

## 固收点评 20240822

# 航宇转债：航空航天环锻件领域领跑者

关键词：#业绩符合预期

2024年08月22日

### 事件

- **航宇转债(118050.SH)于2024年8月21日开始网上申购：总发行规模为6.67亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目**
- **当前债底估值为94.72元，YTM为3.12%**。航宇转债存续期为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：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，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4.07%（2024-08-20）计算，纯债价值为94.72元，纯债对应的YTM为3.12%，债底保护较好。
- **当前转换平价为86.64元，平价溢价率为15.42%**。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27日至2030年08月20日。初始转股价32.64元/股，正股航宇科技8月20日的收盘价为28.28元，对应的转换平价为86.64元，平价溢价率为15.42%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为12.14%**。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32.64元计算，转债发行6.67亿元对总股本稀释率为12.14%，对流通盘的稀释率为12.55%，对股本有一定的摊薄压力。

### 观点

- **我们预计航宇转债上市首日价格在110.94~123.15元之间，我们预计中签率为0.0035%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到航宇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35%左右，对应的上市价格在110.94~123.15元之间。我们预计网上中签率为0.0035%，建议积极申购。
- **贵州航宇科技发展股份有限公司于2009年投产，是一家主要从事航空难变形金属材料环形锻件研发、生产和销售的国家高新技术企业**。2021年，公司成功登陆科创板，成为贵州省首家科创板上市企业。自成立以来，公司依托技术创新，坚持走产品差异化的发展道路。
- **2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为37.49%**。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37.49%。2023年，公司实现营业收入21.04亿元，同比增加44.69%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023年复合增速为36.24%。2023年实现归母净利润1.86亿元，同比增加1.20%。
- **贵州航宇科技发展股份有限公司专业从事航空难变形金属材料环形锻件的研发、生产和销售，经过多年自主技术创新和产学研合作，公司在新材料应用研究、近净成形先进制造工艺研究、数字仿真工艺设计制造一体化应用研究、智能制造技术应用研究等方面进行了多项自主创新。**
- **贵州航宇科技发展股份有限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9.15%、10.84%、14.48%、12.61%和8.76%，销售毛利率分别为26.23%、28.84%、32.60%、32.09%和27.18%。
- **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

《债市波动之后如何走？》

2024-08-18

《转债化债正在进行时》

2024-08-18

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
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 (%) .....	9
图 7: 2019-2024Q1 管理费用率水平 (%) .....	9
图 8: 万凯新材料股份有限公司主营产品一览 .....	10
表 1: 航宇转债发行认购时间表 .....	4
表 2: 航宇转债基本条款 .....	5
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: 相对价值法预测万凯转债上市价格 (单位: 元) .....	7

## 1. 转债基本信息

表1：航宇转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/8/19	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	2024/8/20	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024/8/21	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） 4、网上申购（无需缴付申购资金）
T+1	2024/8/22	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	2024/8/23	1、刊登《中签号码公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2024/8/26	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	2024/8/27	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：航宇转债基本条款

转债名称	航宇转债	正股名称	航宇科技
转债代码	118050.SH	正股代码	688239.SH
发行规模	6.67 亿元	正股行业	国防军工-航空装备 II -航空装备 III
存续期	2024 年 08 月 21 日至 2030 年 08 月 20 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	32.64 元	转股期	2025 年 02 月 27 日至 2030 年 08 月 20 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,1.50%,2.00%,2.50%.		
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
航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目	69,127.01	46,700.00
补充流动资金		20,000.00
<b>合计</b>	<b>69,127.01</b>	<b>66,700.00</b>

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	94.72 元	转换平价 (以 2024/08/20 收盘价)	86.64 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	5.58%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	15.42%
纯债到期收益率 YTM	3.12%		

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

当前债底估值为 94.72 元，YTM 为 3.12%。航宇转债存续期为 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：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，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 4.07%（2024-08-20）计算，纯债价值为 94.72 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护较好。

当前转换平价为 86.64 元，平价溢价率为 15.42%。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 27 日至 2030 年 08 月 20 日。初始转股价 32.64 元/股，正股航宇科技 8 月 20 日的收盘价为 28.28 元，对应的转换平价为 86.64 元，平价溢价率为 15.42%。

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 12.14%。按初始转股价 32.64 元计算，转债发行 6.67 亿元对总股本稀释率为 12.14%，对流通盘的稀释率为 12.55%，对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

我们预计航宇转债上市首日价格在 110.94-123.15 元之间。按航宇科技 2024 年 8 月 20 日收盘价测算，当前转换平价为 86.64 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的强力转债（转换平价 78.82 元，评级 AA-，发行规模 8.50 亿元）、华阳转债（转换平价 36.47 元，评级 AA-，发行规模 4.50 亿元）、侨银转债（转换平价 34.28 元，评级 AA-，发行规模 4.20 亿元），8 月 20 日转股溢价率分别为 31.69%、187.33%、212.09%。

2) 参考近期上市的奥锐转债（上市日转换平价 90.96 元）、合顺转债（上市日转换平价 85.09 元）、振华转债（上市日转换平价 103.09 元），上市当日转股溢价率分别为 27.69%、43.96%、17.66%。

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，国防军工行业的转股溢价率为 15.53%，中债企业债到期收益为 4.07%，2024 年一季报显示航宇科技前十大股东持股比例为 42.38%，2024 年 8 月 20 日中证转债成交额为 43,852,620,649 元，取对数得 24.50。因此，可以计算出航宇转债上市首日转股溢价率为 20.02%。综合可比标的以及实证结果，考虑到航宇转债的债底保护性较好，评级尚可和规模较大，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 110.94-123.15 元之间。

表5：相对价值法预测万凯转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		30.00%	32.00%	35.00%	38.00%	40.00%
-5%	26.87	107.00	108.65	111.12	113.59	115.23
-3%	27.43	109.26	110.94	113.46	115.98	117.66
2024/08/14 收盘价	28.28	112.63	114.37	116.97	119.57	121.30
3%	29.13	116.01	117.80	120.48	123.15	124.94
5%	29.69	118.27	120.09	122.82	125.54	127.36

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 **62.71%**。航宇科技的前十大股东合计持股比例为 42.38%（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 62.71%。

我们预计中签率为 **0.0035%**。航宇转债发行总额为 6.67 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 62.71%，剩余网上投资者可申购金额为 2.49 亿元。航宇转债仅设置网上发行，近期发行的伟隆转债（评级 A，规模 2.70 亿元）网上申购数约 710.9 万户，豫光转债（评级 AA，规模 7.10 亿元）709.22 万户，汇成转债（评级 AA-，规模 11.487 亿元）684.82 万户。我们预计航宇转债网上有效申购户数为 701.65 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0035%。

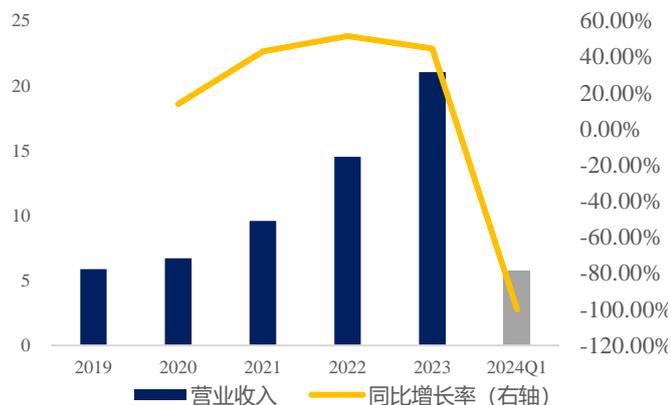
### 3.正股基本面分析

#### 3.1 财务数据分析

贵州航宇科技发展股份有限公司于 2009 年投产,是一家主要从事航空难变形金属材料环形锻件研发、生产和销售的国家高新技术企业。2021 年,公司成功登陆科创板,成为贵州省首家科创板上市企业。自成立以来,公司依托技术创新,坚持走产品差异化的发展道路,致力于突破航空发动机精密环锻件制造的瓶颈,持续投入研发力量,攻克了一系列具有共性、关键性的核心难题,自主成功研发了大型航空发动机机匣复杂异形环件整体精密轧制等十大核心技术。

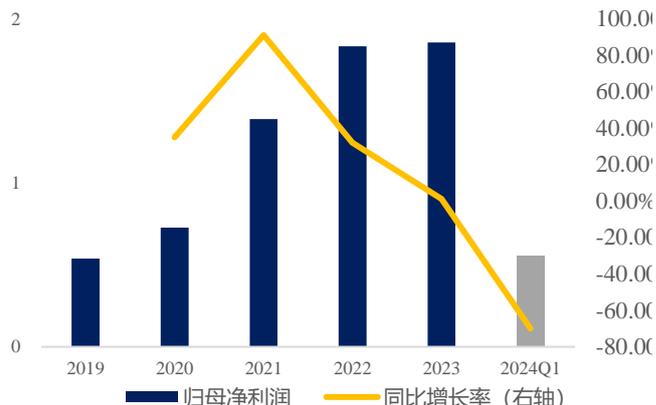
2019 年以来公司营收稳步增长,2019-2023 年复合增速为 37.49%。自 2019 年以来,公司营业收入总体呈现稳步增长态势,同比增长率“V 型”波动,2019-2023 年复合增速为 37.49%。2023 年,公司实现营业收入 21.04 亿元,同比增加 44.69%。与此同时,归母净利润也不断浮动,2019-2023 年复合增速为 36.24%。2023 年实现归母净利润 1.86 亿元,同比增加 1.20%。

图1：2019-2024Q1 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

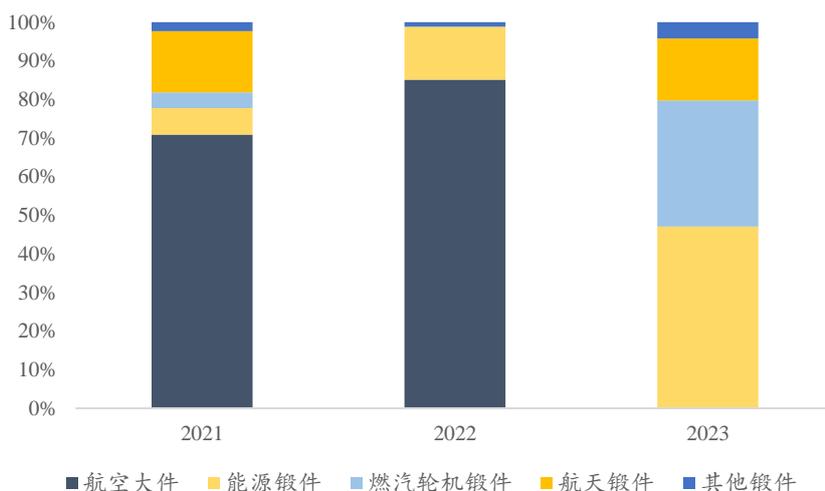
图2：2019-2024Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

贵州航宇科技发展股份有限公司主营业务收入主要由航空锻件、能源锻件、燃气轮机锻件及航天锻件的销售收入构成。公司航空锻件收入分别为 66,883.03 万元、108,554.48 万元和 150,112.86 万元，系公司的支柱类产品。公司航空锻件收入持续增长主要系“十四五”期间，我国国防军工建设处于重要窗口期，国防建设进程加快，国防开支增加，军工行业整体发展快速，公司积极把握产业发展机会，实现了收入的较快增长。

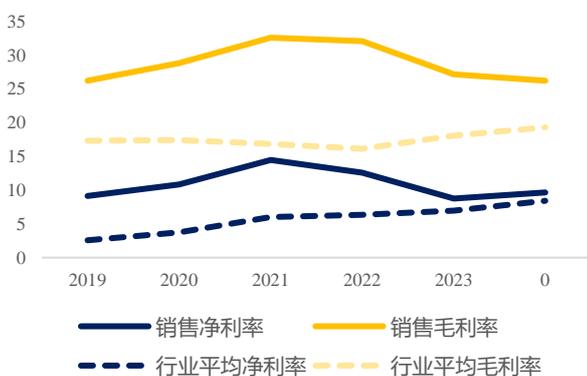
图3：2021-2023 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

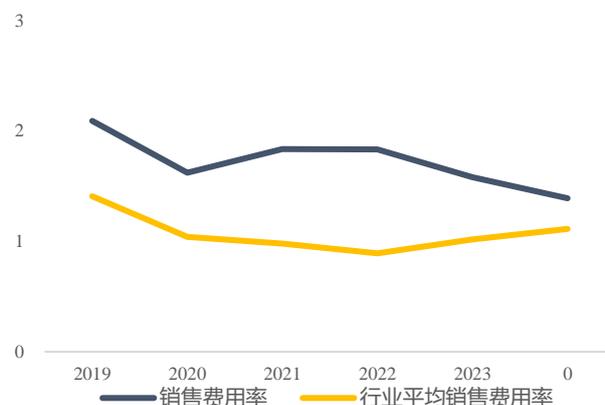
贵州航宇科技发展股份有限公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率维稳。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 9.15%、10.84%、14.48%、12.61%和 8.76%，销售毛利率分别为 26.23%、28.84%、32.60%、32.09%和 27.18%。公司主营业务毛利率在 30%左右。由于公司主营产品覆盖航空、能源、燃气轮机、航天等多个领域，且公司产品具有明显的多品种、定制化特征，不同产品的毛利率可能存在较大差异，因此，公司产品结构的调整、各期订单的变动均会对主营产品的毛利率带来一定影响。此外，公司主营业务毛利率还面临原材料价格波动、下游市场需求变动等外部因素的影响，如果出现上游原材料价格大幅上涨、下游市场发生重大不利变化或市场竞争加剧等情形，公司主营业务毛利率存在波动或下降的风险。

图4：2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



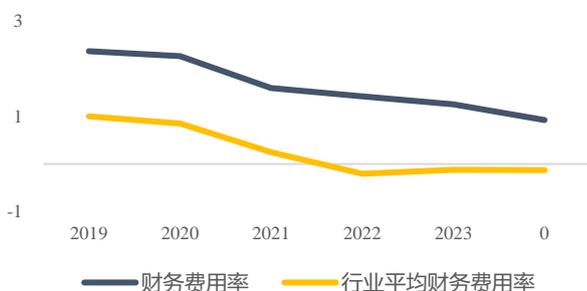
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1 销售费用率水平（%）



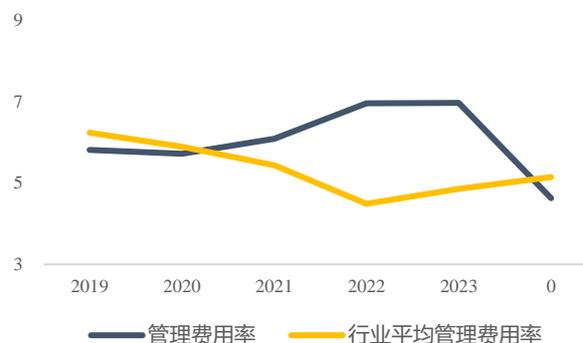
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

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

贵州航宇科技发展股份有限公司专业从事航空难变形金属材料环形锻件的研发、生产和销售，经过多年自主技术创新和产学研合作，公司在新材料应用研究、近净成形先进制造工艺研究、数字仿真工艺设计制造一体化应用研究、智能制造技术应用研究等方面进行了多项自主创新，形成了难变形合金材料组织均匀性控制技术、低塑性材料成形表面控制技术、复杂薄壁异型环轧锻件精确稳定轧制成形关键技术等。截至 2023 年 12 月 31 日，公司已取得 68 项国内发明专利，公司已 5 次获得中国专利优秀奖，公司发明专利数量和质量均处于国内同行业前列；公司主持编制了 3 项国家标准，参与编制了 8 项国家标准；公司为全国锻压标准化技术委员会（SAC/TC74），参与国家标准编制是公司行业地位和技术工艺水平的重要体现。公司承担了多项国家级、省级科研项目，且与国内科研院所建立良好的合作关系，参与航空发动机机匣等航空航天环轧锻件的新品研发与工艺创新研究，是公司科研实力具有较强竞争力的表现。公司荣获国家知识产权优势企业、国家智能制造试点示范企业、全国工业品牌培育示范企业、国家重点新产品、工信部第一批专精特新“小巨人”企业、单项冠军产品和国家技术创新示范企业等多项荣誉，是公司整体科技创新实力及技术水平具有较强竞争力的体现。

图8：万凯新材料股份有限公司主营产品一览



能源装备锻件产品



人燃气轮机锻件产品

数据来源：公司债券募集说明书，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),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>