

固收点评 20230728

金铜转债：铜加工行业龙头企业

2023年07月28日

关键词：#规模经济 #业绩符合预期

事件

- **金铜转债(113068.SH)于2023年7月28日开始网上申购**：总发行规模为14.50亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产4万吨新能源汽车用电磁扁线项目、年产8万吨小直径薄壁高效散热铜管项目、年产7万吨精密铜合金棒材项目。
- **当前债底估值为91.78元，YTM为2.01%**。金铜转债存续期为6年，上海新世纪资信评估投资服务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：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的108.00%（含最后一期利息），以6年AA+中债企业债到期收益率3.50%（2023-07-27）计算，纯债价值为91.78元，纯债对应的YTM为2.01%，债底保护较好。
- **当前转换平价为100.3元，平价溢价率为-0.30%**。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02月03日至2029年07月27日。初始转股价6.75元/股，正股金田股份7月27日的收盘价为6.77元，对应的转换平价为100.30元，平价溢价率为-0.30%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为12.68%**。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6.75元计算，转债发行14.50亿元对总股本稀释率为12.68%，对流通盘的稀释率为12.78%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计金铜转债上市首日价格在118.69~132.23元之间，我们预计中签率为0.0050%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到金铜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25%左右，对应的上市价格在118.69~132.23元之间。我们预计网上中签率为0.0050%，建议积极申购。
- **金田铜业公司专注于铜加工行业，是国内集再生铜冶炼、铜加工、铜深加工于一体的产业链最完整的企业之一**。公司铜加工产品品种丰富，是国内少数几家能够满足客户对棒、管、板带和线材等多个类别的铜加工产品一站式采购需求的企业之一。
- **2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为25.61%**。自2018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，2018-2022年复合增速为25.61%。2022年，公司实现主营业务收入922.68亿元，同比增加24.68%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022年复合增速为-0.10%。2022年实现归母净利润4.2亿元，同比减少43.30%。
- **公司的主要营收构成变动较大，公司核心业务为铜加工产品，其他主营业务包括铜管-铜及铜合金管件、永磁材料、稀土永磁**。公司主营业务收入为铜产品和烧结钕铁硼永磁材料的销售收入。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率维稳，管理费用率下降**。2018-2022年，公司销售净利率分别为1.03%、1.21%、1.07%、0.91%和0.42%，销售毛利率分别为3.56%、4.12%、4.08%、3.20%和1.96%。
- **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

《燃23转债：燃气核心企业》

2023-07-28

《立中转债：多业务板块布局，实现细分引领》

2023-07-27

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 (%)	9
图 5:	2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)	9
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:	2020~2022 年铜及铜合金材料总产量及市场占有率 (单位: 万吨, %)	10
图 9:	2020~2022 年公司研发投入情况 (单位: 万元, %)	11
表 1:	金铜转债发行认购时间表	4
表 2:	金铜转债基本条款	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:	相对价值法预测金铜转债上市价格 (单位: 元)	6

1.转债基本信息

表1: 金铜转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-07-26	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	2023-07-27	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2023-07-28	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	2023-07-31	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	2023-08-01	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2023-08-02	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	2023-08-03	《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: 金铜转债基本条款

转债名称	金铜转债	正股名称	金田股份
转债代码	113068.SH	正股代码	601609.SH
发行规模	14.50 亿元	正股行业	有色金属-工业金属-铜
存续期	2023 年 07 月 28 日至 2029 年 07 月 27 日	主体评级/债项评级	AA+/AA+
转股价	6.75 元	转股期	2024 年 02 月 03 日至 2029 年 07 月 27 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.60%,1.50%,1.80%,2.00%.		
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 108% (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4万吨新能源汽车用电磁扁线项目	48,938.00	40,000.00
年产8万吨小直径薄壁高效散热铜管项目	58,085.00	32,500.00
年产7万吨精密铜合金棒材项目	47,520.00	30,000.00
补充流动资金	42,500.00	42,500.00
合计	197,043.00	145,000.00

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 2023/07/27 收盘价)	100.30 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)	-0.30%
纯债到期收益率 YTM	2.01%		

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 2.01%。金铜转债存续期为 6 年,上海新世纪资信评估投资服务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: 0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 108.00%(含最后一期利息),以 6 年 AA+中债企业债到期收益率 3.50%(2023-07-27) 计算,纯债价值为 91.78 元, 纯债对应的 YTM 为 2.01%, 债底保护较好。

当前转换平价为 100.3 元, 平价溢价率为-0.30%。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 02 月 03 日至 2029 年 07 月 27 日。初始转股价 6.75 元/股, 正股金田股份 7 月 27 日的收盘价为 6.77 元, 对应的转换平价为 100.30 元, 平价溢价率为-0.30%。

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 12.68%。按初始转股价 6.75 元计算, 转债发行 14.50 亿元对总股本稀释率为 12.68%, 对流通盘的稀释率为 12.78%, 对股本有一定的摊薄压力。

2.投资申购建议

我们预计金铜转债上市首日价格在 118.69~132.23 元之间。按金田股份 2023 年 7 月 27 日收盘价测算, 当前转换平价为 100.30 元。

1) 1) 参照平价、评级和规模可比标的吉视转债 (转换平价 88.34 元, 评级 AA+, 发行规模 15.60 亿元)、旗滨转债 (转换平价 74.49 元, 评级 AA+, 发行规模 15.00 亿

元)、鲁泰转债(转换平价 78.91 元, 评级 AA+, 发行规模 14.00 亿元), 7 月 27 日转股溢价率分别为 24.52%、66.09%、45.25%。

2) 参考近期上市的祥源转债(上市日转换平价 101.07 元)、力合转债(上市日转换平价 99.50 元)、赫达转债(上市日转换平价 107.30 元), 上市当日转股溢价率分别为 33.69%、46.37%、25.91%。

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的到期收益率(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, 有色金属行业的转股溢价率为 13.51%, 中债企业债到期收益为 3.50%, 2023 年一季报显示金田股份前十大股东持股比例为 61.71%, 2023 年 7 月 27 日中证转债成交额为 47,389,159,401 元, 取对数得 24.58。因此, 可以计算出金铜转债上市首日转股溢价率为 22.43%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到金铜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 25%左右, 对应的上市价格在 118.69~132.23 元之间。

表5: 相对价值法预测金铜转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	6.43	114.34	116.24	119.10	121.96	123.87
-3%	6.57	116.74	118.69	121.61	124.53	126.47
2023/07/21 收盘价	6.77	120.36	122.36	125.37	128.38	130.39
3%	6.97	123.97	126.03	129.13	132.23	134.30
5%	7.11	126.37	128.48	131.64	134.80	136.90

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 68.51%。金田股份的前十大股东合计持股比例为 61.71% (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 68.51%。

我们预计中签率为 0.0049%。金铜转债发行总额为 14.50 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 68.51%, 剩余网上投资者可申购金额为 4.57 亿元。金铜转债仅设置网上发行, 近期发行的纽泰转债(评级 A, 规模 3.50 亿元)网上申购数约 929.17 万户, 海泰转债(评级 A, 规模 3.97 亿元) 929.84 万户, 星帅转 2 (评级 A+, 规模 4.629 亿元)

924.96 万户。我们预计金铜转债网上有效申购户数为 927.99 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0049%。

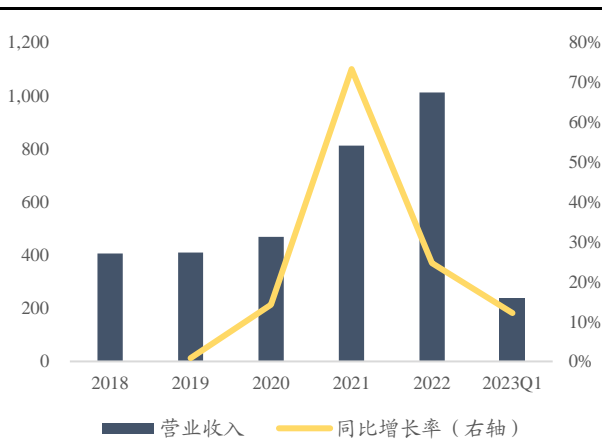
3.正股基本面分析

3.1 财务数据分析

金田铜业公司专注于铜加工行业，是国内集再生铜冶炼、铜加工、铜深加工于一体的产业链最完整的企业之一。公司利用废杂铜进行铜冶炼，同时从事铜加工生产业务，形成了从冶炼到加工完整的产业链，经过二十余年发展已成为中国最大的铜加工企业之一。公司铜加工产品品种丰富，是国内少数几家能够满足客户对棒、管、板带和线材等多个类别的铜加工产品一站式采购需求的企业之一。公司坚持“自主创新、科学发展”的经营理念，立足于铜加工领域的技术进步，依靠不断的技术创新，始终践行转型升级、高端制造，被评为“中国优秀民营企业”、“浙江省创新型试点企业”。

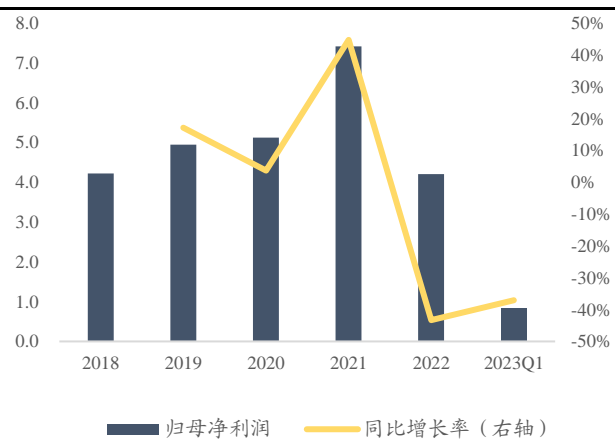
2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 25.61%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 25.61%。2022 年，公司实现主营业务收入 922.68 亿元，同比增加 24.68%。主要是销量增长所致，公司首次公开发行和 2021 年可转债募投项目产能逐渐释放并消化，公司主要产品的产销规模有所增长。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022 年复合增速为-0.10%。2022 年实现归母净利润 4.2 亿元，同比减少 43.30%。主要原因系受宏观经济波动等因素影响，下游市场需求疲软，公司部分铜产品加工费下降以及电力、天然气等生产要素价格上涨，2022 年营业毛利较 2021 年下降 23.53%，另外，公司 2022 年度期货及理财产生的投资收益为 1,359.91 万元，较上年度增加 13,166.05 万元。上述原因综合影响导致公司 2022 年度净利润较 2021 年度减少 42.77%。

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

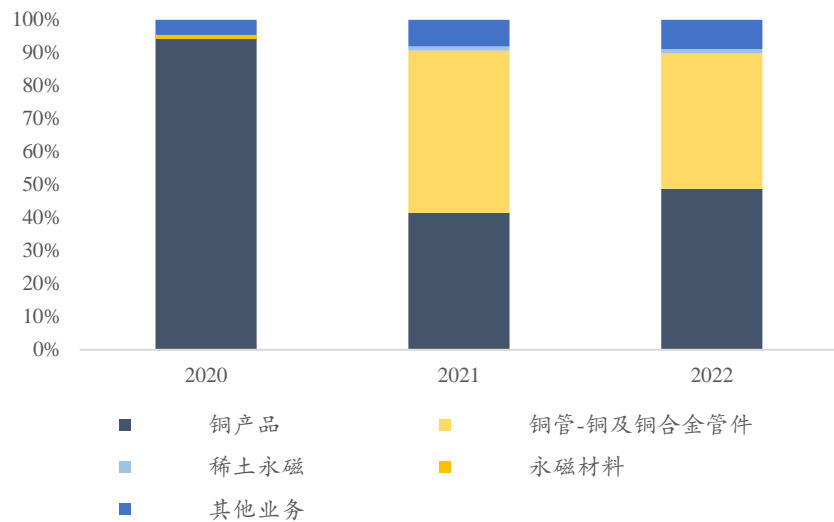
图2：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的主要营收构成变动较大，公司核心业务为铜加工产品，其他主营业务包括铜管-铜及铜合金管件、永磁材料、稀土永磁。2021 年和 2022 年，铜管-铜及铜合金管件营业收入比重大幅提升。公司主营业务收入为铜产品和烧结钕铁硼永磁材料的销售收入，2020 年度、2021 年度和 2022 年度，公司主营业务收入分别为 446.72 亿元、746.31 亿元和 922.68 亿元，占当期营业收入的比重分别为 95.39%、91.96%和 91.18%，是公司收入和利润的主要来源。

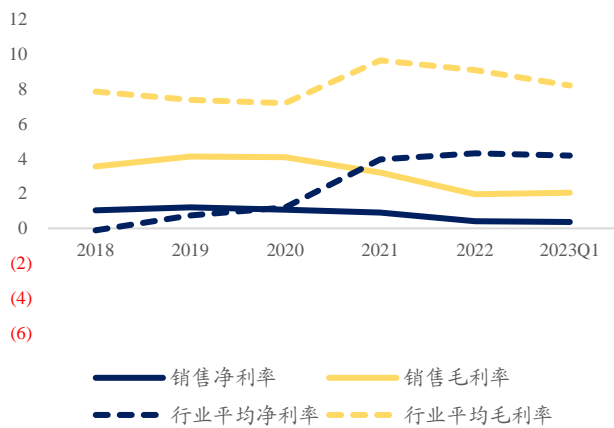
图3: 2020-2022 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

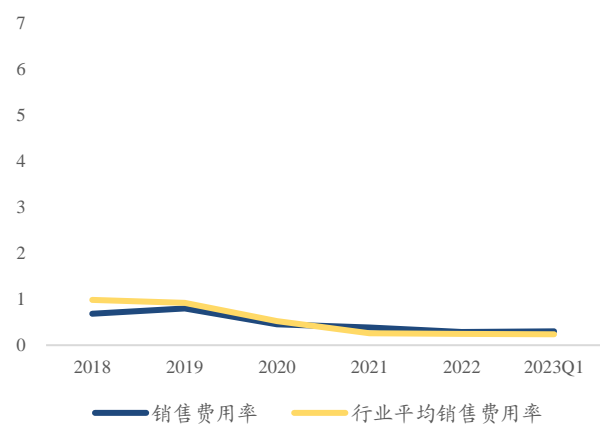
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率维稳，管理费用率下降。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 1.03%、1.21%、1.07%、0.91%和 0.42%，销售毛利率分别为 3.56%、4.12%、4.08%、3.20%和 1.96%。公司销售费用率逐渐下降，与同行业可比上市公司较为相近，主要是因为公司成立 30 多年来积累了较为稳定的客户关系。报告期内，公司产品类型丰富，不同产品线的销售团队在开展业务时可以产生协同效应，降低了单位销售费用。同时，公司的阴极铜、铜线排产销业务具有产品标准化程度高、种类少、收入占比高、销售费用低的特点。公司对各职能部门建立了一套规范完整的内部管理制度，提高了管理效率，使公司管理费用整体控制在较低水平。

图4：2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



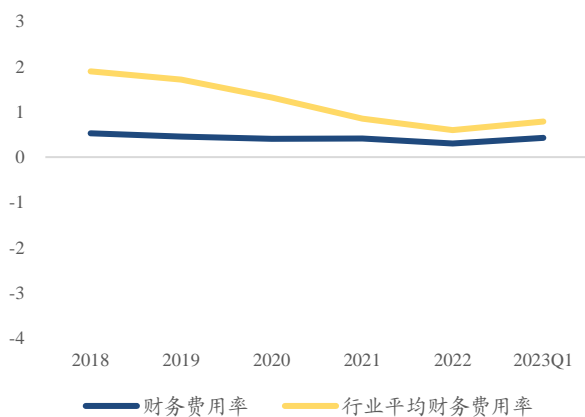
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023Q1 销售费用率水平（%）



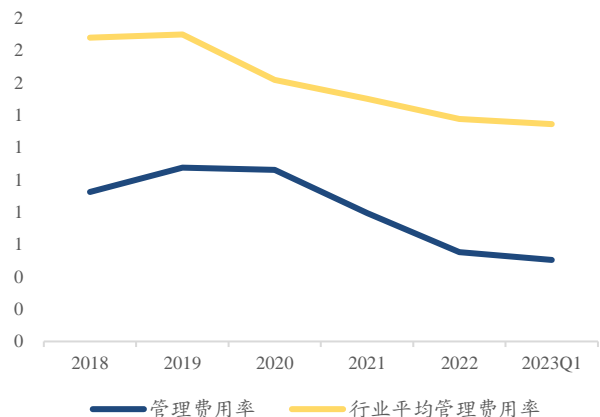
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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

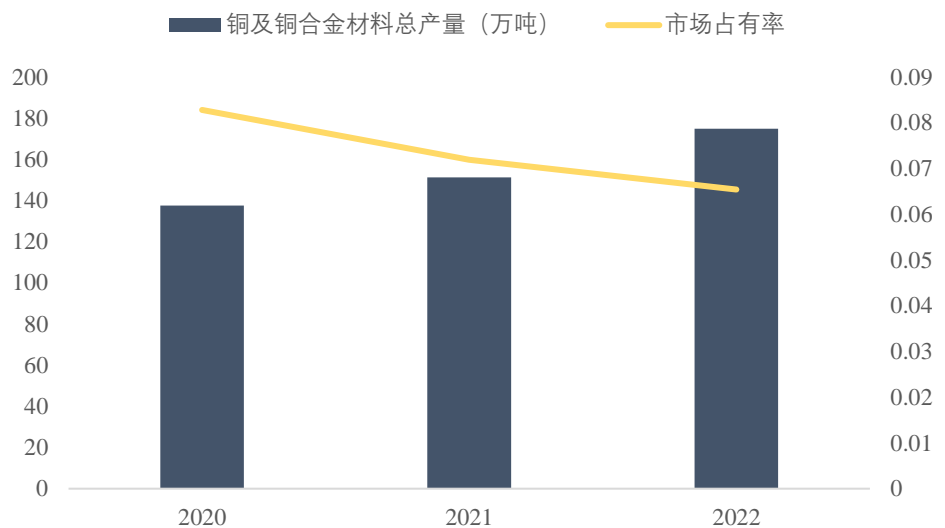
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2 公司亮点

铜加工行业龙头企业，产品结构完整，协同优势明显。公司是全球领先的铜及铜合金材料制造企业，专注铜加工 37 年，是国内规模最大且产业链最完整的铜及铜合金材料制造企业之一。2020 年、2021 年和 2022 年，公司铜及铜合金材料总产量分别达到 137.62 万吨、151.29 万吨和 174.82 万吨，持续保持行业龙头地位。公司铜加工产品品种丰富，是国内少数能够满足客户对棒、管、板带和线材等多类别铜材产品一站式采购需求的企业。2020~2022 年，公司铜加工材的市场占有率逐年提升，规模优势明显。同时，随着市场占有率以及品牌影响力的提升，公司将在未来行业整合的过程中占据优势地位。

稳定、优异的产品质量、多元化的产品结构和大规模的生产能力，使公司成为一些对铜材质量要求较高、产品要求多样的客户的长期供应商。公司铜及铜合金产品主要应用于新能源汽车、5G 通讯、消费电子、清洁能源、电力电气、轨道交通等领域，下游主要客户有三星、LG、大金、松下、三菱、施耐德、舍弗勒、比亚迪、阳光电源、菲尼克斯、美的、海尔等知名企业。

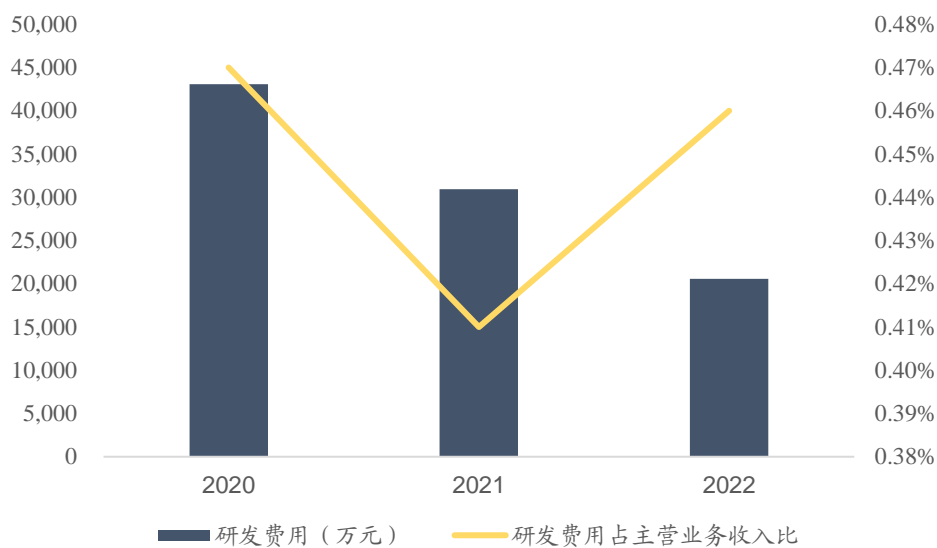
图8：2020~2022 年铜及铜合金材料总产量及市场占有率（单位：万吨，%）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

坚持科技创新，促进低碳发展。公司坚持“自主创新、科学发展”的经营理念，立足于铜加工领域的技术进步，依靠不断的技术创新，始终践行转型升级、高端制造，被评为“浙江省创新型试点企业”、“浙江省转型升级引领示范企业”。公司核心技术来源均为公司自主研发。公司具备雄厚的技术储备与研发实力，是铜加工行业的主要产品标准制定者之一；拥有国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站、国家级实验室（CNAS）、省级高新技术企业研究开发中心、磁性材料与器件省级企业研究院、民用阀门市级企业研究院，主持、参与国家/行业标准制订 48 项，获省级以上科技进步奖 16 项。公司重视科技投入和技术创新，利用现有国家级技术中心和博士后工作站的研发优势，对现有工艺流程、技术装备进行不断优化升级；公司还引进了国内外先进技术装备，掌握了先进的技术和生产管理经验，形成了具有“金田”特色的生产制造技术。同时，公司是行业内发展循环经济、资源节约、环境友好的标杆企业，是“全国循环经济”试点单位及全国首批 7 个“城市矿产”示范基地之一。公司募集资金将进一步投资于高精度、高性能铜加工材项目及智能制造项目，公司始终积极践行国家鼓励的产业政策。公司凭借在环保、循环经济方面的先发优势，整体提升了经营、产品等方面的竞争实力，进一步提升了市场份额，巩固了行业龙头地位。

图9：2020~2022 年公司研发投入情况（单位：万元，%）



数据来源：公司年报，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>