

## 固收点评 20230614

### 星帅转 2：家电零部件优质企业

关键词：#新需求、新政策 #新产品、新技术、新客户

2023 年 06 月 14 日

#### 事件

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

- **星帅转 2 (127087.SZ) 于 2023 年 6 月 14 日开始网上申购：**总发行规模为 4.63 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 2GW 高效太阳能光伏组件建设项目和补充流动资金。
- **当前债底估值为 73.7 元，YTM 为 3.26%。**星帅转 2 存续期为 6 年，上海新世纪资信评估投资服务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：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%，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 8.75%（2023-06-12）计算，纯债价值为 73.70 元，纯债对应的 YTM 为 3.26%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 99.85 元，平价溢价率为 0.15%。**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 2023 年 12 月 20 日至 2029 年 06 月 13 日。初始转股价 13.35 元/股，正股星帅尔 6 月 12 日的收盘价为 13.33 元，对应的转换平价为 99.85 元，平价溢价率为 0.15%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.16%。**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 13.35 元计算，转债发行 4.63 亿元对总股本稀释率为 10.16%，对流通盘的稀释率为 13.77%，对股本有一定的摊薄压力。

#### 相关研究

《转债行业图谱系列(九)：传媒行业之娱乐游戏赛道可转债梳理（正股与转债分析推荐篇）》

2023-06-13

《转债行业图谱系列(九)：传媒行业之电视广播赛道可转债梳理（正股与转债分析推荐篇）》

2023-06-13

#### 观点

- **我们预计星帅转 2 上市首日价格在 113.32~126.50 元之间，我们预计中签率为 0.0017%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到星帅转 2 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 20%左右，对应的上市价格在 113.32~126.50 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%，建议积极申购。
- **星帅尔公司是国内电动机热保护器、起动机行业的著名企业之一，是国内冰箱与冷柜压缩机热保护器、起动机和密封接线柱的骨干生产企业。**公司的主要产品为各种类型的热保护器、起动机和密封接线柱，主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机以及洗衣机烘干机上。
- **2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 47.74%。**自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“W 型”波动，2018-2022 年复合增速为 47.74%。2022 年，公司实现营业收入 19.49 亿元，同比增加 42.43%。与此同时，归母净利润不断浮动，2020、2022 年均出现负增长，2018-2022 年复合增速为 5.70%。2022 年实现归母净利润 1.19 亿元，同比减少 17.21%。
- **公司的主要营收构成变动较大，近两年光伏组件取代家电零部件贡献主要营收。**公司于 2021 年收购了富乐新能源，主营业务中新增光伏组件产品，2021、2022 年度，公司光伏组件销售及代工收入占主营业务收入的比例分别为 19.47%和 58.48%。
- **公司销售净利率与毛利率整体下降；销售费用率趋稳、财务费用率波动、管理费用率下降。**2018-2022 年，公司销售净利率分别为 24.71%、27.34%、11.90%、11.07%和 6.33%，销售毛利率分别为 39.68%、31.21%、26.15%、21.53%和 14.94%。
- **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。

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	5
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1. 财务数据分析 .....	7
3.2. 公司亮点 .....	9
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1:	2018-2023Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2018-2023Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2020-2022 年营业收入构成	8
图 4:	2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023Q1 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2018-2022 年我国光伏新增装机容量 (GW)	10
图 9:	公司光伏行业生产销售情况 (MW)	10
表 1:	星帅转 2 发行认购时间表	4
表 2:	星帅转 2 基本条款	4
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:	相对价值法预测星帅转 2 上市价格 (单位: 元)	6
表 6:	2022 年星帅尔公司研发项目名单	10

## 1. 转债基本信息

表1: 星帅转2 发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-06-12	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	2023-06-13	网上路演; 原股东优先配售股权登记日;
T	2023-06-14	发行首日; 刊登《发行提示性公告》; 原股东优先配售认购日(缴付足额资金); 网上申购日(无需缴付申购资金);
T+1	2023-06-15	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-06-16	刊登《中签号码公告》; 网上中签缴款日
T+3	2023-06-19	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	2023-06-20	《刊登发行结果公告》; 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: 星帅转2 基本条款

转债名称	星帅转2	正股名称	星帅尔
转债代码	127087.SZ	正股代码	002860.SZ
发行规模	4.63 亿元	正股行业	家用电器-家电零部件II- 家电零部件III
存续期	2023 年 06 月 14 日至 2029 年 06 月 13 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	13.35 元	转股期	2023 年 12 月 20 日至 2029 年 06 月 13 日
票面利率	0.3%,0.5%,1.0%,1.5%,2.5%,3.0%.		
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
年产 2GW 高效太阳能光伏组件建设项目	44,730.51	38,500.00
补充流动资金	7,790.00	7,790.00
<b>合计</b>	<b>52,520.51</b>	<b>46,290.00</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	73.70 元	转换平价 (以 2023/06/12 收盘价)	99.85 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	35.69%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	0.15%
纯债到期收益率 YTM	3.26%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 73.7 元, YTM 为 3.26%。**星帅转 2 存续期为 6 年,上海新世纪资信评估投资服务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: 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%, 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 8.75% (2023-06-12) 计算,纯债价值为 73.70 元, 纯债对应的 YTM 为 3.26%, 债底保护一般。

**当前转换平价为 99.85 元, 平价溢价率为 0.15%。**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 2023 年 12 月 20 日至 2029 年 06 月 13 日。初始转股价 13.35 元/股, 正股星帅尔 6 月 12 日的收盘价为 13.33 元, 对应的转换平价为 99.85 元, 平价溢价率为 0.15%。

**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 10.16%。**按初始转股价 13.35 元计算, 转债发行 4.63 亿元对总股本稀释率为 10.16%, 对流通盘的稀释率为 13.77%, 对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

**我们预计星帅转 2 上市首日价格在 113.32~126.50 元之间。**按星帅尔 2023 年 6 月 12 日收盘价测算, 当前转换平价为 99.85 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的华锐转债 (转换平价 80.67 元, 评级 A+, 发行规模 4.00 亿元)、耐普转债 (转换平价 91.52 元, 评级 A+, 发行规模 4.00 亿元)、正川转债 (转换平价 40.62 元, 评级 A+, 发行规模 4.05 亿元), 6 月 12 日转股溢价率分别为 54.48%、34.95%、163.78%。

2) 参考近期上市的光力转债(上市日转换平价 105.03 元)、韵达转债(上市日转换平价 98.19 元)、正元转 02(上市日转换平价 85.24 元), 上市当日转股溢价率分别为 39.96%、29.14%、52.52%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率( $x_2$ )、前十大股东持股比例( $x_3$ )和上市前一日中证转债成交额取对数( $x_4$ ), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为:  $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。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, 家用电器行业的转股溢价率为 18.74%, 中债企业债到期收益为 8.75%, 2023 年一季报显示星帅尔前十大股东持股比例为 48.76%, 2023 年 6 月 12 日中证转债成交额为 56,602,994,215 元, 取对数得 24.76。因此, 可以计算出星帅转 2 上市首日转股溢价率为 17.60%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到星帅转 2 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 20%左右, 对应的上市价格在 113.32~126.50 元之间。

表5: 相对价值法预测星帅转 2 上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		15.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	12.66	109.09	110.98	113.83	116.67	118.57
-3%	12.93	111.38	113.32	116.23	119.13	121.07
2023/06/12 收盘价	13.33	114.83	116.82	119.82	122.82	124.81
3%	13.73	118.27	120.33	123.41	126.50	128.56
5%	14.00	120.57	122.67	125.81	128.96	131.05

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 64.63%。星帅尔的前十大股东合计持股比例为 48.76%(2023/03/31), 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 64.63%。

我们预计中签率为 0.0017%。星帅转 2 发行总额为 4.63 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 64.63%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.64 亿元。星帅转 2 仅设置网上发行, 近期发行的金埔转债(评级 A+, 规模 5.20 亿元)网上申购数约 854.89 万户, 光力转债(评级 A+, 规模 4.00 亿元)1003.52 万户, 晶能转债(评级 AA+, 规模 100 亿元)1014.72 万户。我们预计星帅转 2 网上有效申购户数为 957.71 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0017%。

### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

星帅尔公司是国内电动机热保护器、起动机行业的著名企业之一，是国内冰箱与冷柜压缩机热保护器、起动机和密封接线柱的骨干生产企业。公司的主要产品为各种类型的热保护器、起动机和密封接线柱，主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机以及洗衣机烘干机上。目前，公司产品已覆盖国内外主要压缩机生产厂家，包括华意系公司、东贝系公司、美芝系公司、钱江公司、四川丹甫、LG 电子、尼得科电机、恩布拉科等。公司生产的压缩机用热保护器、起动机在国内市场有较高的占有率，已成为国内压缩机两器生产和出口的主要基地，并拥有多项自主知识产权，产品销往欧美、中东、东南亚及国内的主要压缩机厂家。此外，公司积极开展产业链整合，通过对新都安、浙特电机、富乐新能源的控股权收购，切入小家电温度控制器、电机及光伏组件、光伏发电产业链，进一步提升了公司的持续经营能力。

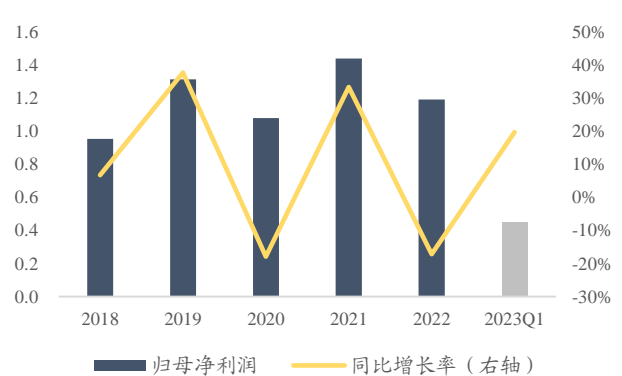
2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 47.74%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“W 型”波动，2018-2022 年复合增速为 47.74%。2022 年，公司实现营业收入 19.49 亿元，同比增加 42.43%。与此同时，归母净利润不断浮动，2020、2022 年均出现负增长，2018-2022 年复合增速为 5.70%。2022 年实现归母净利润 1.19 亿元，同比减少 17.21%。主要原因系公司发展增速受到宏观经济环境、行业政策、下游市场需求等外部因素的影响，公司的主要原材料为 PTC 芯片、银铜复合触点、锡青铜带、不锈钢带、镍铬丝等，受不锈钢、铜、白银、镍等大宗原材料价格上涨的影响导致营业成本增加；净利润波动也与公司研发创新、新产品开发、市场开拓、产能布局等内部因素密切相关，2021 年收购了富乐新能源，进入光伏组件市场。公司系列发展规划存在一定不确定性，造成净利润的波动。

图1：2018-2023Q1 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2：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速（亿元）

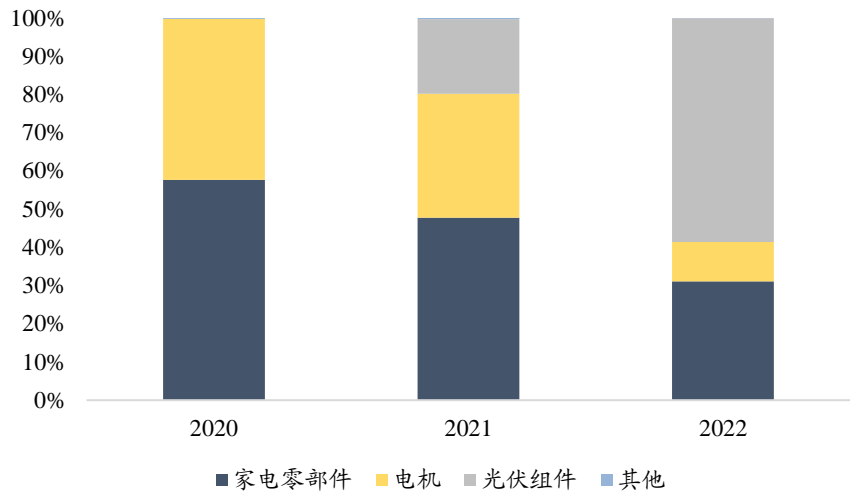


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的主要营收构成变动较大，近两年光伏组件取代家电零部件贡献主要营收。公司于 2021 年收购了富乐新能源，主营业务中新增光伏组件产品，2021、2022 年度，公

司光伏组件销售及代工收入占主营业务收入的比例分别为 19.47%和 58.48%，2022 年度，子公司富乐新能源新增客户正泰系公司，该客户销售规模较大，加之原有客户采购进一步增加，使得光伏组件收入增长，占比相应提升。而电机产品收入下降主要来自海立系公司自身业务调整，将部分电机由对外采购改为自行生产，导致向浙特电机采购减少。

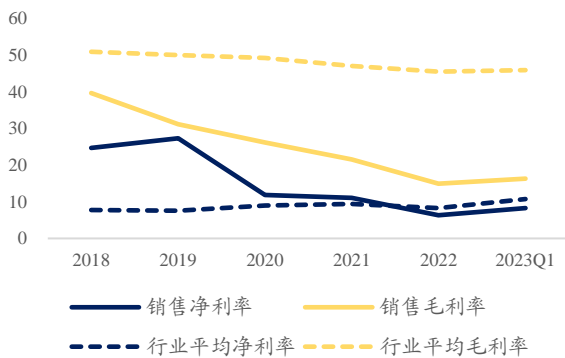
图3：2020-2022 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

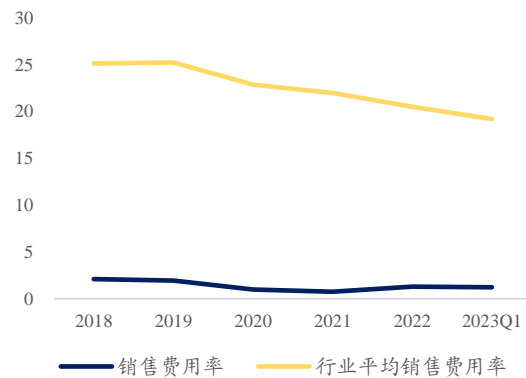
**公司销售净利率与毛利率整体下降；销售费用率趋稳、财务费用率波动、管理费用率下降。**2018-2022 年，公司销售净利率分别为 24.71%、27.34%、11.90%、11.07%和 6.33%，销售毛利率分别为 39.68%、31.21%、26.15%、21.53%和 14.94%。公司毛利率下降且低于行业主要由于公司在 2021 年合并了富乐新能源，富乐新能源生产的光伏组件毛利率相对较低，2021、2022 年，公司光伏组件产品毛利率分别为 8.63%和 6.34%，主要原材料太阳能电池片采购价格上升，单位成本上升。公司管理费用占营业收入的比例逐年降低，主要是由于营业收入增长较快，摊薄了管理费用的增幅；2020、2021 年公司财务费用占比较大主要系公司于 2020 年发行可转换公司债券，利息支出大幅增加。2022 年，公司可转换公司债券已全部转股或赎回，加之美元兑人民币汇率升值，产生汇兑收益，综合使得财务费用为负。

图4: 2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)



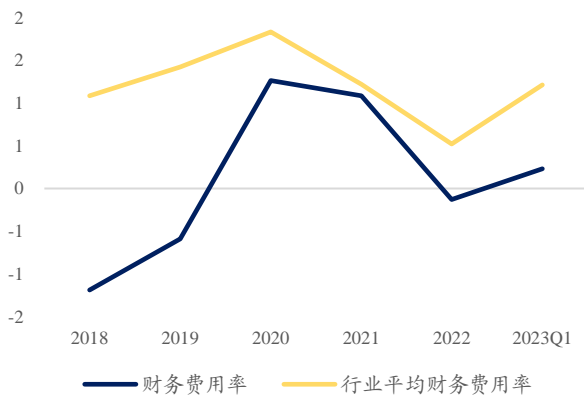
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)



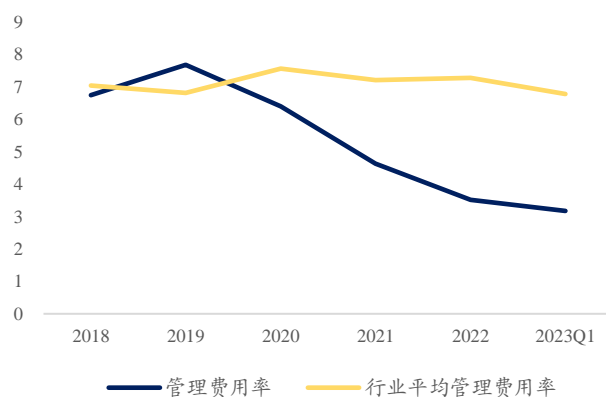
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2018-2023Q1 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2018-2023Q1 管理费用率水平 (%)



数据来源: 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。

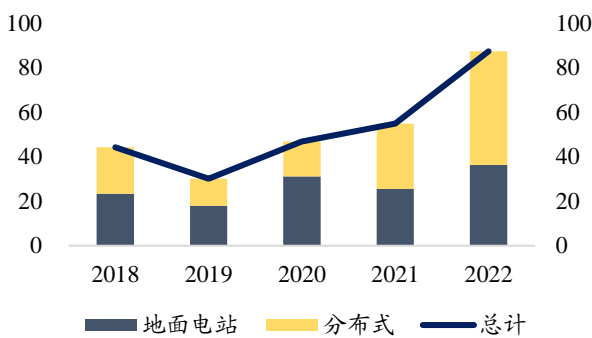
### 3.2. 公司亮点

**光伏行业发展前景广阔。**我国已在光伏行业布局二十余年, 国家和各级政府不断制定和出台相关政策鼓励、规范光伏行业的发展。近年来, 随着《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《“十四五”现代能源体系规划》等一系列有利于光伏产业发展的政策发布, “碳达峰、碳中和”的目标得到进一步的明确。国家对清洁绿色能源的大力支持, 光伏产业将迎来新的广阔发展空间。同时, 由于国内光伏技术的不断升级、能源结构的持续调整优化、光伏应用成本的不断下降, 我国光伏产业链上下游企业有望持续受益于全球光伏产业的蓬勃发展。根据国家能源局数据显示, 2022 年全国新增光伏装机 87.41 GW, 同比增长 59.27%。

**入股富乐新能源, 布局光伏领域, 丰富产品链。**星帅尔自 2021 年控股富乐新能源

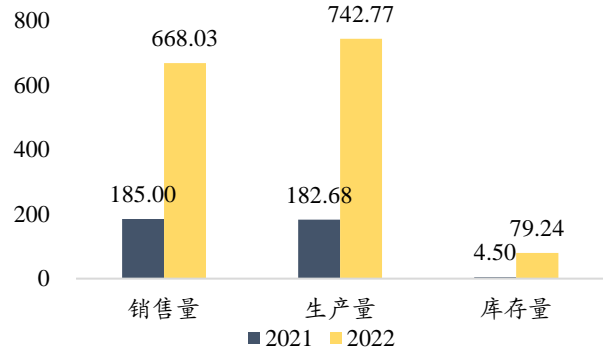
进军光伏领域，依据其已在光伏技术上取得的突破，引用具有国际领先水平的全自动生产技术和设备，大幅扩展光伏行业业务，尤其是 2022 年以来，公司光伏组件订单持续增长，公司根据订单情况，合理增加生产线，扩大富乐新能源产能。2022 年，“年产 1GW 光伏组件项目”陆续投产，总投资 3 亿元，新建、改建厂房、研发中心合计约 4.5 万平方米，引入两条自动化生产线，实现 1.5GW/年的产能，日产量约 6800 片，能生产 P 型、N 型、HJT 等各种类型常规或个性化定制组件。2022 年公司光伏行业生产量达到 742.77MW，较 2021 年增速超过 300%。本次公开发行可转债，同样用于扩大公司光伏组件生产能力和规模效应，从而进一步扩大公司光伏组件生产能力和规模效应。

图8: 2018-2022 年我国光伏新增装机容量 (GW)



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

图9: 公司光伏行业生产销售情况 (MW)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

技术储备力量深厚，科研成果丰富。公司及子公司目前共有专利 210 余项，其中发明专利 31 项，为公司创造丰富价值。“浙江省星帅尔敏感器件高新技术企业研究开发中心”被认定为浙江省高新技术企业研究开发中心，技术优势明显，有效的实现了人、机、料、法、环的良性互动，大大降低了员工的劳动强度和企业生产的综合成本，提高了设备的生产效率、原材料的利用率、产品的品质和公司的经济效益。控股子公司富乐新能源是国家高新技术企业，拥有 9 项发明专利，在光伏领域形成持续创新机制，保持技术领先地位。目前公司共有六项进行中的研发项目，主要目的为提高产品性能、增强公司竞争力。

表6: 2022 年星帅尔公司研发项目名单

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
太阳能电池板清洁装置的研发	研发新产品	进行中
易收纳太阳能光伏发电板的研发	研发新产品	进行中
光伏板加工工装系统优化设计	研发新产品	进行中
光伏电站远程监控系统开发	研发新产品	进行中

0454VC36B 系列电梯用三相变频升降电动机	研发新产品	完成
EVS105 系列车用空调压缩机电动机	研发新产品	完成
TYM155 系列永磁同步电摩电动机	研发新产品	完成
TYZY112 系列车用直流无刷永磁电动机	研发新产品	完成
PMS400 系列电梯用永磁同步电动机	研发新产品	完成
WYJ5.1 系列电梯用永磁同步电动机	研发新产品	完成
GDM-MM 系列电梯用永磁同步电动机	研发新产品	完成
新能源汽车高性能驱动电机	研发新产品	进行中
低功耗高速光接收器组件的研发	研发新产品	完成
光传输网络原器件组件的研发	研发新产品	完成
光纤通信器件组件的研发	研发新产品	进行中

数据来源：公司年报，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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。  
东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

