

固收点评 20240328

伟 24 转债：中国环境保护产业骨干企业

关键词：#产能扩张

事件

- 伟 24 转债 (113683.SH) 于 2024 年 3 月 28 日开始网上申购：总发行规模为 2.85 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于永康市垃圾焚烧发电厂扩容工程项目和补充流动资金项目。
- 当前债底估值为 94.7 元，YTM 为 2.35%。伟 24 转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 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%、0.80%、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 3.29%（2024-03-27）计算，纯债价值为 94.70 元，纯债对应的 YTM 为 2.35%，债底保护较好。
- 当前转换平价为 100.2 元，平价溢价率为 -0.22%。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 10 月 08 日至 2030 年 03 月 27 日。初始转股价 18.28 元/股，正股伟明环保 3 月 27 日的收盘价为 18.32 元，对应的转换平价为 100.22 元，平价溢价率为 -0.22%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 0.91%。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 18.28 元计算，转债发行 2.85 亿元对总股本稀释率为 0.91%，对流通盘的稀释率为 0.91%，对股本摊薄压力较小。

观点

- 我们预计伟 24 转债上市首日价格在 118.60~132.13 元之间，我们预计中签率为 0.0011%。综合可比标的以及实证结果，考虑到伟 24 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 118.60~132.13 元之间。我们预计网上中签率为 0.0011%，建议积极申购。
- 伟明环保是国内领先的生活垃圾焚烧处理企业。伟明环保以固体废弃物处理为主业，荣获“中国环境保护产业骨干企业”、“中国主板上市公司价值百强”、“中国上市公司诚信企业百佳”等称号，目前业务主要集中在固废处理项目的技术开发、设备制造销售、项目投资、项目建设、运行管理等领域，拥有行业领先的研发能力和技术水平。
- 2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 28.44%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2018-2022 年复合增速为 28.44%，归母净利润也不断增长，2018-2022 年复合增速为 20.75%。截至最新报告期（2023/09/30），2023 年 Q1-3，公司营业收入为 46.21 亿元，同比增长 38.93%；归母净利润为 15.71 亿元，同比增长 25.08%。公司经营情况总体良好。
- 公司营业收入主要来源于设备销售及技术服务和项目运营业务，产品结构较为稳定。2020-2022 年设备销售及技术服务业务收入占主营业务收入比重分别为 54.08%/55.71%/41.93%，2022 年以来，项目运营业务收入逐年增长，2020-2022 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 41.78%/37.78%/51.75%。
- 公司销售净利率和毛利率下降，销售费用率下降，财务费用率呈“M”形横向波动，管理费用率波动下降。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 47.71%、47.69%、40.20%、36.75%和 37.58%，销售毛利率分别为 60.30%、61.99%、54.11%、47.74%和 47.22%。
- 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。

2024 年 03 月 28 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

《超长期特别国债的发行方式将如何影响债券市场？》

2024-03-24

《短期错位预期增大，长期收束概率增加》

2024-03-23

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	6
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点	10
4. 风险提示	10

图表目录

图 1:	2018-2023Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2018-2023Q1-3 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:	2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
表 1:	伟 24 转债发行认购时间表	4
表 2:	伟 24 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:	相对价值法预测伟 24 转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 伟 24 转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024-03-26	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	2024-03-27	网上路演；原股东优先配售股权登记日；
T	2024-03-28	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	2024-03-29	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	2024-04-01	刊登《中签号码公告》；网上中签缴款日
T+3	2024-04-02	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	2024-04-03	《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: 伟 24 转债基本条款

转债名称	伟 24 转债	正股名称	伟明环保
转债代码	113683.SH	正股代码	603568.SH
发行规模	2.85 亿元	正股行业	环保-环境治理-固废治理
存续期	2024 年 03 月 28 日至 2030 年 03 月 27 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	18.28 元	转股期	2024 年 10 月 08 日至 2030 年 03 月 27 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,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		
回售条款	（2）提前赎回：转股期内，15/30，130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元"		

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
永康市垃圾焚烧发电厂扩容工程项目	24,512.00	20,000.00
补充流动资金项目	8,500.00	8,500.00
合计	33,012.00	28,500.00

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	94.70 元	转换平价 (以 2024/03/28 收盘价)	100.22 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	5.59%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-0.22%
纯债到期收益率 YTM	2.35%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 94.7 元, YTM 为 2.35%。伟 24 转债存续期为 6 年,中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 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%、0.80%、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 3.29%(2024-03-27) 计算,纯债价值为 94.70 元, 纯债对应的 YTM 为 2.35%, 债底保护较好。

当前转换平价为 100.2 元, 平价溢价率为-0.22%。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 10 月 08 日至 2030 年 03 月 27 日。初始转股价 18.28 元/股, 正股伟明环保 3 月 27 日的收盘价为 18.32 元, 对应的转换平价为 100.22 元, 平价溢价率为-0.22%。

转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 0.91%。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 18.28 元计算, 转债发行 2.85 亿元对总股本稀释率为 0.91%, 对流通盘的稀释率为 0.91%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计伟 24 转债上市首日价格在 118.60~132.13 元之间。按伟明环保 2024 年 3 月 27 日收盘价测算, 当前转换平价为 100.22 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的凌钢转债 (转换平价 66.80 元, 评级 AA, 发行

规模 4.40 亿元)、东风转债(转换平价 90.59 元,评级 AA,发行规模 2.95 亿元)、海环转债(转换平价 96.85 元,评级 AA,发行规模 4.60 亿元),3 月 27 日转股溢价率分别为 64.29%、26.79%、17.58%。

2) 参考近期上市的楚天转债(上市日转换平价 90.80 元)、龙星转债(上市日转换平价 71.62 元)、姚记转债(上市日转换平价 111.66 元),上市当日转股溢价率分别为 26.32%、43.82%、19.01%。

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,环保行业的转股溢价率为 12.78%,中债企业债到期收益为 3.29%,2023 年三季报显示伟明环保前十大股东持股比例为 72.19%,2024 年 3 月 27 日中证转债成交额为 45,120,724,674 元,取对数得 24.53。因此,可以计算出伟 24 转债上市首日转股溢价率为 23.33%。

综合可比标的以及实证结果,考虑到伟 24 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 118.60~132.13 元之间。

表5: 相对价值法预测伟 24 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%	17.40	114.25	116.15	119.01	121.87	123.77
-3%	17.77	116.65	118.60	121.52	124.43	126.38
2024/03/27 收盘价	18.32	120.26	122.27	125.27	128.28	130.28
3%	18.87	123.87	125.93	129.03	132.13	134.19
5%	19.24	126.28	128.38	131.54	134.69	136.80

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 **71.66%**。伟明环保的前十大股东合计持股比例为 72.22%(2024/01/08),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 71.66%。

我们预计中签率为 **0.0011%**。伟 24 转债发行总额为 2.85 亿元,我们预计原股东优先配售比例为 71.66%,剩余网上投资者可申购金额为 0.81 亿元。伟 24 转债仅设置网上发行,近期发行的龙星转债(评级 AA-,规模 7.55 亿元)网上申购数约 721.18 万户,楚天转债(评级 AA,规模 10.00 亿元)722.08 万户,姚记转债(评级 A+,规模 5.831273 亿元)836.01 万户。我们预计伟 24 转债网上有效申购户数为 759.76 万户,平均单户申购金额 100 万元,我们预计网上中签率为 0.0011%。

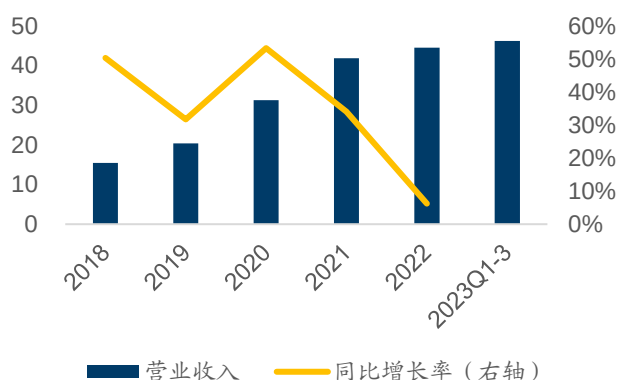
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

伟明环保是国内领先的生活垃圾焚烧处理企业。伟明环保以固体废弃物处理为主业，荣获“中国环境保护产业骨干企业”、“中国主板上市公司价值百强”、“中国上市公司诚信企业百佳”等称号，目前业务主要集中在固废处理项目的技术开发、设备制造销售、项目投资、项目建设、运行管理等领域，拥有行业领先的研发能力和技术水平。公司持续稳固发展环保项目的投资、建设和运营服务，积极推进新能源新材料领域业务布局，致力于打造城市环境保护基础设施综合体，解决城市废弃物处置问题，参与能源革命，推动新能源材料的普及运用，促进城市生态环境可持续发展，努力发展成为国际先进、国内领先的综合性低碳环保服务商和新能源材料制造商。

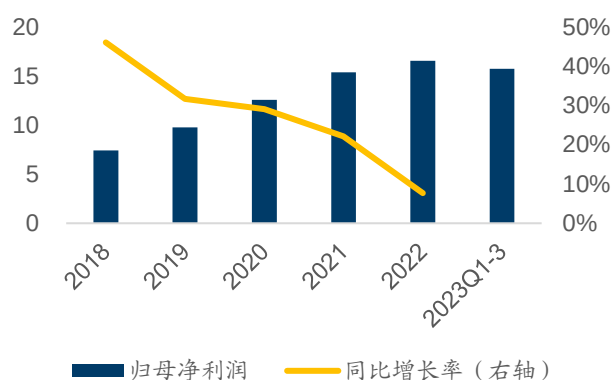
2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为28.44%。自2018年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2018-2022年复合增速为28.44%。2022年，公司营业收入为44.46亿元，同比增加3.66%。与此同时，归母净利润也不断增长，2018-2022年复合增速为20.75%。2022年公司归母净利润为16.53亿元，同比增加3.01%。截至最新报告期（2023/09/30），2023年Q1-3，公司营业收入为46.21亿元，同比增长38.93%；归母净利润为15.71亿元，同比增长25.08%。公司经营情况总体良好，业绩表现稳步增长。

图1：2018-2023Q1-3 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

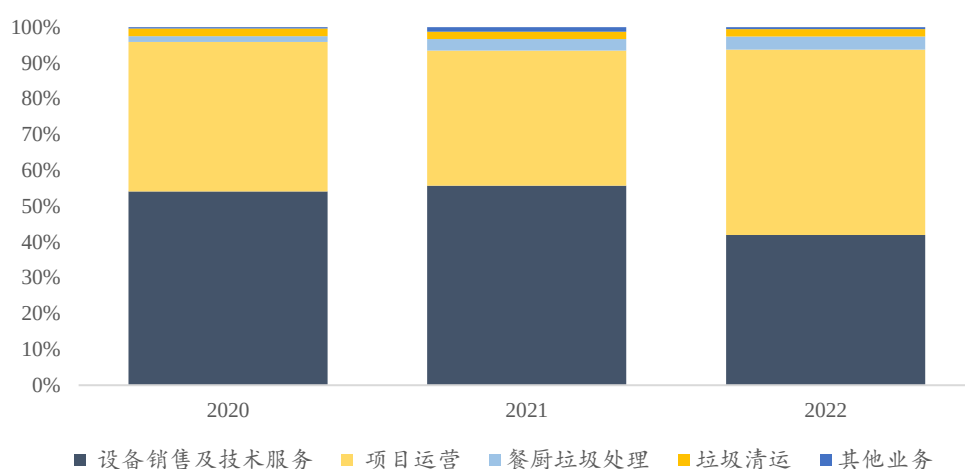
图2：2018-2023Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报、Wind，东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于设备销售及技术服务和项目运营业务，产品结构较为稳定。2020-2022 年设备销售及技术服务业务收入占主营业务收入比重分别为 54.08%/55.71%/41.93%，2022 年，公司设备、EPC 及服务收入同比下降，主要原因系公司项目规模扩张速度有所放缓，使得本期内新增在建项目数量降低，从而导致相关设备销售及服务有所下降。2022 年以来，项目运营业务收入逐年增长，2020-2022 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 41.78%/37.78%/51.75%，垃圾处置费、发电收入构成的项目运营收入是公司报告期内收入的主要部分之一。公司项目运营收入逐年增加，主要原因系公司运营项目数量逐年增加，垃圾处理规模和上网电量持续增加。

图3：2020-2022 年营业收入构成

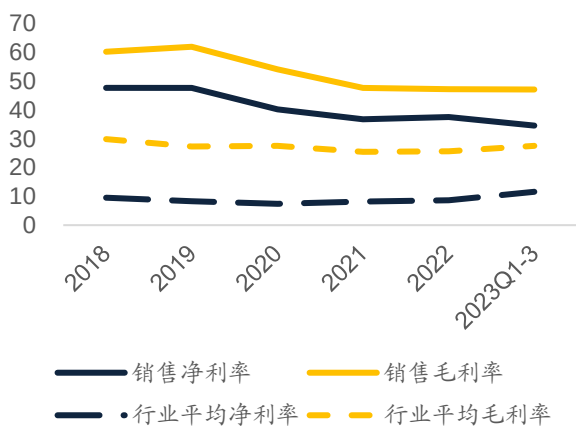


数据来源：公司年报、Wind，东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率下降，销售费用率下降，财务费用率呈“M”形横向波动，管理费用率波动下降。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 47.71%、47.69%、40.20%、36.75%和 37.58%，销售毛利率分别为 60.30%、61.99%、54.11%、47.74%和 47.22%。伟明环保销售毛利率和销售净利率表现亮眼，均显著高于行业均值，原因是伟明环保在发挥区域优势的同时，日益增长的规模效应也提升了公司的议价能力、降低了物流及管控成本，确保了公司盈利能力的持续增长。伟明环保主要以特许经营模式从事城市生活垃圾焚烧发电业务。伟明环保垃圾焚烧处理业务覆盖垃圾焚烧发电产业的各个环节，包括核心技术研发、关键设备研制、项目投资、建设、运营等全产业链，具备一体化运作的独特优势。此外公司通过合理控制项目建设和运营成本，提升公司毛利率。伟明环保多年从事垃圾焚烧处理业务，培养了一支专业化的设备开发、项目投资、设和运营管理业务骨干，并建立了良好的绩效考核机制和股权激励文化，充分调动各层级员工的工作积极性，通过增收节支提高运营电厂效益。2018 年以来，伟明环保销售费用率均低于行业平均水平，主要原因系公司销售费用率总体较小且基本稳定，公司所从事垃圾焚烧发电业务的经营模式决定其无需发生大额的销售费用。公司整体财务费用率较低。伟明环保

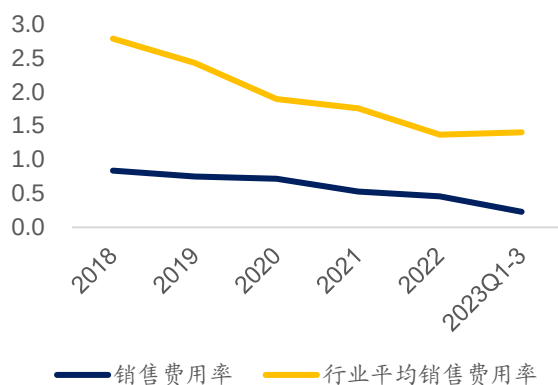
整体管理费用较低，2022 年管理费用率上升，主要原因系公司工薪支出增加，收购国源环保、盛运环保纳入合并范围增加的费用所致。

图4：2018-2023Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



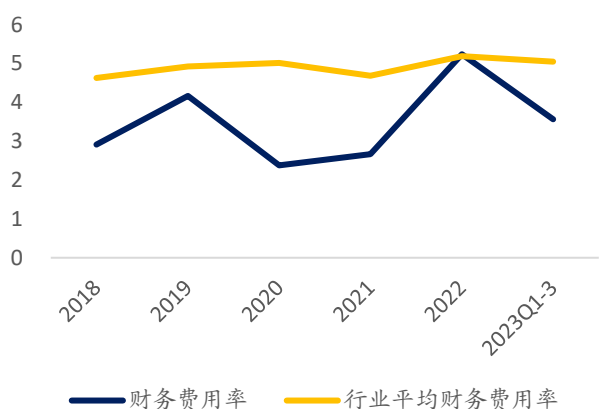
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023Q1-3 销售费用率水平（%）



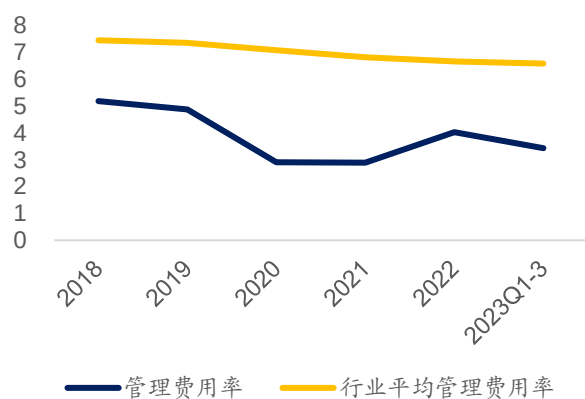
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：图 5-7 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

深耕环保事业二十余载，伟明环保已成为中国固废处理行业领军企业。伟明环保作为我国规模最大的城市生活垃圾焚烧处理企业之一，拥有技术研究开发、设备设计制造、项目投资建设、项目运营管理等全产业链一体化优势，公司积极打造环保、新能源双主业产业链，充分发挥一体化优势，形成上下游协同效应。各业务环节之间协同合作，有效降低项目投资成本，提高建设速度，增强运营效率。

伟明环保的研发能力、技术水平行业层面“遥遥领先”，管理团队经验丰富。伟明环保拥有雄厚的技术研发能力。公司自主研发的垃圾焚烧炉排炉和烟气净化设备处于国际领先、国内先进地位，在生活垃圾焚烧项目中已成功应用超过 20 年，相关设备质量优良、性能卓越、技术工艺成熟。公司研发中心中具备中高级职称的技术研发人员超过 70%，其中技术骨干成员曾参与过多项国家“863”课题，积累了丰富的科技项目执行经验。伟明环保管理团队具备专业技术实力和高效管理能力，公司管理团队经多年探索在项目投资、建设、运营以及设备研制等方面建立了科学化、系统化技术标准和运作模式，形成了专业化、精细化、标准化的业务管理能力，帮助公司保持行业领先的经营业绩和盈利能力，并具备项目快速复制能力。

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>