

楚江转债，国内龙头铜板带材企业

证券研究报告

2020年06月03日

申购建议：积极参与

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

申购分析：

- 楚江转债发行规模 18.3 亿元，债项与主体评级为 AA/AA 级；债券转股价格 8.73 元，转股价值 101.6 元（截至 2020 年 6 月 2 日）；票息为年化利率 1.22%，到期补偿利率 10%，属于新发行转债中等水平，按 6 年期 AA 中债企业债到期收益率 4.41% 的贴现率计算，债底为 89.43 元，纯债价值位于较低水平。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对其总股本的摊薄压力为 15.71%，对流通股本的摊薄压力为 19.33%，对现有流通股本造成摊薄压力较小。
- 公司前三大股东安徽楚江投资集团、国家军民融合产业投资基金、缪云良分别持有占总股本 32.37%、6.84%、4.75% 的股份，控股股东未承诺优先配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售的规模预计在 50% 左右。剩余网上申购新债规模为 9.15 亿元，申购上限为 100 万，假设网上申购账户数量为 200 万-250 万，预计中签率在 0.03%-0.04% 左右。
- 从估值角度来看公司 PE(TTM) 为 40.1 倍，处于行业均值水平，PB 为 2.27 倍，市值 118.3 亿元，低于同业中等水平。公司今年以来正股涨幅约为 21.34%，年化波动率在 42.3% 左右，股票弹性较好。目前，公司第一大股东安徽楚江投资集团质押总股数为 13891 万股，占总股本的 10.42%，占持有股数的 32.17%，质押风险可控；风险点：1. 所得税优惠政策变化风险；2 新冠病毒疫情对生产经营产生影响的风险。
- 楚江转债规模较小，债底保护一般，平价略高于面值，市场或给予 15% 左右的溢价，预计上市价格为 116 元左右，建议积极参与新债申购。**

风险提示：违约风险、可转债价格波动甚至低于面值的风险、发行可转债到期不能转股的风险、摊薄每股收益和净资产收益率的风险、本次可转债转股的相关风险、信用评级变化的风险、正股波动风险、上市收益溢价低于预期

近期报告

- 《固定收益：万年转债，区域性建材的领军企业-申购建议：积极参与》
2020-06-02
- 《固定收益：5 月经济改善多少？-2020 年 5 月经济数据预测》
2020-06-02
- 《固定收益：国企产业债怎么看？-信用债周报（2020-05-31）》
2020-05-31

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信信号

内容目录

楚江转债要素表.....	:
楚江转债价值分析	:
楚江新材基本面分析	:

图表目录

图 1：楚江新材营收及增速情况.....	:
图 2：楚江新材归母净利润及增速情况.....	:
图 3：楚江新材主要业务营收（亿元）	:
图 4：楚江新材主要业务毛利率（%）	:
表 1：楚江转债发行要素表	:

楚江转债要素表

表 1：楚江转债发行要素表

代码	128109.SZ	证券简称	楚江转债
公司代码	002171.SZ		
公司名称	楚江新材		
外部评级: 债项/主体	AA/AA		
发行额	18.3 亿元		
期限 (年)	6		
利率	0.4%, 0.6%, 1.0%, 1.5%, 1.8%, 2.0%		
预计发行/起息日期	2020 年 6 月 4 日		
转股起始日期	2020 年 12 月 10 日		
转股价	8.73 元		
赎回条款	转股期, 15/30, 130%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 80%		
回售条款	最后两个计息年度, 30, 70%		
补偿条款	到期赎回价格: 110 元		
原始股东股权登记日	2020 年 6 月 3 日		
网上申购及配售日期	2020 年 6 月 4 日		
申购代码/配售代码	"072171" / "082171"		
主承销商	华泰联合证券		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

楚江转债价值分析

转债基本情况分析

楚江转债发行规模 18.3 亿元，债项与主体评级为 AA/AA 级；债券转股价格 8.73 元，转股价值 101.6 元（截至 2020 年 6 月 2 日）；票息为年化利率 1.22%，到期补偿利率 10%，属于新发行转债中等水平，按 6 年期 AA 中债企业债到期收益率 4.41% 的贴现率计算，债底为 89.43 元，纯债价值位于较低水平。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对其总股本的摊薄压力为 15.71%，对流通股本的摊薄压力为 19.33%，对现有流通股本造成摊薄压力较小

中签率分析

公司前三大股东安徽楚江投资集团、国家军民融合产业投资基金、缪云良分别持有占总股本 32.37%、6.84%、4.75% 的股份，控股股东未承诺优先配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售的规模预计在 50% 左右。剩余网上申购新债规模为 9.15 亿元，申购上限为 100 万，假设网上申购账户数量为 200 万-250 万，预计中签率在 0.03%-0.04% 左右。

申购价值分析

从估值角度来看公司 PE(TTM) 为 40.1 倍，PB 为 2.27 倍，低于同业均值；市值 118.3 亿元，位于同业中等水平。公司今年以来正股涨幅约为 21.34%，年化波动率在 42.3% 左右，股票弹性较好。目前，公司第一大股东安徽楚江投资集团质押总股数为 13891 万股，占总股本的 10.42%，占持有股数的 32.17%，质押风险可控；风险点：1. 所得税优惠政策变化风险；2 新冠病毒疫情对生产经营产生影响的风险。

楚江转债规模较小，债底保护一般，平价略高于面值，市场或给予 15% 左右的溢价，预计上市价格为 116 元左右，建议积极参与新债申购。

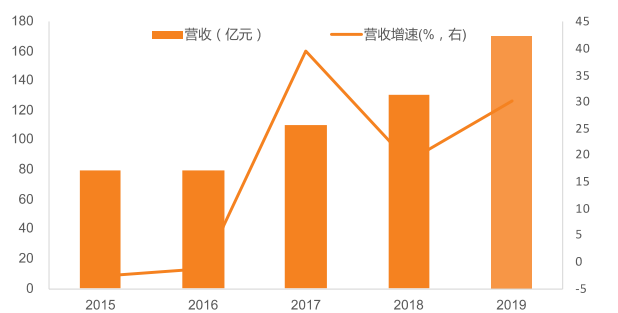
楚江新材基本面分析

楚江新材拥有先进铜基材料、特种装备和高性能碳纤维复合材料的研发和制造业务，是国内重要的先进铜基材料研发和制造基地，中国铜板带材“十强企业”第一名，且在特种装备研发和制造业务仍有明显的技术优势，公司子公司顶立科技作为我国 30m³ 以上超大型尺寸碳纤维复合材料热工装备的唯一供应商，为我国的航空航天、国防军工、国家重点工程提供了特种装备保障；公司子公司天鸟高新在碳纤维预制件领域，相关生产技术在国际也同样具有较强优势。公司近两年业绩较好，2018、2019 年分别实现营收 131.07 亿元、170.48 亿元，同比增长 18.68%、30.07%；分别实现归母净利润 4.09 亿元、4.61 亿元，同比增长 13.30%、12.83%。本次可转债募集资金投向：建设年产 5 万吨高精铜合金带箔材项目，拟投资 6 亿元；建设年产 6 万吨高精密度铜合金压延带材改扩建项目（二、三期），拟投资 2.7 亿元；建设年产 30 万吨绿色智能高精高导铜基材料项目（一期），拟投资 4.8 亿元；建设年产 2 万吨高精铜合金线材项目，拟投资 8 亿元；募集额度剩余 4 亿元，全部用于补充公司流动资金。

公司在三大主线上均具有明显优势。2019 年度实现高精度铜合金板带材产量 19.4 万吨，占国内市场份额的 10.4%，位列全国第一，大规模的生产销售使得公司在原材料采购、生产组织、技术开发、公司管理等方面发挥规模效应，成本优势明显，同时针对金属材料加工材消费群体多品种、小批量的特性需求，公司的营销网络已形成较为高效的市场反应和运作效率，塑造了公司市场综合竞争优势。公司技术优势尤为突出，公司子公司顶立科技在超高温热工装备领域绝对领先，公司子公司天鸟高新在特种纤维织造、混编纤维复合树脂预浸料制备等具有深厚的技术沉淀，技术已实现商品化和产业化，拥有多项专利。铜导体材料、高精度铜合金、精密铜合金和特种钢材是公司的主要收入来源，2019 年分别实现营收 75.50 亿元、68.30 亿元、14.13 亿元和 7.52 亿元，同比增长 75%、5%、7%和-2%。

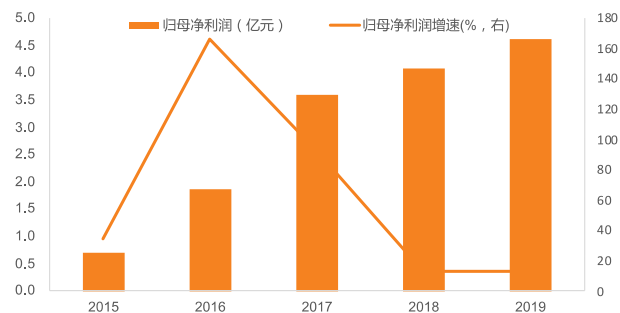
公司针对不同的板块均有着成熟的销售模式，采取自建营销网络掌握终端市场、以销定产的直销、以用户个性化需求为牵引等不同销售模式，将三大主线业务投放市场。此外，公司注重科技人才的引进和培养，逐步完成科研设备的购置或升级，丰富的技术储备为公司保持长久、高质量的盈利能力提供了强有力的支撑，进一步推动公司核心业务发展，预计未来公司盈利能力将保持快速发展趋势，公司的毛利率连年保持较高位置，2019 公司整体毛利率为 7.96%，与 18 年公司整体毛利率大体持平。

图 1：楚江新材营收及增速情况



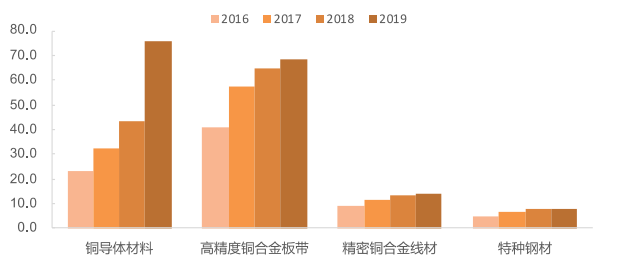
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：楚江新材归母净利润及增速情况



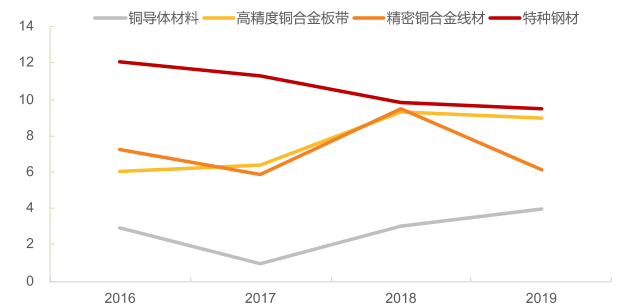
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：楚江新材主要业务营收（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：楚江新材主要业务毛利率（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com