

2023年08月09日

宏昌转债（123218.SZ）申购分析

主题报告

洗衣机进水阀领域领先企业

投资要点

- ◆ 本次发行规模 3.8 亿元，期限 6 年，评级为 A+/A+（中证鹏元）。转股价 29.62 元，到期补偿利率为 12%属较高水平。下修条款 15/30,85%和强赎条款 15/30,130%均为市场化条款。以 2023 年 8 月 8 日中债 6YA+企业债到期收益率 8.747%贴现率计算，纯债价值 73.94 元，对应 YTM 为 3.3%，债底保护性一般。
- ◆ 总股本稀释率 13.82%、流通股本稀释率 34.24%，有一定摊薄压力。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.001%。
- ◆ 截至 2023 年 8 月 8 日，公司 PE(TTM) 37.16，高于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 0.93%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 92.77%分位数，估值弹性较低。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 1.37%。
- ◆ 年初至今公司股价上升 34.27%，行业指数（申万三级-家电零部件III）上升 12.35%，公司跑赢行业指数。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 30.79%，剩余限售股将于 2024 年 6 月 11 日全面解禁，届时将面临一定的解禁风险。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、发行金额、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 31%左右，对应价格为 128.95 元~142.52 元。
- ◆ 风险提示：
 - 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
 - 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
 - 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
 - 4、正股股价波动风险。
 - 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号：S0910523010001
luoyunfeng@huajinsec.com.cn

相关报告

7 月进出口数据点评 2023.8.8

多晶硅还原炉生产行业龙头企业-双良转债（110095.SH）申购分析 2023.8.7

内资 PCB 企业“快板/样板”特色产品主要企业-富仕转债（123217.SZ）申购分析 2023.8.7

资产配置周报（2023-8-6）-股债性价比或重新偏向债券 2023.8.6

家电行业转债梳理——小家电&厨电 2023.8.6



内容目录

一、宏昌转债分析	3
(一) 转债分析	3
(二) 中签率分析	3
二、正股分析	4
(一) 公司简介	4
(二) 行业分析	5
(三) 财务分析	6
(四) 估值表现	9
(五) 募投项目分析	10
三、定价分析	10
风险提示:	11

图表目录

图 1: 中国家用洗衣机产量当月值 (万台)	6
图 2: 2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元)	6
图 3: 营业收入情况 (万元, %)	8
图 4: 归母净利润情况 (万元, %)	8
图 5: 公司经营现金流情况 (万元)	8
图 6: 近一年行业指数及宏昌科技股价走势	9
图 7: 星帅转 2 及正股表现情况 (%)	10
图 8: 华翔转债及正股表现情况 (%)	10
表 1: 宏昌转债基本要素	3
表 2: 公司主营收入分产品 (万元)	5
表 3: 公司主要财务指标	8
表 4: 期间费用情况 (万元)	8
表 5: 同行业可比上市公司 (亿元, %)	9

一、宏昌转债分析

（一）转债分析

本次发行规模 3.8 亿元，期限 6 年，评级为 A+/A+（中证鹏元）。转股价 29.62 元，到期补偿利率为 12% 属较高水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 8 月 8 日中债 6YA+ 企业债到期收益率 8.747% 贴现率计算，纯债价值 73.94 元，对应 YTM 为 3.3%，债底保护性一般。

总股本稀释率 13.82%、流通股本稀释率 34.24%，有一定摊薄压力。

表 1：宏昌转债基本要素

基本要素			
债券简称	宏昌转债	债券代码	123218.SZ
正股简称	宏昌科技	股票代码	301008.SZ
评级	A+/A+（中证鹏元）	认购代码	371008.SZ
发行金额	3.80	发行期限	6
转股价（元/股）	29.62	起息日	2023-08-10
转股起始日	2024-02-16	转股结束日	2029-08-09
下修条款	15/30,85%	强赎条款	15/30,130%
回售条款	30,70%，附加回售	补偿利率	12.00%
利率	0.30%，0.50%，1.0%，1.80%，2.50%，3.00%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	4.7500
总股本稀释率	13.82%	流通股本稀释率	34.24%
募集资金用途	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
	电子水泵及注塑件产业化项目	31,976.62	27,000.00
	补充流动资金	11,000.00	11,000.00
	合计	42,976.62	38,000.00
主要指标			
转股价	29.6200	折现率（2023/8/8）	8.7470%
债券面值	100	平价溢价率	40.13%
正股收盘价 （2023/8/8）	30.69	转股溢价率	-3.49%
纯债价值	73.94	纯债溢价率	35.24%
平价	103.61	纯债 YTM	3.30%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）中签率分析

截至 2023 年 3 月 31 日，宏昌科技前十大股东持股比例合计 75.03%，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 80%，剩余股东参与比例为 50%，则股东优先配售比例为 72.51%。网上申购额度为 1.04 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.001%。

二、正股分析

（一）公司简介

截至 2022 年 12 月 31 日，宏昌控股为公司的控股股东，陆宝宏、周慧明、陆灿为公司实际控制人。控股股东、实际控制人持有发行人股份均不存在质押、冻结及其它限制权利的情况，亦不存在权属纠纷情况，无股权质押风险。

公司的主营业务为流体电磁阀、传感器及其他电器配件的研发、生产和销售。公司是国内较早从事流体电磁阀研发生产的企业之一，在二十余年的发展历程中，公司伴随着家电厨卫行业的发展而不断产品创新和技术积累，逐步发展成为一家生产规模领先、产品种类丰富、研发实力雄厚的磁感控制产品专业制造企业。

公司主要产品包括流体电磁阀、模块化组件及水位传感器，是生产各类家用电器的重要构件。公司的电磁阀产品可通过电磁驱动控制流体的进出通断和流量，广泛应用于洗衣机、智能坐便器、洗碗机、净水器等家电厨卫领域。公司的模块化组件目前主要应用于洗衣机和净水器，以洗衣机模块化组件为例，系以电磁阀为基础，将其与贮水槽、导管、分配器盒等其他水路配件进行集成设计，形成流体控制模块化产品，为客户提供整体进水解决方案。公司的水位传感器主要用于各类洗衣机产品，通过传递不同水压下产生的振荡频率信号识别洗衣机内水位高低。公司的核心产品是流体电磁阀，近三年及一季度占比在 50%以上。公司以内销为主，近三年及一季度占比在 88%以上。

近三年，公司主要原材料包括漆包线、PP/PA 等塑料原料、铁板等金属件等，直接材料成本占公司主营业务成本的比例在 80%左右，是产品成本的主要构成部分，原材料的价格对公司产品成本有较大影响。

盈利模式方面，公司作为磁感控制产品专业制造企业，经过多年的发展和积累，已在行业内具备一定竞争优势。公司产品主要面向洗衣机、智能坐便器、洗碗机、净水器等家电厨卫领域，以直销的方式与主要客户签订合同，并以客户需求预测或具体订单为导向组织原材料采购和产品制造，从而实现产品销售、获取利润。采购模式方面公司生产用主要原材料包括漆包线、PP/PA 等塑料原料、铁板等金属件等。采购模式方面，公司生管部下设采购科具体负责原材料的采购，并对采购原材料的质量和供应的及时性负责。生产模式方面，采取自主生产和外协加工相结合的方式。销售模式方面，公司通过销售部以直销的方式将产品销售至国内外客户。研发模式方面，公司采用自主研发与合作研发相结合的方式不断加强对产品的研发力度。

表 2：公司主营收入分产品（万元）

	2023 年 1-3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流体电磁阀	8,405.81	56.69%	41,762.86	50.53%	44,408.85	57.84%	34,431.07	59.67%
模块化组件	5,642.04	38.05%	36,903.52	44.65%	28,566.52	37.20%	20,901.48	36.22%
水位传感器	424.18	2.86%	2,759.64	3.34%	2,750.47	3.58%	1,552.99	2.69%
其他	355.70	2.40%	1,215.90	1.47%	1,056.51	1.38%	814.89	1.41%
合计	14,827.73	100.00%	82,641.93	100.00%	76,782.35	100.00%	57,700.43	100.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业分析

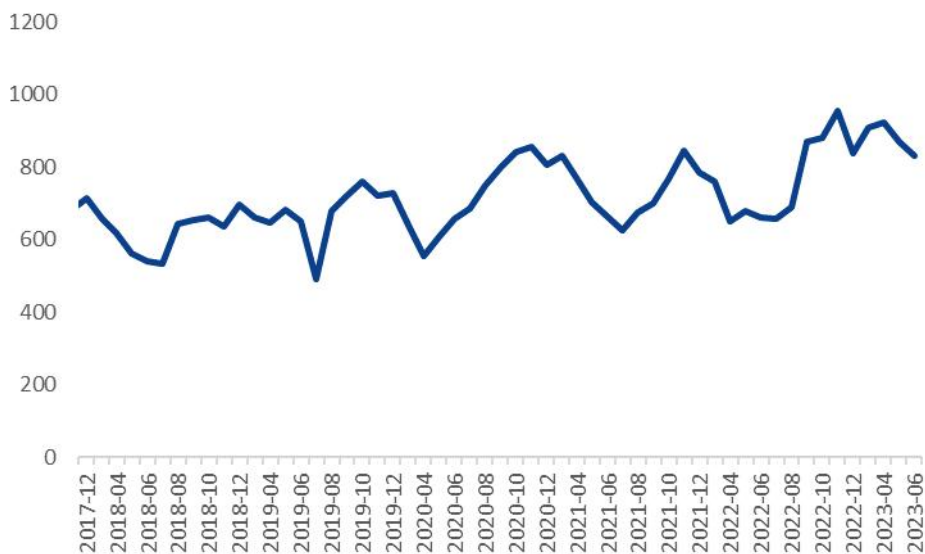
公司主营业务为流体电磁阀、传感器及其他电器配件的研发、生产和销售，主要产品包括流体电磁阀、模块化组件及水位传感器，属于等家电专用配件行业。家电专用配件种类繁多，以洗衣机为例，配件产品包括电机、程序控制器、进水阀、传感器、水位开关等。虽然不同配件的制造工艺有所差异，但都主要为整机厂配套，行业发展很大程度受到下游家电市场的影响。下游产品包括洗衣机、卫浴产品、厨房家电和净水器。

流体电磁阀行业的生产企业数量众多，但大多数企业以中低端电磁阀产品为主，同质化现象较为严重，竞争相对激烈。高性能、多功能的中高端电磁阀生产企业数量还相对较少。从细分领域来看，洗衣机进水阀行业已经相对成熟，市场集中度较高。洗衣机进水阀是洗衣机产品的重要元器件，其质量和性能影响洗衣机的整体使用效果，因此大型家电企业普遍对洗衣机进水阀供应商实行严格的审查制度。通常只有具备较强产品开发能力、生产能力和服务能力的行业内优势企业才可能通过认证成为大型家电企业的合格供应商，合格供应商的数量相对较少且一般与客户保持长期合作关系。我国洗衣机行业中海尔集团、美的集团等龙头企业占据了绝对市场份额，洗衣机市场集中很大程度影响了洗衣机进水阀行业的竞争情况。行业内优势企业凭借较高的技术水平、稳定的产品质量，并依托家电行业龙头企业的平台，在洗衣机进水阀市场竞争中取得优势地位，提高了行业的集中度。

经过二十多年的发展，公司在洗衣机进水阀领域取得了一定的竞争优势，并与下游知名家电企业海尔集团、美的集团、海信集团、松下集团、TCL 集团等建立了长期稳定的合作关系。2020 年度-2022 年度，以公司洗衣机进水阀销量占国内洗衣机生产数量的占比计算，公司销售的洗衣机进水阀在国内市场的占有率分别为 62.17%、64.33%和 65.28%，市场占有率水平较高且整体呈现上升趋势，表明公司在洗衣机进水阀领域中具备领先地位。（相关资料来源可转债募集说明书）

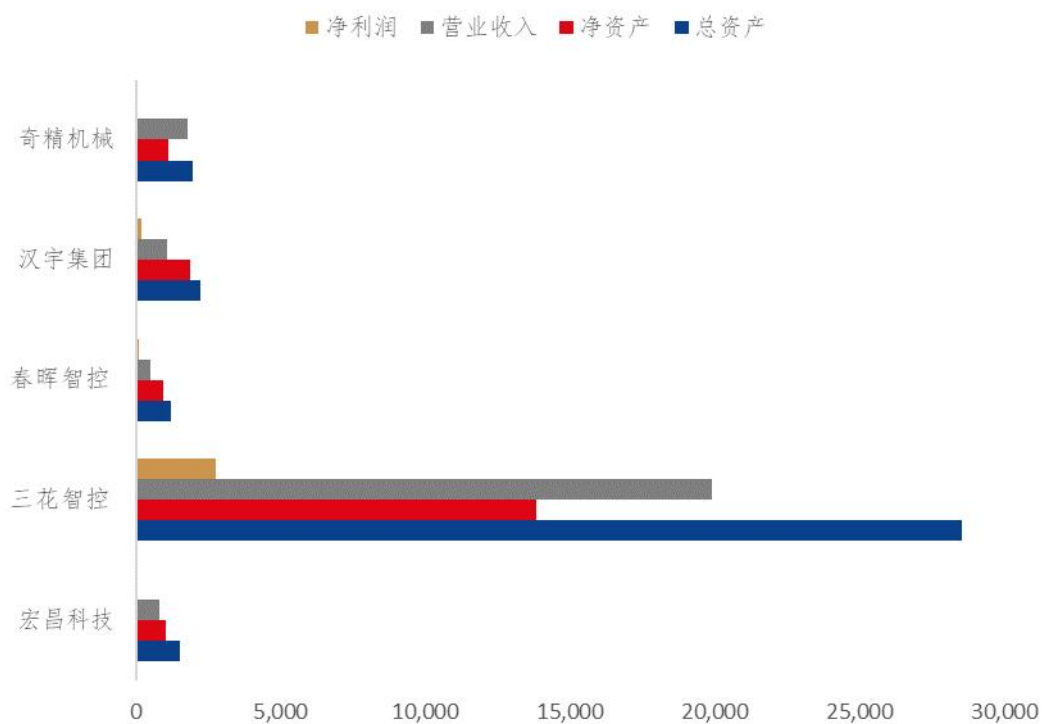
国内可比上市公司则包括三花智控、春晖智控、汉宇集团和奇精机械。

图 1：中国家用洗衣机产量当月值（万台）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）财务分析

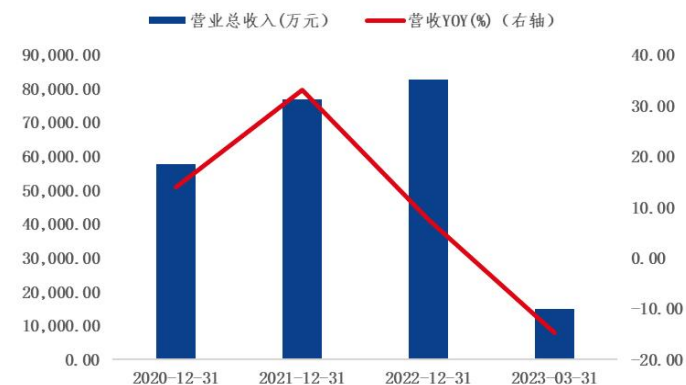
2023 1-3 月，公司实现营业收入 1.48 亿元，同比下降 14.68%；实现净利润 0.1 亿元，同比下降 8.29%。2022 年，公司实现营业收入 8.26 亿元，同比上市 7.63%；实现净利润 0.67 亿元，同比下降 1.14%。2020 年至 2022 年，受公司客户下游产品销量增长、新客户开发拓展等因素的影响，公司营业收入逐年增长，同时，由于公司主要原材料价格和人工成本有所波动，报告期内公司的归属于母公司股东的净利润有所下降。2023 年 1-3 月，由于洗衣机等下游家电产品市场需求变化等因素影响，同时，公司管理费用支出的同比增长、研发费用投入同比增加等因素影响进一步拉低了公司净利润，导致公司经营业绩同比出现下滑。

近三年及一季度，公司流动比率分别为 1.64 倍、2.73 倍、2.55 倍和 2.57 倍，速动比率分别为 1.39 倍、2.43 倍、2.27 倍和 2.25 倍；2021 年末，随着公司经营积累和首次公开发行股票募集资金到账，公司流动比率和速动比率较 2020 年末有较大幅度上升。2022 年末，随着公司募投项目的持续投入以及新建工程的投入导致资金流出，流动比率和速动比率较 2021 年末略有下降。公司的资产负债率分别为 44.73%、30.40%、31.58%和 31.08%；随着公司经营规模的持续扩大和盈利能力的不断增强，公司各期末资产负债率均处于较低水平；其中，2021 年末随着经营积累和首次公开发行股票募集资金到账，公司资产负债率较 2020 年末有较大幅度下降。

近三年及一季度，公司期间费用率分别为 10.63%、9.48%、9.11%和 14.00%，公司 2021 年度较 2020 年度期间费用率下降 1.15 个百分点，主要系：①2021 年度公司销售收入有较大幅度的增长，销售费用及管理费用的增长幅度低于销售收入；②2021 年度公司收到首次公开发行股票募集资金后，存款利息收入大幅增加导致财务费用减少；2022 年度较 2021 年度期间费用率变动较小；2023 年 1-3 月期间费用率较 2022 年度上升 4.89 个百分点，主要系：①第一季度为公司销售淡季，营业收入占全年比重相对较小且受下游主要客户美的集团需求减少以及海尔集团采购产品结构调整的影响，使得公司 2023 年第一季度营业收入较去年同期下降 14.68%；②2023 年第一季度，股份支付费用的增加以及研发投入的持续增加使得管理费用和研发费用较去年同期分别增长 16.86%和 38.72%，期间费用合计支出较去年同期增长 28.02%。

近三年及一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6,944.10 万元、2,568.02 万元、1,678.33 万元和 -1,213.61 万元，其中，经营活动现金流入中主要为销售商品、提供劳务收到的现金，分别为 52,968.99 万元、70,388.62 万元、70,525.57 万元和 17,273.04 万元。公司的销售收现比分别为 91.80%、91.67%、85.34%和 116.49%，随着公司销售规模的扩大，2021 年度公司销售商品、提供劳务收到的现金较 2020 年有较大幅度增加；2022 年度公司销售收现比低于 2021 年度主要系公司首次公开发行股票募集资金到位后公司的资金压力有所缓解且 2022 年度公司通过提高银行借款等方式进一步充实了可支配的营运资金，减少了应收票据贴现；由于公司销售旺季主要集中在第四季度，而第四季度的回款主要集中在次年第一季度，因此 2023 年 1-3 月销售收现比较高。

图 3: 营业收入情况 (万元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 归母净利润情况 (万元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 3: 公司主要财务指标

财务指标	2023 年 1-3 月	2022 年末	2021 年末	2020 年末
流动比率	2.57	2.55	2.73	1.64
速动比率	2.25	2.27	2.43	1.39
资产负债率	31.08%	31.58%	30.40%	44.73%
应收账款周转率	2.04	2.57	2.98	2.86
存货周转率	3.66	5.45	6.27	5.74

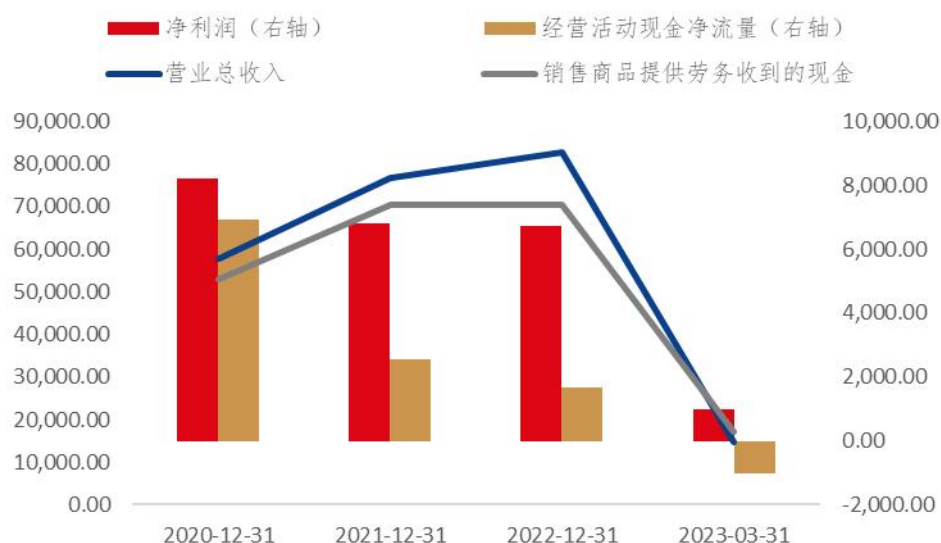
资料来源: Wind, 债券募集说明书, 华金证券研究所

表 4: 期间费用情况 (万元)

项目	2023 年 1-3 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
销售费用	343.00	1,432.06	1,338.85	1,074.91
管理费用	964.86	3,637.17	3,368.19	2,783.67
研发费用	868.94	3,420.09	3,181.96	2,040.56
财务费用	-101.17	-959.64	-611.69	234.48
期间费用率	14.00%	9.11%	9.48%	10.63%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 公司经营现金流情况 (万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

（四）估值表现

截至 2023 年 8 月 8 日，公司 PE(TTM) 37.16，高于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 0.93%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 92.77%分位数，估值弹性较低。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 1.37%。

年初至今公司股价上升 34.27%，行业指数（申万三级-家电零部件III）上升 12.35%，公司跑赢行业指数。

公司流通市值占总市值比例为 30.79%，剩余限售股将于 2024 年 6 月 11 日全面解禁，届时将面临一定的解禁风险。

表 5：同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	证券简称	流通市值	总市值	PE(TTM)	近 1 月涨跌幅	近 3 月涨跌幅	近 6 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅	ROE
301008.SZ	宏昌科技	7.56	24.55	37.16	8.33	25.57	21.13	14.13	0.93
002050.SZ	三花智控	1,054.77	1,067.21	39.21	3.41	27.92	9.39	-3.17	4.52
300943.SZ	春晖智控	15.22	31.43	31.62	-5.40	-1.22	14.57	-12.94	3.91
300403.SZ	汉宇集团	31.37	48.24	23.37	-15.79	13.80	1.85	-25.52	2.52
603677.SH	奇精机械	25.94	25.94	43.72	1.12	15.89	9.93	13.21	1.53

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及宏昌科技股价走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）募投项目分析

本次募集资金投资项目情况如下：

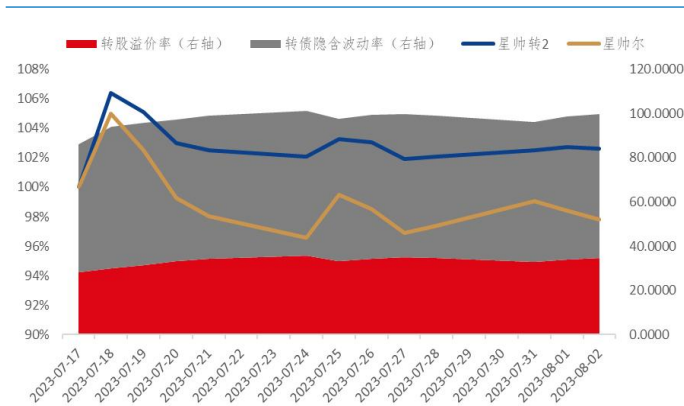
- 1、电子水泵及注塑件产业化项目。项目总投资额 31,976.62 万元，项目拟投入募集资金 27,000 万元。项目建成达产后，公司将新增 250 万件电子水泵和 750 万件注塑件年生产能力。项目建设期为 36 个月。经测算，本项目投资内部收益率（税后）为 10.84%，税后投资回收期（含建设期）为 8.92 年。
- 2、补充流动资金。公司拟将本次募集资金中的 11,000.00 万元用于补充流动资金，满足公司资金需求，降低公司的财务风险、增强公司持续盈利能力。根据计算，预计 2023 年-2025 年公司累计流动资金缺口为 23,415.21 万元，本次以 11,000.00 万元募集资金用于补充流动资金具有合理性。

三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

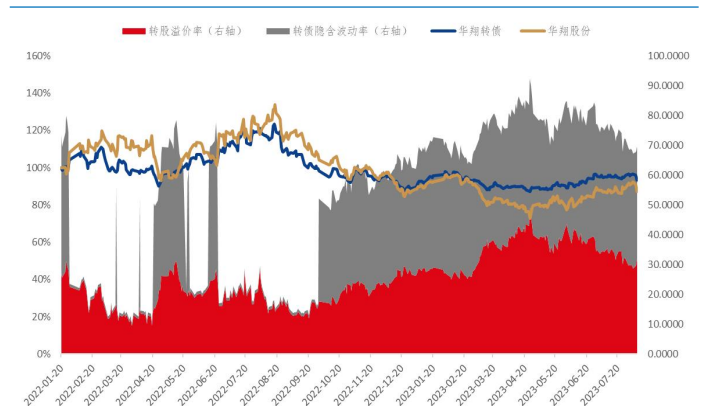
- （1）同行业可比券参考星帅转 2（2023-07-17 上市，规模 4.63 亿，期限 6 年，评级为 A+/A+，上市后首日收盘价 131 元，转股溢价率为 28.31%），华翔转债（2022-01-20 上市，规模 8 亿，期限 6 年，评级为 AA-/AA-，上市后首日收盘价 130.61 元，转股溢价率为 27.18%）。

图 7：星帅转 2 及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：华翔转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

- （2）选取 2019 年 6 月 10 日至 2023 年 6 月 9 日的 402 只可转债进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率 y ，自变量分别为可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数（ x_1 ）、转债发行前一日的中证转债成交额（亿元）（ x_2 ）、转股价格的倒数（ x_3 ）。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数（ x_1 ）在 10% 的显著性水平下显著，转债公告前一日的中证转债成交额（ x_2 ）在 1% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数（ x_3 ）在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y=8.69+0.15x_1+0.03x_2-41.24x_3$$

通过模型计算出宏昌转债上市当日的转股溢价率为 **25.95%**。由于宏昌转债的债底保护性一般，综合考虑公司自身经营状况、发行金额、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 **31%**左右，对应价格为 **128.95 元~142.52 元**。

风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

分析师声明

罗云峰声明，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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn