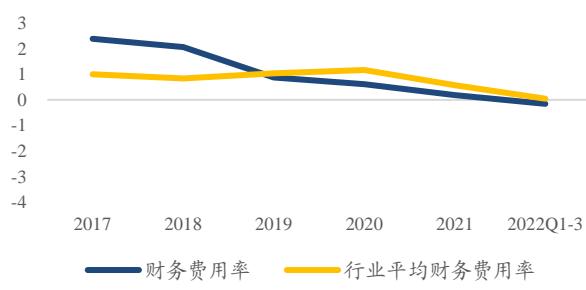
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：2017-2022Q1-3 销售费用率水平（%）



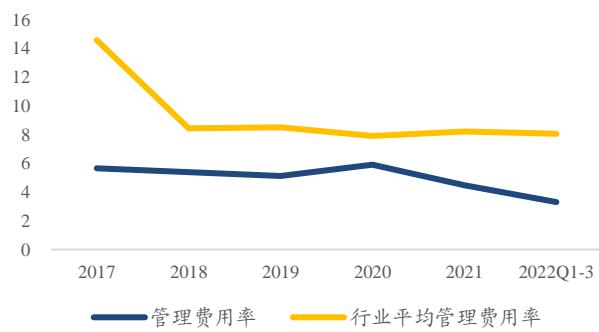
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：2017-2022Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：2017-2022Q1-3 管理费用率水平（%）



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。

3.2. 公司亮点

煤炭消费减量替代政策助力，热电联产发展空间巨大。我国每年散烧煤消费约7~8

亿吨，主要用于采暖小锅炉、工业小锅炉（窑炉）、农村生产生活等领域，约占煤炭消费总量的 20%，远高于欧盟、美国不到 5% 的水平。大量散烧煤未经洁净处理直接燃烧，致使大量的大气污染物排放。在这一背景下，国家发改委等 8 部委于 2016 年 5 月 16 日联合发布《关于推动电能替代的指导意见》（发改能源〔2016〕1054 号），提出 2016-2020 年实现能源终端消费环节电能替代散烧煤、燃油消费总量约 1.3 亿吨标煤，带动电煤占煤炭消费比重提高约 1.9%，带动电能占终端能源消费比重提高约 1.5%，促进电能占终端能源消费比重达到约 27%。《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020 年）》、《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》以及国家发改委等 6 部门于 2014 年 12 月 29 日发布的《重点地区煤炭消费减量替代管理暂行办法》（发改环资〔2014〕2984 号），均把发展热电联产作为煤炭减量替代的重要措施。考虑到我国目前散烧煤占煤炭消费总量较高、电煤占煤炭消费比重较低，热电联产发展空间巨大，煤炭消费减量替代政策是热电联产发展的推动力。

热电联产行业稳定发展。我国热电联产行业主要以煤炭为原料，热电联产技术在“十一五”、“十二五”时期均入选十大节能减排重点工程。随着城市和工业园区经济发展，热力需求不断增加，热电联产集中供热稳步发展，总装机容量不断增长。2010 年以来，我国热电联产快速发展，供热机组装机容量迅速增加。据中国电力企业联合会统计，我国 6,000 千瓦及以上电厂供热设备容量从 2010 年底的 16,655 万千瓦增长至 2020 年底的 56,294 万千瓦，年均复合增长率为 12.95%，占同容量火电厂装机容量从 23.66% 增长至 45.31%，占全国发电机组容量从 17.23% 增长至 25.56%，已完成《2010 年热电联产发展规划及 2020 年远景发展目标》制定的热电联产发展目标，经分析也已提前完成《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020 年）》（发改能源〔2014〕2093 号）制定的热电联产发展目标。

图8：中国 6000 千瓦及以上电厂供热设备容量情况（万千瓦）



数据来源：公司募集说明书，中国电力企业联合会，东吴证券研究所

热电联产机组也在高参数方向发展。得益于近年来我国电力相关装备产业、机械电子信息产业及新工艺、新材料的发展，中小功率、高参数、高转速、高效率背压式汽轮机技术的成熟，中小容量的超高压、亚临界及以上参数循环流化床锅炉技术的成熟，以及配套热泵技术、计算机集散控制系统的国产化成熟和普及化等等，为中小型热电联产企业采用高参数机组提供了技术可行性。新中港是第一个、也是目前为数不多的使用了超高压参数、亚临界参数的热电联产企业。

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

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>

