

2022年04月20日

新股专题覆盖:江苏华辰 (2022年第38期)**新股专题报告**

(新股专题覆盖报告旨在针对近日询价上市公司进行简单的研究梳理)

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号: S0910519100001

lihui1@huajinsec.cn

投资要点

- ◆ 本期共 1 家公司询价, 4 月 22 日(周五) 主板上市公司“江苏华辰”将询价。
- ◆ **江苏华辰 (603097):** 公司专业从事输配电及控制设备的研发、生产与销售, 主要产品包含干式变压器、油浸式变压器、箱式变电站及电气成套设备等。公司 2019-2021 年分别实现营业收入 6.32 亿元/6.81 亿元/8.71 亿元, YOY 依次为 3.25%/7.85%/27.82%, 三年营业收入的年复合增速 12.49%; 实现归母净利润 0.69 亿元/0.83 亿元/0.78 亿元, YOY 依次为 36.83%/20.16%/-5.22%, 三年归母净利润的年复合增速 15.93%。根据公司初步预测, 2022Q1 归属于母公司净利润预计同比增长 90.96%-100.5%, 主要原因为部分客户应收款项收回因此坏账准备转回所致。
 - **投资亮点:** 1、公司项目经验丰富, 且项目涉及电力电网、新能源、轨道交通、电动汽车充电桩、工业制造、基础建设、房产建筑等多个下游行业应用, 发展有望相对稳定。2019-2021 年报告期内, 公司合计新增订单共 16,921 个, 对应各期订单总金额(不含税) 分别约 6.07 亿、7.28 亿和 9.24 亿, 公司订单呈稳定增长; 同时, 公司服务于多个下游行业, 并在淮海区(徐州及苏北)、苏南区、安徽区、华南区、川渝区、华中区、华北区、西北区等区域建立了营销及售后服务网络, 能够较好的服务于各个不同行业、不同地域的客户。2、**新能源领域发展推升相关配电设备发展, 公司加码新能源相关产品线布局, 有望提升公司业务规模。**公司报告期内已经累计较多的新能源领域项目经验, 且项目涉及到光伏、风电、储能等具体子项; 同时, 公司还与阳光电源等新能源行业龙头建立了合作关系。伴随着国家能源结构调整及新能源发电的逐渐增长, 新能源领域的配电设备需求有望持续向好; 本次公司募投项目加码新能源智能箱式变电站产能建设, 有望推升公司未来成长预期。
 - **同行业上市公司对比:** 江苏华辰的同行业可比公司主要有北京科锐、金盘科技以及科林电气等。假设以上述公司来看同行业状况, 同行业可比上市公司平均收入规模(前三季度)为 16.2 亿元, 平均毛利率为 21.85%, 平均 PE-TTM (算术平均) 为 26.2X。比较来看, 公司收入体量较可比公司平均水平更低, 毛利率则基本持平于可比公司平均水平。
- ◆ **风险提示:** 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

内容目录

一、江苏华辰.....	3
(一) 基本财务状况.....	4
(二) 行业情况.....	4
(三) 公司亮点.....	5
(四) 募投项目投入.....	5
(五) 同行业上市公司指标对比.....	6
(六) 风险提示.....	7

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化.....	4
图 2：公司归母净利润及增速变化.....	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化.....	4
图 4：公司 ROE 变化.....	4
表 1：公司产品的代表性应用项目（2018 年以来）.....	3
表 2：公司本次 IPO 募投项目投入.....	6
表 3：同行业上市公司指标对比.....	6

一、江苏华辰

公司专业从事输配电及控制设备的研发、生产与销售，主要产品包含干式变压器、油浸式变压器、箱式变电站及电气成套设备等。电力系统由五大环节构成，依次为发电、输电、变电、配电及用电；其中，输电、变电及配电，合称输配电系统，在整个电力系统中起到在发电厂与用电用户之间的输送、调节及分配电能的作用是电力系统中极其重要的组成部分。经过多年发展，凭借优良的品质及专业化的服务，公司产品广泛应用到电力电网、新能源（风、光、储）、轨道交通、电动汽车充电桩、工业制造、基础设施建设、房产建筑等行业项目中。

作为深耕输配电及控制设备行业十余年的企业，公司有着较高的行业地位。截至目前，公司参与制定了国家标准 GB/T17468-2019《电力变压器选用导则》、行业标准 JB/T501-2020《电力变压器试验导则》和江苏省质量协会团体标准 T/JSQA004-2020《6kV~10kV 级 800kVA、2500kVA 干式配电变压器》；成为江苏省机械行业协会理事单位、徐州市人工智能行业协会副会长单位。同时，公司作为高新技术企业，科研实力深获业内认可。2020 年，公司 SCB14 型干式配电变压器荣获中国质量认证中心“江苏精品”称号；公司 SCB13-500/10 系列干式变压器等 18 个型号产品荣获江苏省科学技术厅“高新技术产品认定证书”；公司 SCB-1000/10-NX2 等 11 个型号干式变压器及 S-M-1000/10-NX2 等 9 个型号油浸式变压器入选国家发改委、财政部、工信部节能产品惠民工程高效节能配电变压器推广目录。凭借多项核心技术和关键生产工艺，2017 年，公司被中国南方电网认定为“2017 年度优质供应商”。

表 1：公司产品的代表性应用项目（2018 年以来）

行业	项目名称
电力电网	广西水利电力发电项目、中卫火力发电厂、扎罗木得水利枢纽工程、石泉大唐电厂、华能云南滇东电厂、广西隆安聚能水电有限公司古信水电站、国网荆州、鄂州、恩施岸电项目
新能源（风、光、储）	恩施板桥风电场、上海老港风电项目、辽宁阜新鸡冠山（44MW）风电项目、中电投山西恒曲 12MW 屋顶光伏项目、宿迁 31MW 渔光互补光伏发电项目、湖南新化 19.97MWp 光伏项目、长利玻璃洪湖 10kV5.99MW 分布式光伏发电项目、大悟光伏电站、临洮县“十三五”第二批村级光伏扶贫电站、山西运城绛县亚丰垣 40MW 光伏发电项目、阳光电源夏日哈木储能项目
轨道交通	南宁轨道交通地铁 2、3 号线、徐州轨道交通 1、3 号线、北京轨道交通 11、17 号线、成都地铁 19 号线、贵港南港铁路、蒙华铁路、黔张常铁路、广清铁路、梅汕铁路、金台铁路、厦深铁路、渝怀铁路、徐连铁路、太焦铁路
电动汽车充电桩	深圳天汇二期充电桩、广西秀厢大道北汽 4S 店充电场站、苏州昆山翠微东路充电站、福清龙江街道充电站项目、淮安淮阴区南昌路充电站、连云港东海县晶都大道充电站、江阴南闸充电站、国网电动汽车旅游巴士停车场充电站
工业制造	东风汽车、鞍钢集团、武钢集团、武汉百事可乐、苏州金龙汽车、中石化福建漳州古雷炼化一体化项目、宝化万辰 5 万吨针状焦项目、中石化百万级乙烯及下游深加工项目
基础设施建设	北京 2022 冬奥会延庆赛区、雄安新区商务服务中心、武汉五环体育中心、广佛肇高速公路、佛清从高速公路、武汉火神山医院、杭州市儿童医院、北京安贞医院、复旦大学管理学院新院区、湖南中医药大学
房产建筑	深圳恒大都会广场、南京荣盛华府、广西盛邦珑湖、张家港市廊桥雅园、苏州秀水湾、融创咸阳中央学府、郑州融侨城、新郑雍景湾、徐州美的公园天下、沛县华宇悦城

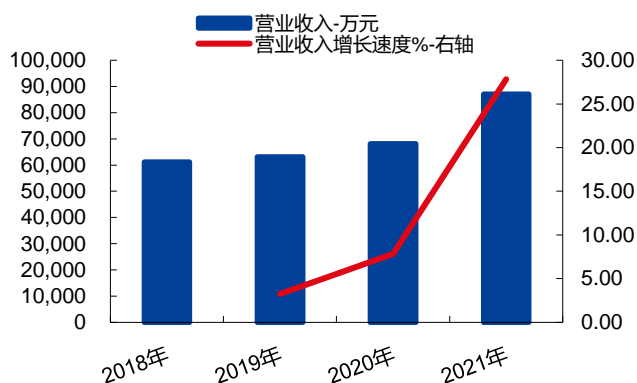
资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 6.32 亿元/6.81 亿元/8.71 亿元，YOY 依次为 3.25%/7.85%/27.82%，三年营业收入的年复合增速 12.49%；实现归母净利润 0.69 亿元/0.83 亿元/0.78 亿元，YOY 依次为 36.83%/20.16%/-5.22%，三年归母净利润的年复合增速 15.93%。

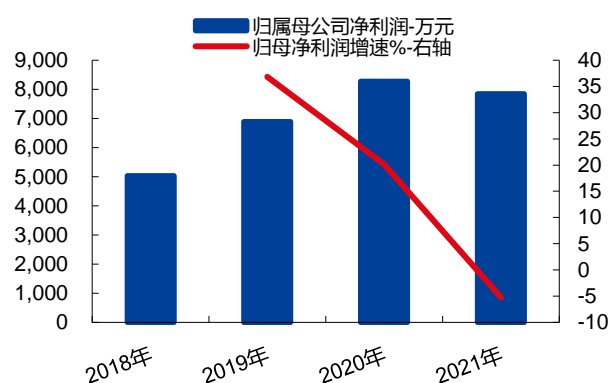
2021 年，公司主营业务收入按产品类型分为五大板块，包括：干式变压器（5.03 亿元，58.69%）、油浸式变压器（1.89 亿元，22.07%）、箱式变电站（1.17 亿元，13.66%）、电气成套设备（0.46 亿元，5.32%）以及其他产品（0.02 亿元，0.25%）。比较来看，报告期公司的干式变压器销售收入及其占比保持逐年增长，主要原因系：一方面，公司注重产品质量及技术水平，品牌市场认可度较高，报告期新增阳光电源、恒大地产等重要大客户；另一方面，近年来，受益于国内光伏、风电等新能源的快速发展，对于新能源用干式变压器的新增需求增加。

图 1：公司收入规模及增速变化



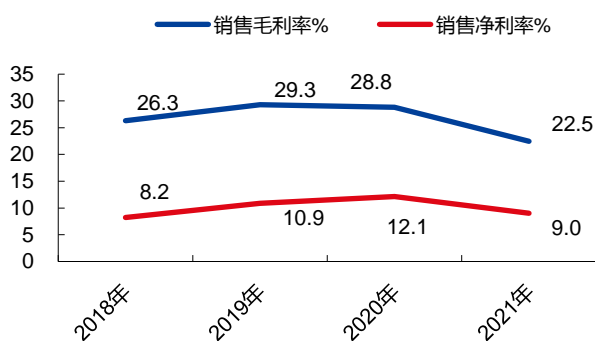
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



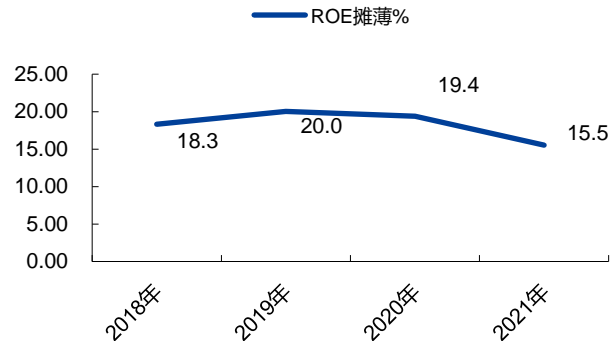
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司专业从事输配电及控制设备的研发、生产与销售，可归属于电气设备行业。

输配电及控制设备指从发电到用电，经过电压水平变换，电能状态调节、电网保护、计量、控制措施，实现电网平衡运行涉及的电能输送与分配的所有设备；输配电及控制设备作为电力行业的重要基础设施，在发电、输配电、用电等环节均有着不可替代的作用。电力需求的大幅度增长将推动输配电网络的发展，从而促进市场对输配电及控制设备的需求增长。

1、变压器

2020年，中国配电变压器市场规模约为 29.87 亿美元，约占全球 17.17% 的市场份额，到 2027 年预计市场规模将达到 38 亿美元，复合年增长率为 3.5%。

根据 MordorIntelligence 发布的相关数据显示，预计 2020-2025 年，中国变压器市场复合年均增长率超过 4%。中国工业能源需求的不断增加以及输配电系统的持续扩张，推动着中国变压器市场的发展。

2、电气成套设备

随着下游行业需求的不断增加以及行业自主创新能力、生产技术的提升，我国配电开关控制设备制造行业发展良好。根据国家统计局数据显示，2018 年-2020 年，我国配电开关控制设备制造行业主营业务收入稳定在 5,000 亿元左右。

（三）公司亮点

1、公司项目经验丰富，且项目涉及电力电网、新能源、轨道交通、电动汽车充电桩、工业制造、基础建设、房产建筑等多个下游行业应用，发展有望相对稳定。2019-2021 年报告期内，公司合计新增订单共 16,921 个，对应各期订单总金额（不含税）分别约 6.07 亿、7.28 亿和 9.24 亿，公司订单呈稳定增长；同时，公司服务于多个下游行业，并在淮海区（徐州及苏北）、苏南区、安徽区、华南区、川渝区、华中区、华北区、西北区等区域建立了营销及售后服务网络，能够较好的服务于各个不同行业、不同地域的客户。

2、新能源领域发展推升相关配电设备发展，公司加码新能源相关产品线布局，有望提升公司业务规模。公司报告期内已经累计较多的新能源领域项目经验，且项目涉及到光伏、风电、储能等具体子项；同时，公司还与阳光电源等新能源行业龙头建立了合作关系。伴随着国家能源结构调整及新能源发电的逐渐增长，新能源领域的配电设备需求有望持续向好；本次公司募投项目加码新能源智能箱式变电站产能建设，有望推升公司未来成长预期。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

1、节能环保输配电设备智能化生产技改项目：通过项目实施改造厂房，升级完善当前生产基础条件，扩大节能型干式变压器、油浸式变压器的生产规模。项目实施后，预计新增节能型干式变压器、油浸式变压器产能 11,500 台；预计年营业收入 50,110.00 万元，年净利润 6,148.72 万元，财务内部收益率为 24.76%（所得税后），投资回收期为 6.29 年（所得税后，含建设期 2 年），经济效益较好。

2、新能源智能箱式变电站及电气成套设备项目：公司计划通过项目新建厂房以及配套工程，购置相关设备用于新能源智能箱式变电站和智能电气成套设备的生产。项目实施后，预计新增新能源智能箱式变电站产能 2,500 台，新增智能电气成套设备产能 6,000 台；预计年营业收入 65,300.00 万元，年净利润 7,662.17 万元，财务内部收益率为 19.70%（所得税后），投资回收期为 6.52 年（所得税后，含建设期 2 年），经济效益较好。

3、技研中心及营销网络建设项目：技研中心建设依托公司现有场地，新增研发设备、软件设备、办公设备投入。营销网络建设主要包括国内外办公网点和仓库的租赁装修、设备购置以及线上线下品牌推广活动等；拟在北京、上海、深圳、成都等 12 个国内城市，塔什干、阿尔及尔等 8 个海外城市以租赁形式新建办公网点，拟在昆明、西安、上海等 8 个城市租赁仓库。

表 2：公司本次 IPO 募投项目投入

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金额（万元）	项目建设期
1	节能环保输配电设备智能化生产技改项目	13,260.19	13,260.19	24 个月
2	新能源智能箱式变电站及电气成套设备项目	28,587.83	9,059.11	24 个月
3	技研中心及营销网络建设项目	4,466.28	4,466.28	/
	合计	46,314.30	26,785.58	/

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年，公司实现营业收入 8.71 亿元，同比增长 27.82%；实现归属于母公司净利润 0.78 亿元，同比下降 5.22%。根据公司初步预测，2022 年一季度，预计实现营业收入为 17,000-18,000 万元，较上年同期增长 0.9%-6.84%；预计归属于母公司所有者净利润 2,000-2,100 万元，较上年同期增长 90.96%-100.5%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 1,100-1,300 万元，较上年同期增长 9.71%-29.65%。一季度公司归属于母公司所有者的净利润增长的主要原因为部分客户应收款项收回因此坏账准备转回所致；一般来说，变压器行业收入具备季节性特征，同行业上市公司 2020 年一季度收入占其全年比例均不到 20%。

江苏华辰的同行业可比公司主要有北京科锐、金盘科技以及科林电气等。假设以上述公司来看同行业状况，同行业可比上市公司平均收入规模（前三季度）为 16.2 亿元，平均毛利率为 21.85%，平均 PE-TTM（算术平均）为 26.2X。比较来看，公司收入体量较可比公司平均水平更低，毛利率则基本持平于可比公司平均水平。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021Q3 收入 (亿元)	2021Q3 收入增速	2021Q3 归 母净利润 (万元)	2021Q3 净利润增 长率	2021Q3 销售毛 利率	2021Q3 ROE 摊薄
002350.SZ	北京科锐	35.09	32.34	14.52	1.39%	2,898.84	12.00%	19.77%	1.55%
688676.SH	金盘科技	72.79	31.03	22.87	32.74%	16,747.74	1.12%	23.33%	7.01%
603050.SH	科林电气	20.03	15.18	11.19	25.29%	8,083.45	36.68%	22.46%	6.36%
603097.SH	江苏华辰 (2021 年)	/	/	8.71	27.82%	7,841.66	-5.22%	22.46%	15.53%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

备注: 江苏华辰财务数据更新至 2021 年。

(六) 风险提示

电力投资及宏观经济风险、行业监管政策变化风险、实际控制人不当控制的风险、应收账款坏账损失风险、违规建筑被拆除的风险、未决诉讼及执行风险、商业承兑汇票坏账风险、产能消化风险、新增折旧和摊销影响公司业绩的风险等风险。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn