

固收点评 20240813

伟隆转债：面向全球的智慧排水阀门制造商

关键词：#产品价格上涨 #出口导向

事件

- 伟隆转债（127106.SZ）于 2024 年 8 月 13 日开始网上申购：总发行规模为 2.70 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于智慧节能阀门建设项目。
- 当前债底估值为 73.56 元，YTM 为 3.37%。伟隆转债存续期为 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：0.50%、0.70%、1.00%、1.80%、2.50%、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 A 中债企业债到期收益率 8.93%（2024-08-09）计算，纯债价值为 73.56 元，纯债对应的 YTM 为 3.37%，债底保护一般。
- 当前转换平价为 111.1 元，平价溢价率为 -10.04%。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 2025 年 02 月 19 日至 2030 年 08 月 12 日。初始转股价 8.6 元/股，正股伟隆股份 8 月 9 日的收盘价为 9.56 元，对应的转换平价为 111.16 元，平价溢价率为 -10.04%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.51%。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%”。按初始转股价 8.6 元计算，转债发行 2.70 亿元对总股本稀释率为 12.51%，对流通盘的稀释率为 20.79%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- 我们预计伟隆转债上市首日价格在 131.55~146.56 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，考虑到伟隆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 131.55~146.56 元之间。我们预计网上中签率为 0.0011%，建议积极申购。
- 青岛伟隆阀门股份有限公司主要从事制造销售消防阀门、消防栓、消防设备配件。公司是国内较早从事给排水阀门生产的企业之一，通过三十多年的技术积累和市场开拓，在研发设计能力、品牌影响力、客户资源等方面均具有明显的竞争优势。公司荣获 2021 年度第十九届水业企业“供排水装备领域领先企业奖”；产品取得了国内外众多产品质量认证，公司客户遍及全球 70 多个国家和地区，积累了丰富的客户资源。
- 2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 12.56%。自 2019 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，2019-2023 年复合增速为 12.56%。2023 年，公司实现营业收入 5.70 亿元，同比增加 5.57%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 21.98%。2023 年实现归母净利润 1.17 亿元，同比减少 13.89%。
- 青岛伟隆阀门股份有限公司营业收入主要来源于阀门销售业务，产品结构年际变化。2021 年以来，青岛伟隆阀门股份有限公司汽车类业务收入逐年增长，2021-2023 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 78.16%、82.58%和 81.74%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，阀门零件、管件占比上升并趋于稳定。
- 公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率维稳。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 14.92%、16.82%、14.69%、24.74%和 21.05%，销售毛利率分别为 36.15%、34.53%、32.59%、37.49%和 39.01%。
- 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

2024 年 08 月 13 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

《豫光转债：绿色冶炼领域领导者》

2024-08-13

《如何看待 CPI 的回升？》

2024-08-11

会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

内容目录

1. 转债基本信息	5
2. 投资申购建议	6
3. 正股基本面分析	7
3.1. 财务数据分析.....	7
3.2. 公司亮点.....	10
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2: 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3: 2021-2023 年营业收入构成	8
图 4: 2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5: 2019-2024Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6: 2019-2024Q1 财务费用率水平 (%)	10
图 7: 2019-2024Q1 管理费用率水平 (%)	10
表 1: 伟隆转债发行认购时间表	5
表 2: 伟隆转债基本条款	5
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	6
表 4: 债性和股性指标	6

1. 转债基本信息

表1：伟隆转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/8/09	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2024/8/12	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024/8/13	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	2024/8/14	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	2024/8/15	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	2024/8/16	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	2024/8/19	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：伟隆转债基本条款

转债名称	伟隆转债	正股名称	伟隆股份
转债代码	127106. SZ	正股代码	002871. SZ
发行规模	2.70 亿元	正股行业	机械设备-通用设备-金属制品
存续期	2024 年 08 月 13 日至 2030 年 08 月 12 日	主体评级/债项评级	A/A
转股价	8.6 元	转股期	2025 年 02 月 19 日至 2030 年 08 月 12 日
票面利率	0.50%, 0.70%, 1.00%, 1.80%, 2.50%, 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
智慧节能阀门建设项目	29,377.91	26,971.00
合计	29,377.91	26,971.00

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	121.50 元	转换平价（以 2024/08/09 收盘价）	111.16 元
纯债溢价率（以面值 100 计算）	-17.70%	平价溢价率（以面值 100 计算）	-10.04%
纯债到期收益率 YTM	3.37%		

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

当前债底估值为 121.5 元，YTM 为 3.37%。伟隆转债存续期为 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：0.50%、0.70%、1.00%、1.80%、2.50%、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 A 中债企业债到期收益率 0.00%（2024-08-12）计算，纯债价值为 121.50 元，纯债对应的 YTM 为 3.37%，债底保护较好。

当前转换平价为 111.1 元，平价溢价率为-10.04%。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 2025 年 02 月 19 日至 2030 年 08 月 12 日。初始转股价 8.6 元/股，正股伟隆股份 8 月 12 日的收盘价为 9.56 元，对应的转换平价为 111.16 元，平价溢价率为-10.04%。

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 12.51%。按初始转股价 8.6 元计算，转债发行 2.70 亿元对总股本稀释率为 12.51%，对流通盘的稀释率为 20.79%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计伟隆转债上市首日价格在 142.33~158.01 元之间。按伟隆股份 2024 年 8 月 9 日收盘价测算，当前转换平价为 111.16 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的东风转债（转换平价 66.67 元，评级 AA，发行规模 2.9533 亿元）、设研转债（转换平价 85.73 元，评级 AA，发行规模 3.76 亿元）、博实转债（转换平价 77.34 元，评级 AA，发行规模 4.5 亿元），8 月 9 日转股溢价率分别为 66.50%、31.75%、42.09%。

2) 参考近期上市的振华转债（上市日转换平价 103.09 元）、赛龙转债（上市日转

换平价 92.23 元）、欧通转债（上市日转换平价 85.18 元），上市当日转股溢价率分别为 17.66%、70.55%、31.26%。

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，机械设备行业的转股溢价率为 20.51%，中债企业债到期收益为 8.93%，2024 年一季报显示伟隆股份前十大股东持股比例为 68.73%，2024 年 8 月 9 日中证转债成交额为 39,541,228,766 元，取对数得 24.40。因此，可以计算出伟隆转债上市首日转股溢价率为 18.24%。综合可比标的以及实证结果，考虑到伟隆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 35% 左右，对应的上市价格在 142.33~158.01 元之间。

表 5：相对价值法预测转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		30.00%	32.00%	35.00%	38.00%	40.00%
-5%	9.08	137.29	139.40	142.57	145.73	147.85
-3%	9.27	140.18	142.33	145.57	148.80	150.96
2024/08/09 收盘价	9.56	144.51	146.73	150.07	153.40	155.63
3%	9.85	148.85	151.14	154.57	158.01	160.30
5%	10.04	151.74	154.07	157.57	161.07	163.41

数据来源：东吴证券研究所整理

我们预计原股东优先配售比例为 **70.62%**。伟隆股份的前十大股东合计持股比例为 68.73%（2024/03/31），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 70.62%。

我们预计中签率为 **0.0011%**。伟隆转债发行总额为 2.70 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 70.62%，剩余网上投资者可申购金额为 0.79 亿元。伟隆转债仅设置网上发行，近期发行的松原转债（评级 A+，规模 4.10 亿元）网上申购数约 698.05 万户，奥锐转债（评级 AA-，规模 8.12 亿元）704.59 万户，合顺转债（评级 AA-，规模 3.38 亿元）726.85 万户。我们预计伟隆转债网上有效申购户数为 709.83 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

青岛伟隆阀门股份有限公司主要从事制造销售消防阀门、消防栓、消防设备配件（不含国家限制品种）。公司是国内较早从事给排水阀门生产的企业之一，通过三十多年的技术积累和市场开拓，在研发设计能力、品牌影响力、资质认证、客户资源等方面均具有明显的竞争优势。公司荣获 2021 年度第十九届水业企业“供排水装备领域领先企业奖”；产品取得了国内外众多产品质量认证，公司客户遍及欧洲、亚洲、北美等 70 多个国家

和地区，积累了丰富的客户资源。

2019年以来公司营收稳步增长,2019-2023年复合增速为12.56%。自2019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,2019-2023年复合增速为12.56%。2023年,公司实现营业收入5.70亿元,同比增加5.57%。与此同时,归母净利润也不断浮动,2019-2023年复合增速为21.98%。2023年实现归母净利润1.17亿元,同比减少13.89%。截至最新报告期(2024/03/31),2024年Q1,青岛伟隆阀门股份有限公司的营业收入和归母净利润规模分别达到0.99亿元、0.22亿元。

图1: 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)

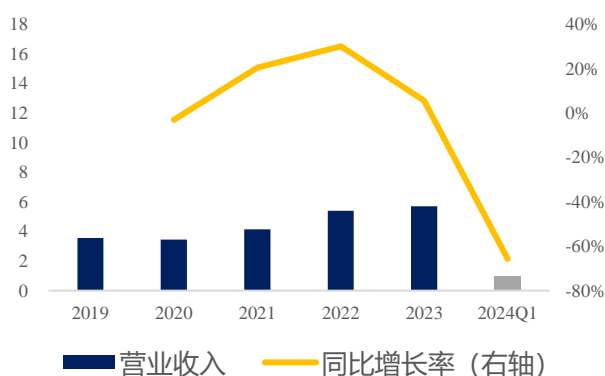
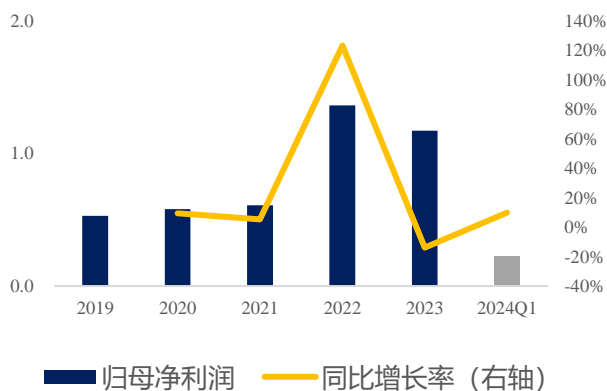


图2: 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)

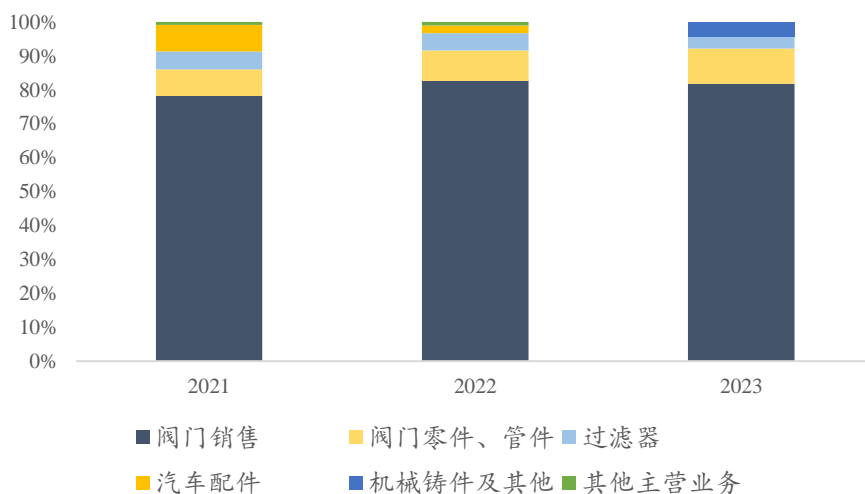


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

青岛伟隆阀门股份有限公司营业收入主要来源于阀门销售业务,产品结构年际变化。2021年以来,青岛伟隆阀门股份有限公司汽车类业务收入逐年增长,2021-2023年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为78.16%、82.58%和81.74%,同时产品结构年际调整,其他主营业务规模占比稳定,阀门零件、管件占比上升并趋于稳定。

图3: 2021-2023年营业收入构成

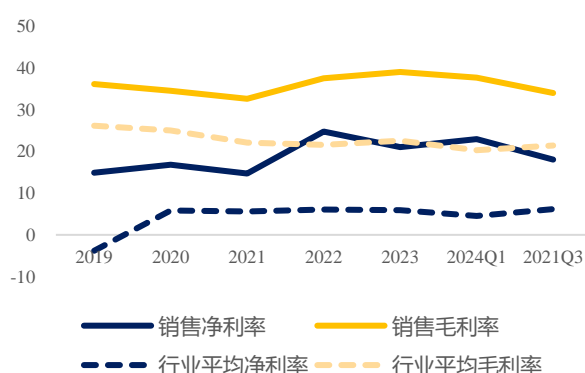


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率维稳。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 14.92%、16.82%、14.69%、24.74%和 21.05%，销售毛利率分别为 36.15%、34.53%、32.59%、37.49%和 39.01%。青岛伟隆阀门股份有限公司销售毛利率和销售净利率表现亮眼，较明显高于行业均值，主要系公司产品应用领域、销售模式与同行业其他公司存在一定的区别。一方面，公司产品的主要原材料价格持续上涨，报告期内的阀门产品销售价格陆续上调，导致公司销售净利润率上升；另一方面，随着公司外销市场的进一步开拓，2022 年公司签订订单量和销售发货量较上年同期增加，带动了净利润率的提升。其次，转让子公司即聚机电使得净利润率大幅增加。2022 年，公司处置即聚机电产生投资收益为 4,164.12 万元，占当期利润总额的比例为 26.91%。主要系当年处置子公司青岛即聚机电有限责任公司产生的处置收益较多。此外，汇率变动导致净利润率进一步增加。公司销售以外销为主，并主要以美元结算。2022 年美元汇率开始大幅上升，对公司出口业绩产生一定的正向影响，提升了产品毛利率。

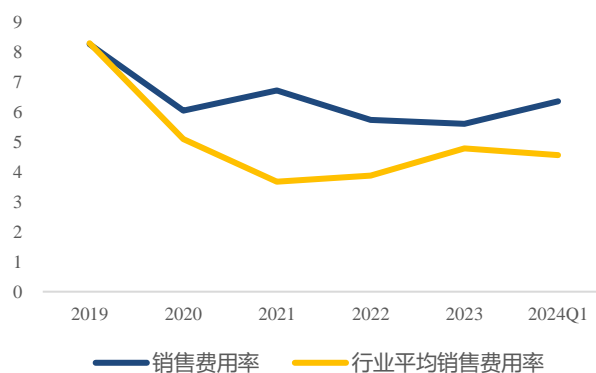
报告期各期，公司销售费用分别为 2,788.32 万元、3,098.42 万元和 3,196.06 万元，主要由佣金及咨询费、工资及附加、检验费及认证费等构成。公司管理费用分别为 2,180.12 万元、3,227.61 万元和 3,516.40 万元，主要由工资及附加、折旧及摊销、股权激励费等构成。公司财务费用主要由利息支出、汇兑损益等构成。公司财务费用分别为 254.82 万元、-702.99 万元和 -249.37 万元。公司财务费用在 2022 年汇兑损益波动较大，主要原因是 2022 年美元汇率开始大幅上升，公司形成汇兑收益较大

图4：2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



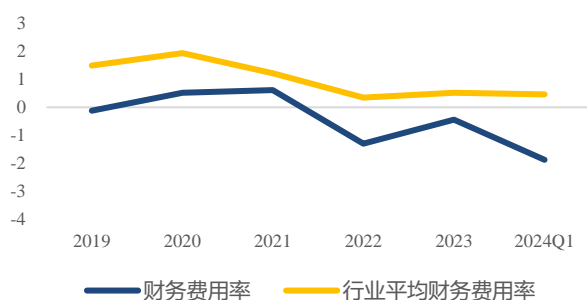
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1 销售费用率水平（%）



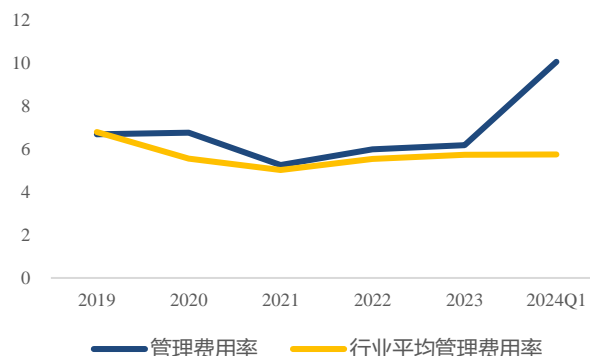
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2024Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2024Q1 管理费用率水平（%）



数据来源：公司年报，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

青岛伟隆阀门股份有限公司主要从事工业阀门产品的设计、研发、生产和销售，是阀门行业中的佼佼者。自 30 年前从业以来，公司一直瞄准世界阀门行业先进技术前沿，多年来积累了 95 项专利和核心技术，覆盖产品设计、生产工艺等领域。依托自身阀门研发领域技术经验积累，构建了丰富的产品体系，形成了完整的生产产业链。公司产品矩阵丰富，类别齐全，主要产品包括闸阀、蝶阀、过滤器和不停水加装闸门等，能够满足客户的一站式采购需求，提高采购效率能够满足全球下游客户的多元化需求。此外，公司产品还通过了多项国内外权威认证，包括 CE 认证、WRAS 认证、UL 认证等，增强了产品在国际市场上的竞争力，使 WEFLO 品牌在国际上享有良好声誉。公司在国际市场上有丰富的经验，公司在英国、美国等地均设有子公司，与多个国家和地区的客户建立了长期稳定的合作关系，确保了稳定的销售订单和收入增长。原材料供应方面，公司拥有自己的铸造生产线和模具加工中心。一方面减少了对外部供应商的依赖，保证了原材料的质量和供应的稳定性，另一方面也与各类配件供应商建立了长期合作关系，形成了高效的供应体系。

表 6：公司主要产品

产品名称	产品用途	图示
闸阀	闸阀是一种最常见的启闭阀，利用闸板来接通（全开）或截断（全关）管路中的介质，闸板沿通路中心线的垂直方向移动，在管路中主要作切断用。	
蝶阀	蝶阀又叫翻板阀，其关闭件（阀瓣或蝶板）为圆盘，是通过围绕阀轴旋转来达到开启与关闭的一种阀，可用于控制空气、水、蒸汽、泥浆、油品等各种类型流体的流动，在管道上主要起切断和节流作用。	
调节阀	调节阀又名控制阀，通过接受调节控制单元输出的控制信号，借助动力操作去改变流体流量，一般由执行结构和阀门组成，主要用于调节介质的流量、压力和液位等参数。	
止回阀	止回阀又称单向阀或逆止阀，其作用是防止管路中的介质倒流，启闭件靠介质流动和力量自行开启或关闭，以防止介质倒流，主要用于介质单向流动的管道上，只允许介质向一个方向流动，以防止发生事故。	
过滤器	过滤器是输送介质管道上不可缺少的一种装置，由筒体、不锈钢滤网、排污装置等组成，安装在减压阀、泄压阀、定水位阀或其他设备的进口端，用于过滤水中的杂质，如水草等，保护阀门及设备的正常使用。	
不停水加装闸门	与传统加装阀门的施工技术相比，公司首创的不停水加装闸门技术克服了需要停水操作、施工时间长、劳动强度大、管道运行受干扰、浪费水资源等困难，改变了传统施工方法存在的缺陷，大大提高供水企业不间断供水的能力，使城市供水可以不受外界环境的影响，不会因为道路建设，管道维修等因素影响用户用水。	

数据来源：公司募集说明书

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>