

## 固收点评 20230810

### 宏昌转债：技术创新引领智能制造

关键词：#新产品、新技术、新客户 #市占率上升

#### 事件

- **宏昌转债（123218.SZ）于 2023 年 8 月 10 日开始网上申购：**总发行规模为 3.80 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于电子水泵及注塑件产业化项目以及补充流动资金。
- **当前债底估值为 73.94 元，YTM 为 3.30%。**宏昌转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份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：0.30%、0.50%、1.00%、1.80%、2.50%、3.00%，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%（2023-08-08）计算，纯债价值为 73.94 元，纯债对应的 YTM 为 3.30%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 103.6 元，平价溢价率为-3.49%。**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 2024 年 02 月 16 日至 2029 年 08 月 09 日。初始转股价 29.62 元/股，正股宏昌科技 8 月 8 日的收盘价为 30.69 元，对应的转换平价为 103.61 元，平价溢价率为 -3.49%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 13.82%。**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 29.62 元计算，转债发行 3.80 亿元对总股本稀释率为 13.82%，对流通盘的稀释率为 34.24%，对股本有一定的摊薄压力。

#### 观点

- **我们预计宏昌转债上市首日价格在 119.60~133.40 元之间，我们预计中签率为 0.0011%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到宏昌转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 22%左右，对应的上市价格在 119.60~133.40 元之间。我们预计网上中签率为 0.0011%，建议积极申购。
- **深耕行业二十余年，致力于为全球客户提供优质的电子电器配件。**公司近 30 年致力于制造流体电磁阀、水位传感器、模块化组件等，在行业内具有较大影响。
- **2018 年以来公司营收快速增长，2018-2022 年复合增速为 21.03%。**归母净利润增速下降，2018-2022 年复合增速为 27.91%。2022 年，公司主营业务收入利润实现双增长，实现营业收入 8.26 亿元（同比+7.63%），实现归母净利润 0.67 亿元（同比-1.14%）。
- **公司主要营收构成稳定，智能家电组件为其主要营收来源。**2020-2022 年，公司智能家电组件占营业收入的比例分别为 98.96%，99.21%和 99.74%。
- **公司销售净利率和毛利率近年波动下行，销售费用率总体波动下行，财务与管理费用率上升。**2022 年公司销售费用较上年同期下降 1.08%，管理费用较上年同期上升 0.88%，财务费用较上年同期下降 36.45%，主要系人民币增值，汇兑收益增加。
- **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。

2023 年 08 月 10 日

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

#### 相关研究

《CPI 同比转负，PPI 上行拐点将至》

2023-08-09

《富士转债：印制电路板领军企业》

2023-08-09

## 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:	2020-2022 研发投入水平 (%)	10
图 9:	2020-2022 研发人员情况 (人, %)	10
图 10:	2018-2022 年公司销售的洗衣机进水阀在国内市场的占有率持续走高	10
表 1:	宏昌转债发行认购时间表	4
表 2:	宏昌转债基本条款	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:	相对价值法预测转债上市价格 (单位: 元)	6

## 1. 转债基本信息

表1: 宏昌转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-08-08	1、刊登《募集说明书》及其摘要 2、《募集说明书提示性公告》 3、《发行公告》 4、《网上路演公告》
T-1	2023-08-09	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-08-10	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购日（无需缴付申购资金）
T+1	2023-08-11	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-08-14	1、刊登《中签号码公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2023-08-15	1、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	2023-08-16	1、《刊登发行结果公告》 2、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: 宏昌转债基本条款

转债名称	宏昌转债	正股名称	宏昌科技
转债代码	123218.SZ	正股代码	301008.SZ
发行规模	3.80 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 08 月 10 日至 2029 年 08 月 09 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	29.62 元	转股期	2024 年 02 月 16 日至 2029 年 08 月 09 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.80%,2.50%,3.00%.		
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
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

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	73.94 元	转换平价 (以 2023/8/8 收盘价)	103.61 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	35.24%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-3.49%
纯债到期收益率 YTM	3.30%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 73.94 元, YTM 为 3.30%。宏昌转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份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: 0.30%、0.50%、1.00%、1.80%、2.50%、3.00%, 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% (2023-08-08) 计算, 纯债价值为 73.94 元, 纯债对应的 YTM 为 3.30%, 债底保护一般。

当前转换平价为 103.6 元, 平价溢价率为-3.49%。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 2024 年 02 月 16 日至 2029 年 08 月 09 日。初始转股价 29.62 元/股, 正股宏昌科技 8 月 8 日的收盘价为 30.69 元, 对应的转换平价为 103.61 元, 平价溢价率为-3.49%。

转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 13.82%。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 13.82%。按初始转股价 29.62 元计算, 转债发行 3.80 亿元对总股本稀释率为 13.82%, 对流通盘的稀释率为 34.24%, 对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

我们预计宏昌转债上市首日价格在 119.60~133.40 元之间。按宏昌科技 2023 年 8 月 10 日收盘价测算, 当前转换平价为 103.61 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的福新转债 (转换平价 104.84 元, 评级 A+, 发行规模 4.2897 亿元)、华锐转债 (转换平价 98.60 元, 评级 A+, 发行规模 3.9999 亿元)、光力转债 (转换平价 98.23 元, 评级 A+, 发行规模 4.0000 亿元), 8 月 8 日转股溢价率分别为 20.92%、33.38%、40.63%。

2) 参考近期上市的武进转债(上市日转换平价 98.60 元)、金丹转债(上市日转换平价 100.67 元)、晶澳转债(上市日转换平价 81.56 元), 上市当日转股溢价率分别为 59.54%、29.13%、43.09%。

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 年一季报显示宏昌科技前十大股东持股比例为 75.03%, 2023 年 8 月 8 日中证转债成交额为 59,921,397,111 元, 取对数得 24.82。因此, 可以计算出宏昌转债上市首日转股溢价率为 20.48%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到宏昌转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 22%左右, 对应的上市价格在 119.60~133.40 元之间。

表5: 相对价值法预测转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		17.00%	19.00%	22.00%	25.00%	27.00%
-5%	29.16	115.17	117.13	120.09	123.04	125.01
-3%	29.77	117.59	119.60	122.61	125.63	127.64
2023/08/08 收盘价	30.69	121.23	123.30	126.41	129.52	131.59
3%	31.61	124.86	127.00	130.20	133.40	135.54
5%	32.22	127.29	129.46	132.73	135.99	138.17

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 72.51%。宏昌科技的前十大股东合计持股比例为 75.03% (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 72.51%。

我们预计中签率为 0.0011%。宏昌转债发行总额为 3.80 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 72.51%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.04 亿元。宏昌转债仅设置网上发行, 近期发行的科顺转债(评级 AA, 规模 21.98 亿元)网上申购数约 952.38 万户, 铭利转债(评级 AA-, 规模 10.00 亿元)1005.60 万户, 东宝转债(评级 A+, 规模 4.55 亿元)1001.74 万户。我们预计宏昌转债网上有效申购户数为 977.06 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0011%。



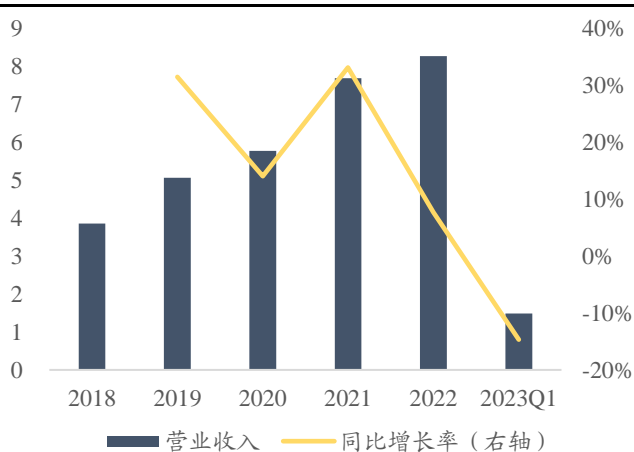
### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

深耕行业二十余年，致力于为全球客户提供优质的电子电器配件。浙江宏昌电器科技股份有限公司成立于 1996 年，是一家集研发、生产、销售于一体的高新技术企业。2005 年进入美的集团供应商体系，2013 年成立亚洲第一家通过 UL 官方认证的进水阀目击测试实验室，2021 年深交所上市。公司近 30 年致力于制造流体电磁阀、水位传感器、模块化组件等，伴随着国内洗衣机等家电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较强、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。公司凭借优质的产品开发能力、稳定的产品质量和及时的响应服务与下游家电行业知名企业海尔集团、美的集团、海信集团、松下集团、TCL 集团等建立了长期合作关系，在行业内具有较大影响。

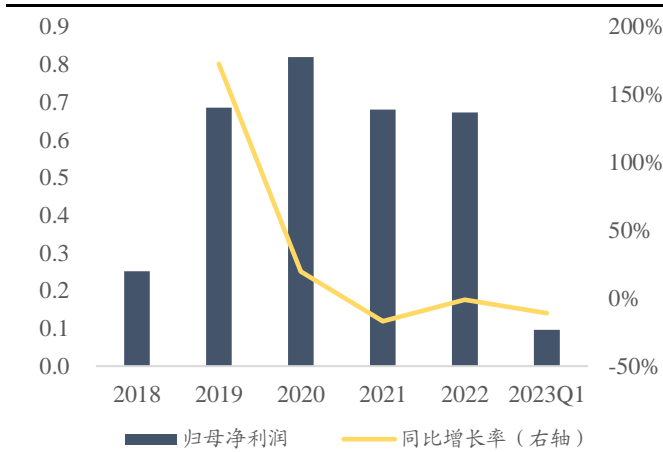
2018 年以来公司营收快速增长，2018-2022 年复合增速为 21.03%。2018 年以来，公司营业收入稳定增长，主要系（1）高端产品销售占比提高。公司洗衣机流体电磁阀产品中，配备中高端洗衣机的三控及以上阀产品销售数量逐年上升，高端产品销售占比的提高成为公司利润增长点之一。（2）公司积极开拓海外市场，为业绩持续增长注入动力。公司已向西门子的洗衣机、洗碗机产品批量供应部件，同时，积极开发欧洲市场，2022 年土耳其客户 Vestel 同比增长 82.25%。2022 年，公司实现营业收入 8.26 亿元（同比+7.63%）。与此同时，归母净利润增速下降，2018-2022 年复合增速为 27.91%，2022 年实现归母净利润 0.67 亿元（同比 -1.14%）。主要系原材料价格上升，公司产品流体电磁阀、模块化组件及水位传感器的主要原材料包括漆包线、PP/PA 等塑料原料、铁板等金属件、软管等橡胶件等，其中漆包线在采购总额中的占比超过 30%，原材料价格上升对公司利润影响较大。

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

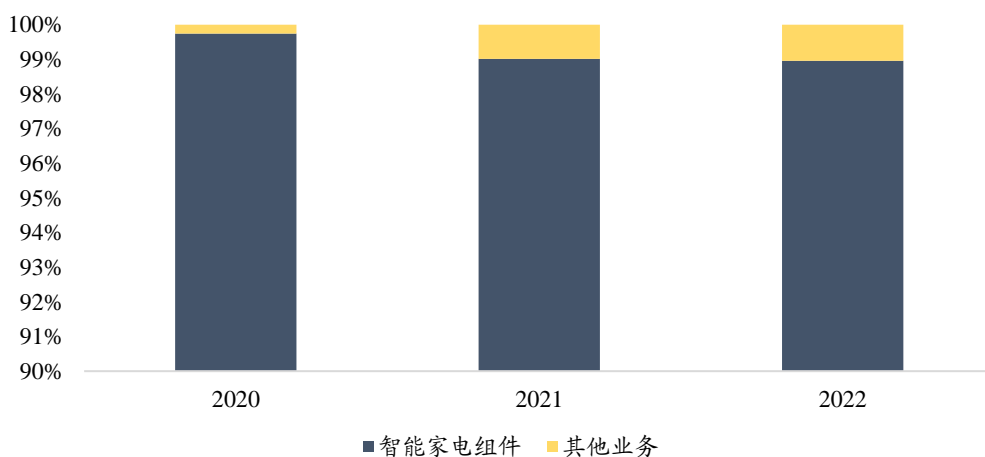
图2：2018-2023Q1 归母净利润及同比增速（亿元，%）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司主要营收构成稳定，智能家电组件为其主要营收来源。2020-2022 年，公司智能家电组件占营业收入的比例分别为 98.96%，99.21%和 99.74%。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。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、净水器、智能坐便器、洗碗机等家电厨卫领域。另外，为持续提升公司核心竞争力、不断满足客户日益变化的需求，公司研发中心组建了专业的模块化组件开发团队，针对客户需求进行定制化研发，以及根据公司对市场趋势的前瞻性预判进行先行开发。

图3：2020-2022 年营业收入构成（%）

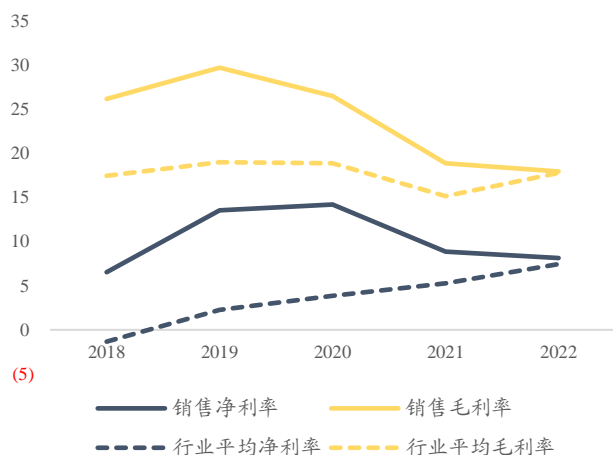


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率近年波动下行，销售费用率总体波动下行，财务与管理费用率上升。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 6.53%、13.54%、14.20%、8.86%和 8.12%，销售毛利率分别为 26.17%、29.70%、26.49%、18.85% 和 17.94%。2022 年度，公司销售费用较上年同期下降 1.08%，管理费用较上年同期上升 0.88%，财务费用较上年同期下降 36.45%，主要系人民币增值，汇兑收益增加。

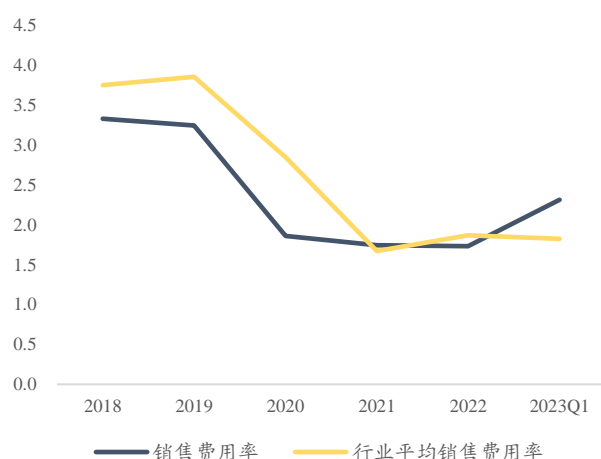


图4: 2018-2023Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)



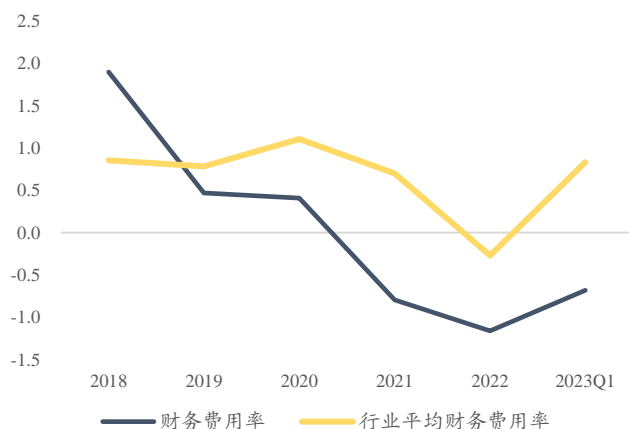
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2018-2023Q1 销售费用率水平 (%)



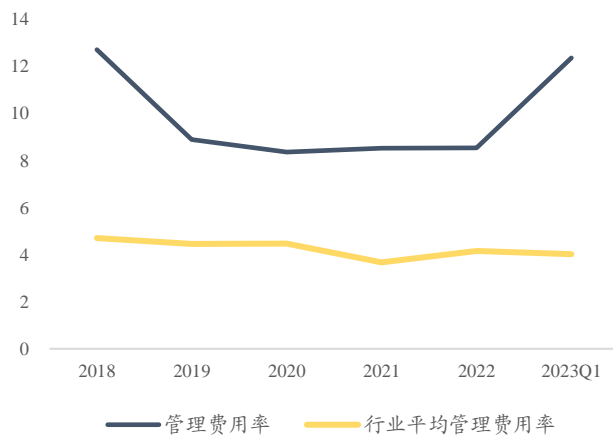
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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 (%)



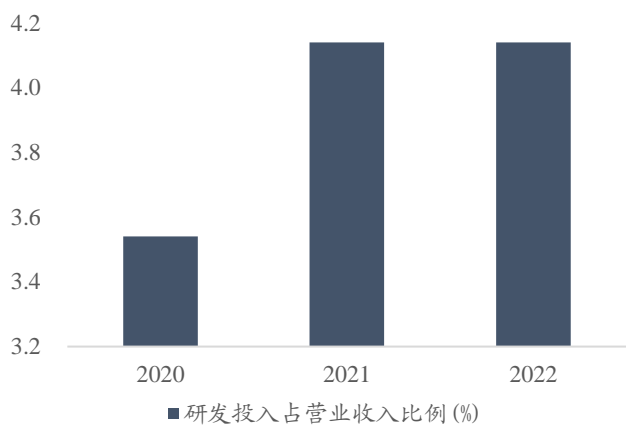
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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, 可能会突出主营业务收入较大的公司的影响, 弱化主营业务收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点

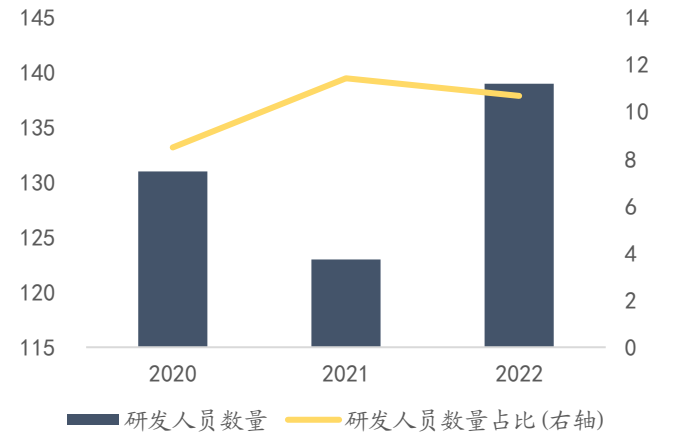
**致力于科技创新, 研发实力持续增强。**公司是高新技术企业、国家知识产权优势企业, 公司的磁感控制器研究院于 2019 年被认定为省级企业研究院。截至 2022 年, 公司共拥有专利合计 199 项, 其中发明专利 9 项, 实用新型 189 项, 外观设计 1 项。同时, 公司主导了部分团体标准的起草和行业标准的制定。公司设计的带流量计电磁阀通过采用霍尔效应或磁阻感应脉冲来达到精准识别并控制水流量的目的, 目前已应用于部分高端洗衣机产品。

图8: 2020-2022 研发投入水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

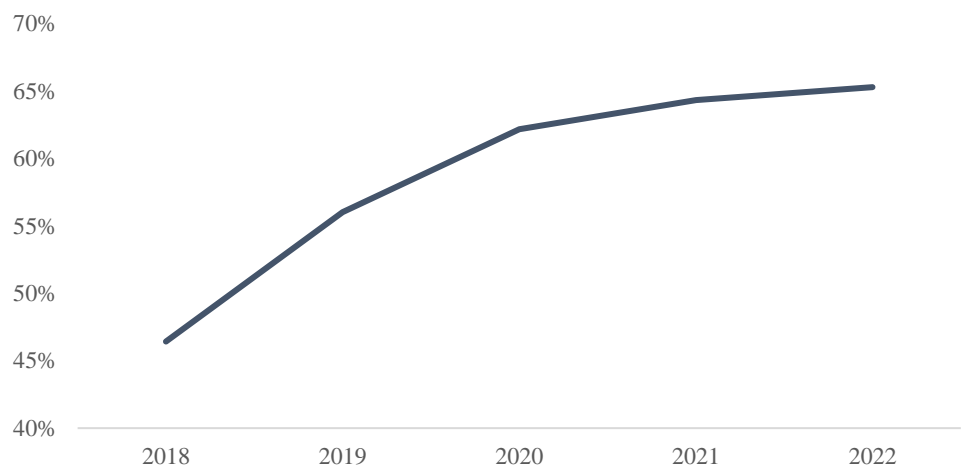
图9: 2020-2022 研发人员情况 (人, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**深化下游客户合作, 进水阀市占率持续提升。**经过多年的合作累积, 公司与下游的主要家电巨头, 如海尔集团、美的集团、海信集团、松下集团、TCL 集团等, 建立了紧密的长期合作伙伴关系。同时, 公司还通过技术积累和业务拓展, 与诸如松下、九牧、箭牌、恒洁、碧桂园、怡和、便洁宝等多家智能马桶客户展开了合作。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, 2018-2022 年, 公司销售的洗衣机进水阀在国内市场的占有率分别为 46.42%、56.01%、62.17%、64.33%和 65.28%, 市场占有率水平较高且整体呈不断攀升趋势, 指向公司在洗衣机进水阀领域中的领先地位逐步增强、巩固。

图10: 2018-2022 年公司销售的洗衣机进水阀在国内市场的占有率持续走高



数据来源: 公司年报, Wind, 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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>