

固定收益点评

新材料龙头，建议积极申购——楚江转债投资价值分析

2020年6月2日，楚江新材发布可转债发行公告，计划发行18.3亿元，其中6亿元用于年产5万吨高精铜合金带箔材项目，2.7亿元用于年产6万吨高精密度铜合金压延带材改扩建项目（二、三期），4.8亿元用于年产30万吨绿色智能制造高精高导铜基材料项目（一期），0.8亿元用于年产2万吨高精密度铜合金线材项目，4亿元用于补充流动资金。

下修条款较为严苛，起始转股价8.73元，平价99.7元，债底为89.7元，纯债YTM2.9%，债底保护尚可。楚江转债下修条款触发条件为“15/30，80%”，条件赎回条款触发条件为“15/30，130%”，条件回售条款触发条件为“30，70%”。6月1日，楚江新材收盘价为8.7元，对应楚江转债平价为99.7元；债底方面，使用6年期AA中债企业债到期收益率作为折现率，债底为89.7元；纯债YTM为2.45%，债底保护尚可。

铜基材料产能提升，5G、新能源、特高压建设推动下游需求增长。一方面，根据中国有色金属加工工业协会数据，2019年，我国铜加工材产量1816.0万吨，消费量1805.1万吨，2013年至2019年铜消费量复合增长率为4.6%，铜材需求稳定增长，而5G、新能源、特高压等新兴行业则进一步促进铜材尤其是高端铜材需求增长。另一方面，我国铜加工行业集中度较低，公司作为行业龙头公司，2020年计划实现精密铜带产能23.58万吨，铜导体产能25.66万吨。随着募投项目不断落地，公司有望在行业整合过程中受益。

碳纤维材料、热工装备技术领先，有望受益于半导体国产化进程。根据复合材料预测和咨询机构（CFC）预测，2025年全球碳纤维需求量为26.2万吨，2016年-2025年年复合增长率为9.95%，受益于半导体设备国产化进程，我国碳纤维需求增速有望超越全球水平。根据中国制造2025计划，2020年我国新材料总产值将超过6万亿元，到2020年高性能复合材料热工装备的市场潜力将达到103亿元。目前我国热处理相关设备制造企业约1200家，年收入超1亿元的约10家，行业集中度较低，公司在行业内处于领先地位，未来有望迎来高速发展。

建议积极申购。截至6月1日收盘，楚江转债转股价值为99.7元，有三只存量有色金属行业转债评级为AA且转股价值位于90元-110元之间，参考可比转债情况，预计上市首日转股溢价率中枢为[16%，18%]，对应价格中枢[116元，118元]。假设股东优先配售50%，网上有效申购户数为500万户，则网上申购总额度为9.15亿元，预计中签率为0.018%，顶格申购中签的概率为18%，建议一级市场积极参与申购，二级市场也可关注。

风险提示：原材料价格超预期上涨；下游需求增长不及预期。

作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

相关研究

- 1、《固定收益专题：财观天下之三：锦绣潇湘，举债增长-湖南篇》2020-06-01
- 2、《固定收益专题：如何选择新基建转债投资标的》2020-06-01
- 3、《固定收益点评：“熊平”或没那么快，但经济快速回升冲击更大》2020-05-31
- 4、《固定收益定期：生产和需求加快恢复，债市继续承压-经济、疫情和流动性跟踪》2020-05-31
- 5、《固定收益专题：财观天下之二：以雄财举高债促发展——江苏篇》2020-05-28



内容目录

楚江转债条款设计与发行流程	3
楚江新材基本面分析	4
建议积极申购	6
风险提示	7

图表目录

图表 1: 楚江转债条款概况	3
图表 2: 楚江转债发行流程	4
图表 3: 楚江新材主营业务结构	4
图表 4: 全球碳纤维市场需求预测	5
图表 5: 楚江新材营业收入与同比	6
图表 6: 楚江新材归母净利润与同比	6
图表 7: 楚江新材各项业务毛利率	6
图表 8: 楚江新材研发支出与占营收比例	6
图表 9: 楚江新材近三年市盈率水平	7
图表 10: 楚江新材近三年市净率水平	7
图表 11: 可比转债概况	7

楚江转债条款设计与发行流程

2020年6月2日，楚江新材发布可转债发行公告，计划发行18.3亿元，其中6亿元用于年产5万吨高精铜合金带箔材项目，2.7亿元用于年产6万吨高精密度铜合金压延带材改扩建项目（二、三期），4.8亿元用于年产30万吨绿色智能制造高精高导电铜基材料项目（一期），0.8亿元用于年产2万吨高精密度铜合金线材项目，4亿元用于补充流动资金。

下修条款较为严苛。楚江转债下修条款触发条件为“15/30，80%”，即可转债存续期，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案。条件赎回条款触发条件为“15/30，130%”，即可转债转股期内，公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；条件回售条款触发条件为“30，70%”，即可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

起始转股价8.73元，平价99.7元，债底为89.7元，纯债YTM2.9%，债底保护尚可。6月1日，楚江新材收盘价为8.7元，对应楚江转债平价为99.7元；债底方面，使用6年期AA中债企业债到期收益率作为折现率，债底为89.7元；纯债YTM为2.45%，债底保护尚可。

图表 1: 楚江转债条款概况

发行日期	2020/6/4	发行规模	18.3亿元
到期日期	2026/6/4	起始转股价	8.73元
期限	6年	转股起始日	2020/12/10
主体评级	AA	债项评级	AA
票面利率	0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%		
下修条款	公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议。修正后的转股价格应不低于股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者（15/30，80%）		
条件赎回条款	在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或可转债余额不足3000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。（15/30，130%）		
条件回售条款	在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司（30，70%）		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

6月3日（T-1）为原股东优先配售股权登记日；6月4日（T）为原股东优先认购日与网上申购日；6月8日（T+2）为缴款日，投资者需按中签结果足额缴款。

图表 2: 楚江转债发行流程

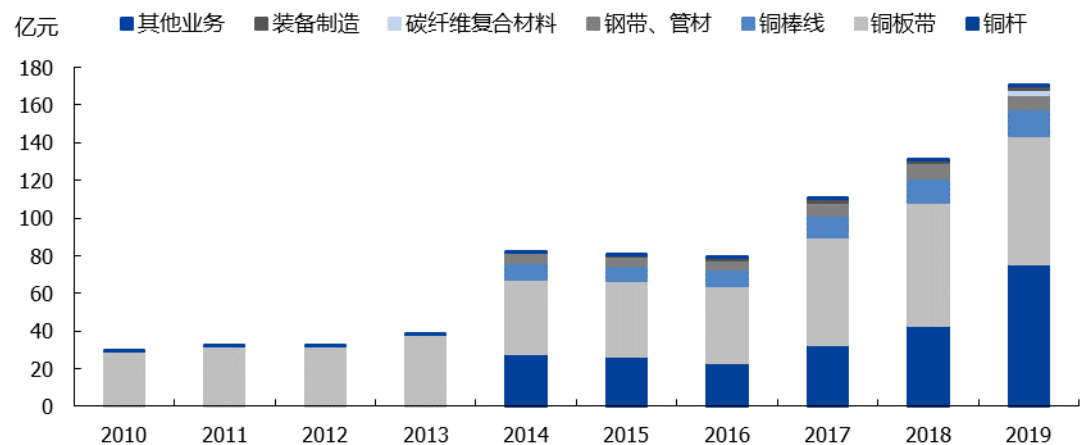
时间	事件
T-2	2020/6/2 刊登募集说明书、发行公告、网上路演公告
T-1	2020/6/3 网上路演、原股东优先配售股权登记日
T	2020/6/5 刊登发行提示性公告、原股东优先配售认购日、网上申购日
T+1	2020/6/5 刊登《网上中签率及优先配售结果公告》、进行摇号抽签、优先配售结果公告
T+2	2020/6/8 刊登《网上中签结果公告》、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2020/6/9 主承销商根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2020/6/10 刊登《发行结果公告》

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

楚江新材基本面分析

一体两翼, 多元发展的铜基材料龙头。铜基材料是楚江新材的传统业务, 产品包括铜杆、铜板带、铜线棒等, 广泛应用于消费电子、新能源电子、LED、汽车线束、轨道交通等领域; 2015 年, 公司收购顶立科技进军热工装备行业, 产品包括特种粉体材料, 碳基、陶瓷基复合材料及其制造装备, 粉末冶金、环境保护装备, 先进热处理装备等; 2018 年, 公司收购碳纤维材料制造商天鸟高新, 打通了军工材料与特种装备上下游, 公司碳纤维材料广泛应用于航空航天、国防军工等多个领域, 生产的国产飞机碳刹车盘打破了国外垄断, 填补了国内空白。2019 年, 公司铜基材料、热工装备、碳纤维材料分别实现营业收入 157.9 亿元、1.7 亿元、2.9 亿元, 实现毛利 10.0 亿元、0.9 亿元、1.4 亿元, 热工装备和碳纤维材料虽然营收占比不足 1%, 但对公司利润有较大贡献。

图表 3: 楚江新材主营业务结构

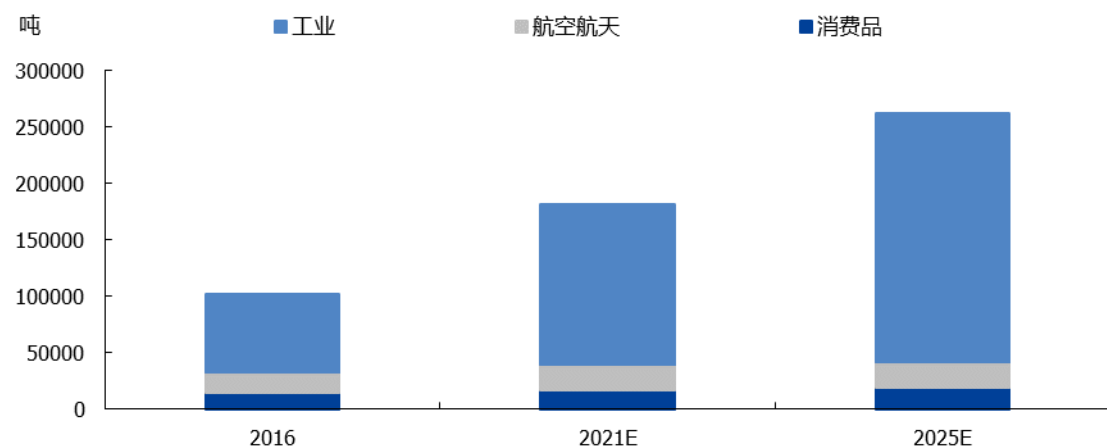


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

铜基材料产能提升，5G、新能源、特高压建设推动下游需求增长。一方面，根据中国有色金属加工工业协会数据，2019年，我国铜加工材产量1816.0万吨，消费量1805.1万吨，2013年至2019年铜消费量复合增长率为4.6%，铜材需求稳定增长，而5G、新能源、特高压等新兴行业则进一步促进铜材尤其是高端铜材需求增长。以新能源汽车为例，根据IDTechEX数据，每辆燃油车平均用铜23公斤，混合动力电动汽车平均用铜40公斤，纯电池驱动电动汽车平均用铜量则高达83公斤，到2020年新能源汽车行业带来的每年用铜总量将增长40万吨以上。另一方面，我国铜加工行业集中度较低，根据中国有色金属加工工业协会数据，2019年底，我国铜板带产量共计约187万吨，CR8为38.8%，公司作为行业龙头公司，2020年计划实现精密铜带产能23.58万吨，铜导体产能25.66万吨。随着募投项目不断落地，公司有望在行业整合过程中受益。

碳纤维材料、热工装备技术领先，有望受益于半导体国产化进程。碳纤维材料应用于航空航天、军工、半导体设备等多个领域，子公司天鸟高新是国内唯一产业化生产飞机碳刹车预制体的企业，也是国内最大的碳/碳、碳/碳化硅复合材料用预制体科研生产基地，根据复合材料预测和咨询机构(CFC)预测，2025年全球碳纤维需求量为26.2万吨，2016年-2025年年复合增长率为9.95%，受益于半导体设备国产化进程，我国碳纤维需求增速有望超越全球水平。热工装备是采用热加工技术改变材料表面或内部的组织结构，使材料达到所需性能的一种专业设备。根据中国制造2025计划，2020年我国新材料总产值将超过6万亿元，到2020年高性能复合材料热工装备的市场潜力将达到103亿元。目前我国热处理相关设备制造企业约1200家，年收入超1亿元的约10家，行业集中度较低，公司在行业内处于领先地位，未来有望迎来高速发展。

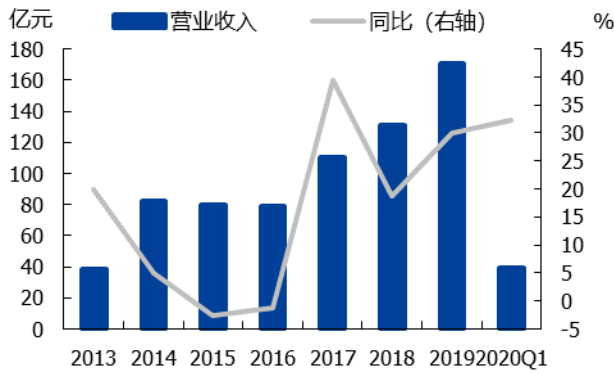
图表4：全球碳纤维市场需求预测



资料来源：CFC，国盛证券研究所

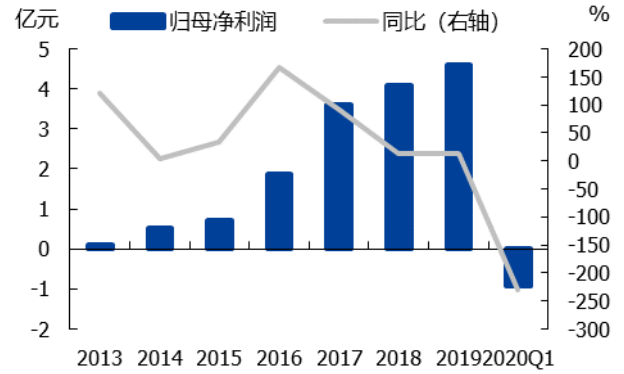
疫情影响短期利润。2019年公司实现营业收入170.5亿元，同比增长30.1%，实现归母净利润4.6亿元，同比增长12.8%；2020年一季度公司实现营收39.0亿元，同比增长32.3%；实现归母净利润-0.9亿元，同比减少230.9%。公司一季度业绩下滑系新冠疫情对公司复工复产、产品交付和下游客户订单造成影响，同时铜、锌等大宗原料价格回落，公司计提存货减值准备0.78亿元。

图表 5: 楚江新材营业收入与同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

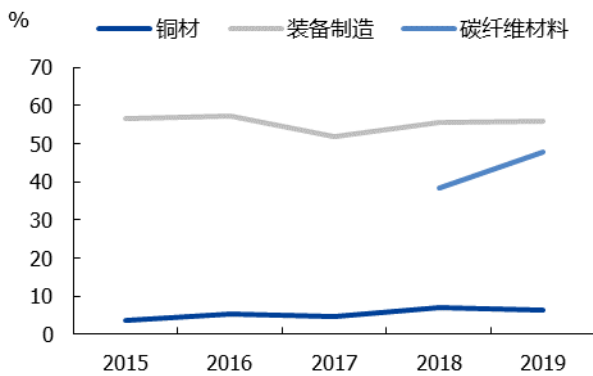
图表 6: 楚江新材归母净利润与同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

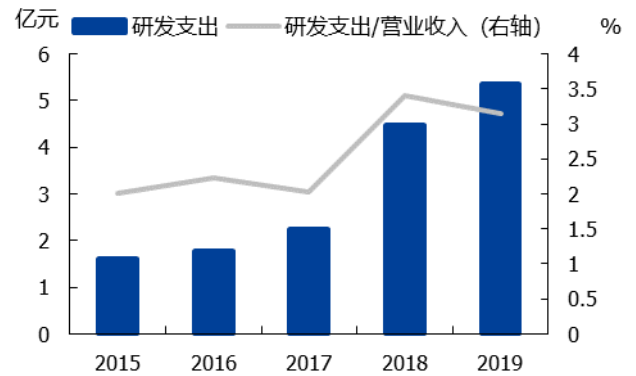
各项业务毛利率稳定，研发占比高。楚江新材传统铜材业务毛利率较低，但 2015 年以来稳中有升，随着毛利率较高的新业务占比提升，公司毛利率有望提升。此外，公司十分重视研发，2015 年以来研发支出逐年增长，且占营收比例始终保持在 2% 以上。

图表 7: 楚江新材各项业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 楚江新材研发支出与占营收比例

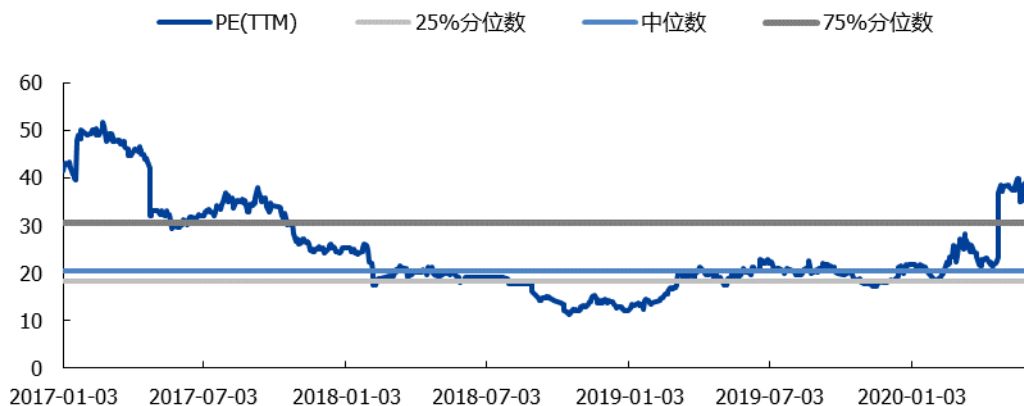


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

建议积极申购

截至 6 月 1 日收盘，纵向看，楚江新材市盈率为 39.3 倍，市净率为 2.2 倍，市盈率较高而市净率接近近三年平均水平；横向看，申万有色金属指数市盈率为 37.1 倍、市净率为 2.1 倍，楚江新材估值水平与行业相当。

图表 9: 楚江新材近三年市盈率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 楚江新材近三年市净率水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

建议积极申购。截至6月1日收盘,楚江转债转股价值为99.7元,有三只存量有色金属行业转债评级为AA且转股价值位于90元-110元之间,参考可比转债情况,预计上市首日转股溢价率中枢为[16%, 18%],对应价格中枢[116元,118元]。假设股东优先配售50%,网上有效申购户数为500万户,则网上申购总额度为9.15亿元,预计中签率为0.018%,顶格申购中一签的概率为18%,建议一级市场积极参与申购,二级市场也可关注。

图表 11: 可比转债概况

证券代码	证券简称	纯债价值 (元)	纯债溢价率 (%)	转股价值 (元)	转股溢价率 (%)	债券余额 (亿元)	债项评级
113534.SH	鼎胜转债	95.31	18.75	93.59	20.94	11.99	AA
113547.SH	索发转债	95.86	26.75	106.65	13.92	9.45	AA
128081.SZ	海亮转债	92.14	16.78	90.23	19.25	31.50	AA

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

原材料价格超预期上涨；下游需求增长不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com