

固收点评 20230709

武进转债：国内不锈钢管行业龙头企业之一

关键词：#进口替代 #新需求、新政策

2023年07月09日

事件

- **武进转债(113671.SH)于2023年7月10日开始网上申购**：总发行规模为3.10亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产2万吨高端装备用高性能不锈钢无缝管项目。
- **当前债底估值为91.78元，YTM为2.41%**。武进转债存续期为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%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率3.91%（2023-07-07）计算，纯债价值为91.78元，纯债对应的YTM为2.41%，债底保护较好。
- **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起至转债到期日止，即2024年01月14日至2029年07月09日。初始转股价8.55元/股，正股武进不锈7月7日的收盘价为8.55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6.07%**。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8.55元计算，转债发行3.10亿元对总股本稀释率为6.07%，对流通盘的稀释率为6.07%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计武进转债上市首日价格在122.22~135.96元之间，我们预计中签率为0.0012%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到武进转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在29%左右，对应的上市价格在122.22~135.96元之间。我们预计网上中签率为0.0012%，建议积极申购。
- **武进不锈是国内最大的不锈钢无缝钢管、不锈钢焊接钢管、钢制管件和法兰产品制造商之一，是国家重点高新技术企业**。公司主营业务为工业用不锈钢管及管件的研发、生产与销售。公司的主要产品包括工业用不锈钢无缝管、工业用不锈钢焊接管、钢制管件和法兰等。
- **2018年以来公司营收稳定增长，2018-2022年复合增速为9.07%**。2022年公司实现营业收入28.30亿元，同比增长4.86%；归母净利润2.15亿元，同比增长22.0%。2023年Q1营业收入8.68亿元，同比增长53.11%；归母净利润0.73亿元，同比上升124.79%。
- **公司营业收入主要来源于无缝管和焊管，两者占公司90%以上的营收**。2020-2022年无缝管业务收入占主营业务收入比重分别为62.65%/64.14%/67.12%；2020-2022年焊管业务收入占主营业务收入比重分别为32.67%/33.24%/28.13%。
- **公司销售净利率和毛利率有所下滑，销售费用率下降，财务费用率保持稳定，管理费用率下降**。2018-2022年，公司销售净利率分别为9.96%、13.55%、9.18%、6.53%和7.60%，销售毛利率分别为20.54%、24.03%、18.28%、14.14%和14.30%。
- **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。**

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

《二级资本债周度数据跟踪
(20230703-20230707)》

2023-07-08

《绿色债券周度数据跟踪
(20230703-20230707)》

2023-07-08

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:	2018-2023Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2018-2023Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2020-2022 年营业收入构成	8
图 4:	2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5:	2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)	8
图 6:	2018-2023Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023Q1 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	中国历年煤电核准量 (GW)	9
图 9:	中国火电投资额及同比增速 (亿元; %)	9
图 10:	中国乙烯高温炉管替换市场规模 (亿元; %)	10
图 11:	中国乙烯产量 (万吨; %)	10
表 1:	武进转债发行认购时间表	4
表 2:	武进转债基本条款	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:	相对价值法预测武进转债上市价格 (单位: 元)	6
表 6:	各类机组参数对比	10

1. 转债基本信息

表1: 武进转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-07-06	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-07-07	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-07-10	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	2023-07-11	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	2023-07-12	1、刊登《网上中签结果公告》 2、确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2023-07-13	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	2023-07-14	1、刊登《发行结果公告》 2、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: 武进转债基本条款

转债名称	武进转债	正股名称	武进不锈
转债代码	113671.SH	正股代码	603878.SH
发行规模	3.10 亿元	正股行业	钢铁-普钢-钢铁管材
存续期	2023 年 07 月 10 日至 2029 年 07 月 09 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	8.55 元	转股期	2024 年 01 月 14 日至 2029 年 07 月 09 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.50%,1.80%,2.00%.		
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 110%（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
年产 2 万吨高端装备用高性能不锈钢无缝管项目	46,836.56	31,000.00
合计	46,836.56	31,000.00

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	91.78 元	转换平价 (以 2023/07/07 收盘价)	100.00 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	8.96%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	0.00%
纯债到期收益率 YTM	2.41%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 91.78 元, YTM 为 2.41%。武进转债存续期为 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%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 3.91% (2023-07-07) 计算, 纯债价值为 91.78 元, 纯债对应的 YTM 为 2.41%, 债底保护较好。

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 2024 年 01 月 14 日至 2029 年 07 月 09 日。初始转股价 8.55 元/股, 正股武进不锈 7 月 7 日的收盘价为 8.55 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 6.07%。按初始转股价 8.55 元计算, 转债发行 3.10 亿元对总股本稀释率为 6.07%, 对流通盘的稀释率为 6.07%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计武进转债上市首日价格在 122.22~135.96 元之间。按武进不锈 2023 年 7 月 7 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凌钢转债 (转换平价 86.10 元, 评级 AA, 发行规模 4.40 亿元)、设研转债 (转换平价 109.71 元, 评级 AA, 发行规模 3.76 亿元)、博实转债 (转换平价 120.94 元, 评级 AA, 发行规模 4.50 亿元), 7 月 7 日转股溢价率分别为 36.70%、19.25%、19.90%。

2) 参考近期上市的恒邦转债(上市日转换平价 96.16 元)、山河转债(上市日转换平价 86.85 元)、金埔转债(上市日转换平价 98.69 元), 上市当日转股溢价率分别为 30.41%、55.44%、29.70%。

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上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 钢铁行业的转股溢价率为 38.18%, 中债企业债到期收益率为 3.91%, 2023 年一季报显示武进不锈前十大股东持股比例为 51.28%, 2023 年 7 月 7 日中证转债成交额为 63,381,748,014 元, 取对数得 24.87。因此, 可以计算出武进转债上市首日转股溢价率为 27.65%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到武进转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 29%左右, 对应的上市价格在 122.22~135.96 元之间。

表5: 相对价值法预测武进转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		24.00%	26.00%	29.00%	32.00%	34.00%
-5%	8.12	117.80	119.70	122.55	125.40	127.30
-3%	8.29	120.28	122.22	125.13	128.04	129.98
2023/07/07 收盘价	8.55	124.00	126.00	129.00	132.00	134.00
3%	8.81	127.72	129.78	132.87	135.96	138.02
5%	8.98	130.20	132.30	135.45	138.60	140.70

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 **65.38%**。武进不锈的前十大股东合计持股比例为 51.28% (2023/03/31), 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 65.38%。

我们预计中签率为 **0.0012%**。武进转债发行总额为 3.10 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 65.38%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.07 亿元。武进转债仅设置网上发行, 近期发行的力合转债(评级 AA-, 规模 3.80 亿元)网上申购数约 881.32 万户, 纽泰转债(评级 A, 规模 3.50 亿元) 929.17 万户, 海泰转债(评级 0, 规模 0 亿元) 929.84 万户。我们预计武进转债网上有效申购户数为 913.44 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0012%。

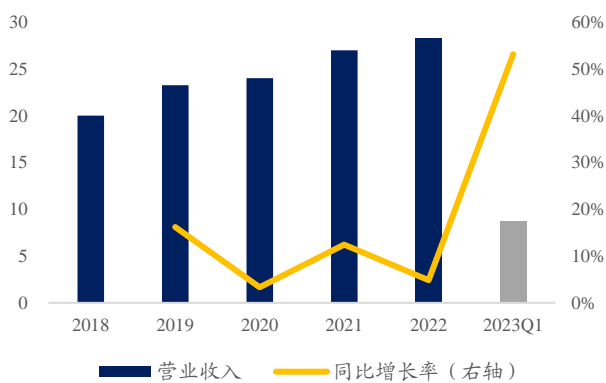
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

武进不锈是国内最大的不锈钢无缝钢管、不锈钢焊接钢管、钢制管件和法兰产品制造商之一，是国家重点高新技术企业。公司主营业务为工业用不锈钢管及管件的研发、生产与销售。公司的主要产品包括工业用不锈钢无缝管、工业用不锈钢焊接管、钢制管件和法兰等。公司产品广泛用于石油、化工、天然气、电力设备制造以及机械设备制造等行业。公司是中石化、中石油、中海油等石化企业及各大锅炉厂的定点供货单位，是东方锅炉集团股份有限公司优质供方，惠生工程(中国)有限公司合格供应商，神华宁煤集团三星级供应商，中国核工业第二三建设公司福清项目部和 CTCI(中国台湾中鼎工程股份有限公司)以及 SABIC、BHEL、EIL、SASOL 等单位的合格供方。公司先后通过中国冶金工业质量体系认证中心的 ISO9002: 质量体系审核认证。公司拥有完整的科技创新体系和一流的科技人才队伍，拥有多项专利。

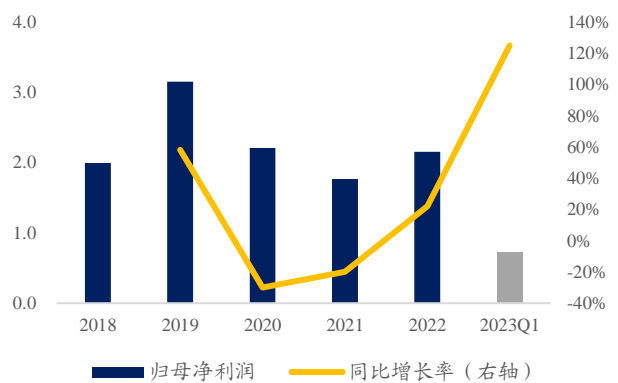
2018 年以来公司营收稳定增长，2018-2022 年复合增速为 9.07%。受下游炼化、煤化工高资本支出影响，2019 年公司归母净利润创历史新高，实现 3.15 亿元，随后 2020-2021 年公司利润和单吨毛利润连下台阶，其原因在于：1) 能耗指标管控、双碳政策综合影响下，下游装机量下滑；2) 原材料价格快速上涨；3) 疫情对物流的影响。2022 年公司实现营业收入 28.30 亿元，同比增长 4.86%；归母净利润 2.15 亿元，同比增长 22.0%。截止最新报告期，公司 2023 年一季度营业收入 8.68 亿元，同比增长 53.11%；归母净利润 0.73 亿元，同比上升 124.79%，公司业绩显示出反弹趋势。

图1：2018-2023Q1 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

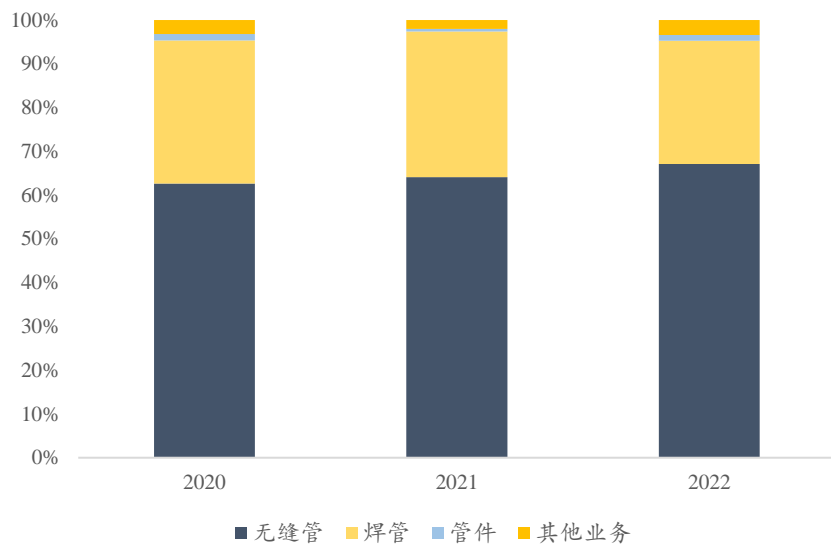
图2：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于无缝管和焊管，两者占公司 90%以上的营收。2020 年以来，武进不锈无缝管业务收入逐年增长，2020-2022 年无缝管业务收入占主营业务收入比重分别为 62.65%/64.14%/67.12%；2020-2022 年焊管业务收入占主营业务收入比重分别为 32.67%/33.24%/28.13%。

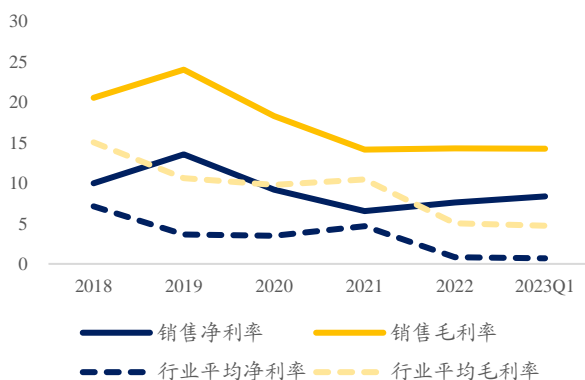
图3: 2020-2022 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

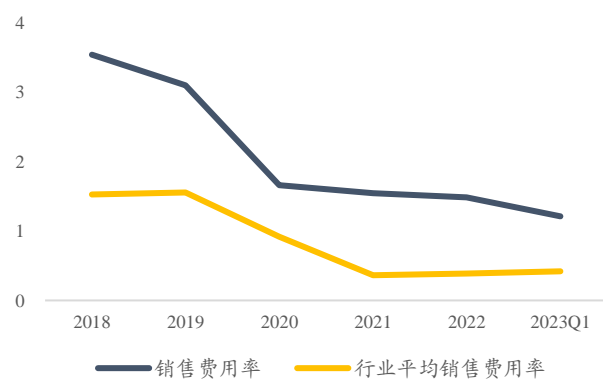
公司销售净利率和毛利率有所下滑, 销售费用率下降, 财务费用率保持稳定, 管理费用率下降。2018-2022 年, 公司销售净利率分别为 9.96%、13.55%、9.18%、6.53%和 7.60%, 销售毛利率分别为 20.54%、24.03%、18.28%、14.14%和 14.30%。公司销售毛利率和销售净利率表现有所下滑, 但均显著高于行业均值, 下滑原因在于疫情影响、下游需求疲软以及原材料成本上升。2020 年以来, 公司销售费用率大幅下降, 主要原因系 20 年执行新收入准则, 将销售运输费用计入营业成本以及本期佣金和工资减少所致。2020 年财务费用大幅升高, 又在 2022 年大幅下降, 主要与汇率波动损益有关。

图4: 2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)



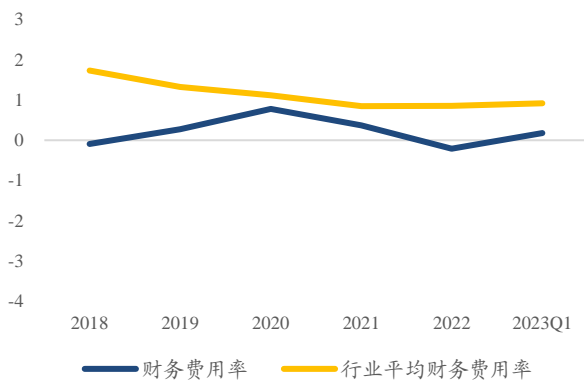
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)



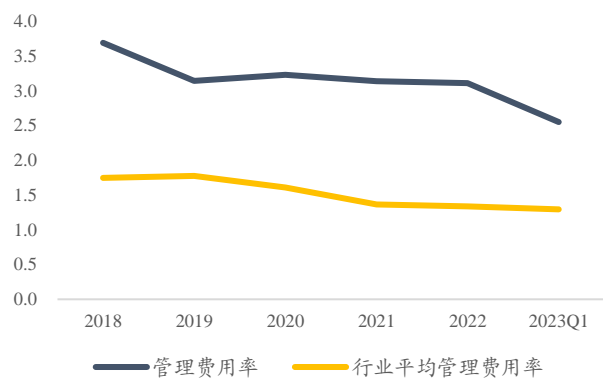
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2018-2023Q1 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2018-2023Q1 管理费用率水平 (%)



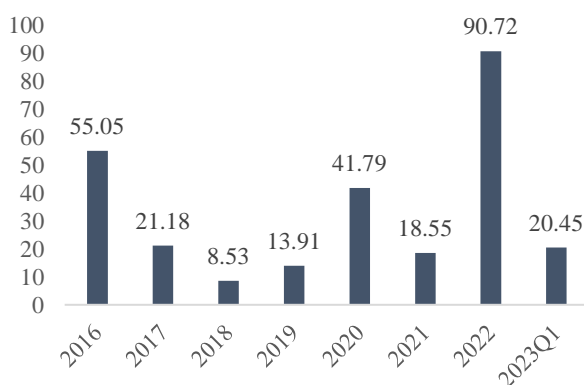
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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

煤电核准量回升, 提振高端不锈钢锅炉管需求。2021 年国内煤电核准量 18.55GW, 同比下滑 55.6%, 2021 年 Q3 全国拉闸限电后, 煤电大规模核准随即重启, 单 2021Q4 煤电核准量就达到 11GW, 占全年核准量的 59%。根据国际环保组织绿色和平的简报《中国电力部门低碳转型 2022 年进展分析》显示, 2022 年中国新增核准煤电项目 82 个, 总核准装机达 9071.6 万千瓦, 是 2021 年获批总量的近 5 倍。地方政府对煤电的核准热情已延续到 2023 年, 今年一季度新核准煤电项目装机达 2045 万千瓦, 超过 2021 年获批煤电的总装机量。

图8: 中国历年煤电核准量 (GW)



数据来源: 国际能源网, 东吴证券研究所

图9: 中国火电投资额及同比增速 (亿元; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

超超临界机组是主要发展方向, 对管道的性能要求更高。出于环保要求, 国家发改委和国家能源局 2021 年发布的《全国煤电机组改造升级实施方案》, 要求新建非热电

联产燃煤发电项目原则上要采用 60 万千瓦及以上超超临界机组，对无法改造的机组逐步淘汰关停。要求“十四五”期间改造规模不低于 3.5 亿千瓦，稳步推进 650℃ 等级超超临界燃煤发电技术。

武进不锈钢是专用于超超临界机组的锅炉管 Super304H 和 HR3C 的供应商之一。超超临界电站锅炉过热器和再热器专用的不锈钢无缝管必须符合持久强度高、组织稳定性和抗蒸汽氧化性能优良等质量指标要求，涉及的型号包括 TP347H、Super304H 和 HR3C，后两者仅用于超超临界，由日本住友于 20 世纪 90 年代开发，目前国内已具备实现国产替代的技术能力，主要供应商包括久立特材、武进不锈钢、太钢不锈钢和盛德鑫泰等。

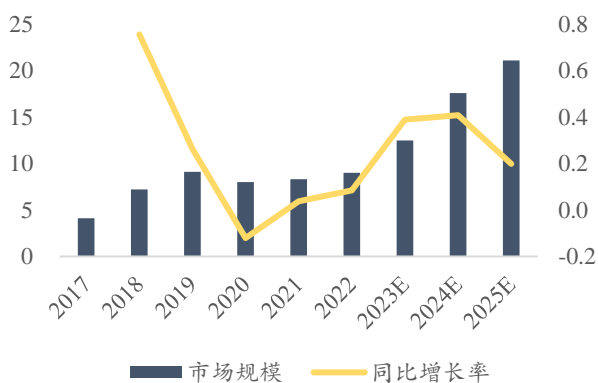
表6: 各类机组参数对比

机组类型	温度 (摄氏度)	压力 (MPa)	热效率 (%)	煤耗 (g/kWh)
高压机组	510	9	33	390
亚临界机组	538/538	16.7	41.8	345
超临界机组	540/560	25	43.3	278
	585/600	27	44.4	
超超临界机组	600/620	30	45.1	256
	620/620	31.5	45.5	
超 700℃ 机组	700/720	35	52.5	205

数据来源：迟成宇等《600℃超超临界电站锅炉过热器及再热器管道用先进奥氏体耐热钢的研究与发展》，东吴证券研究所

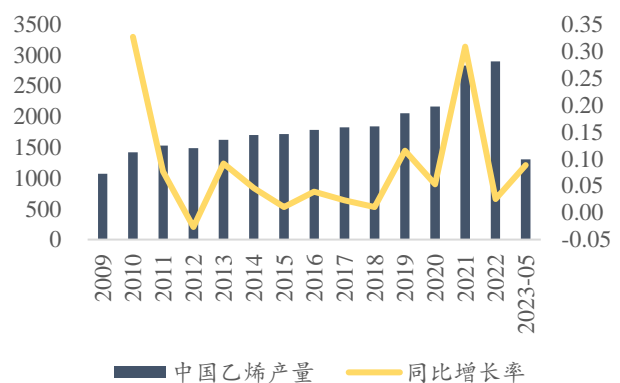
乙烯裂解炉管市场具有潜力，武进成功开发乙烯裂解炉管，实现国产替代。乙烯裂解炉是乙烯装置中的关键和核心工艺设备。裂解炉炉管技术要求高，国产化炉管尚待改善。2022 年 7 月，武进不锈钢与某国内石化设计巨头达成深度合作，致力于打破国外对乙烯裂解炉对流段炉管的垄断现象，实现乙烯裂解炉对流段炉管的国产化。目前三种型号钢管已经开发完毕。随着下游需求端产能上升，国内裂解炉行业市场产量和销售收入有所上升，乙烯裂解炉、高温炉管市场规模有望扩大。

图10: 中国乙烯高温炉管替换市场规模 (亿元; %)



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图11: 中国乙烯产量 (万吨; %)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>