

固收点评 20231211

中能转债：小市值配网设备公司

2023年12月11日

关键词：#一体化

事件

- 中能转债(123234.SZ)于2023年12月11日开始网上申购：总发行规模为4.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于新能源储充和研发中心建设项目。
- 当前债底估值为73.28元，YTM为3.09%。中能转债存续期为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：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、2.50%，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8.66%（2023-12-08）计算，纯债价值为73.28元，纯债对应的YTM为3.09%，债底保护一般。
- 当前转换平价为97.98元，平价溢价率为2.07%。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06月17日至2029年12月10日。初始转股价6.42元/股，正股中能电气12月8日的收盘价为6.29元，对应的转换平价为97.98元，平价溢价率为2.07%。
- 转债条款中规中矩，总股本稀释率为10.05%。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6.42元计算，转债发行4.00亿元对总股本稀释率为10.05%，对流通盘的稀释率为14.12%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- 我们预计中能转债上市首日价格在115.94~129.17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，考虑到中能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25%左右，对应的上市价格在115.94~129.17元之间。我们预计网上中签率为0.0017%，建议积极申购。
- 中能电气股份有限公司专注于输配电产品领域，主要从事35kV及以下电压等级电力电缆配电系统相关产品的技术开发、生产制造和销售，为国家电网、行业用户提供输配电一次设备及系统解决方案。
- 2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为7.14%。自2018年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率不断攀升，2018-2022年复合增速为7.14%。2022年，公司实现营业收入13.12亿元，同比增加27.45%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022年复合增速为25.22%。2022年实现归母净利润0.41亿元，同比增加81.68%。
- 公司营业收入主要来源于制造业，产品结构基本无年际变化。
- 公司销售净利率维稳，毛利率有所下滑，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率均有所下降。2018-2022年，公司销售净利率分别为2.02%、2.80%、1.45%、2.20%和3.13%，销售毛利率分别为29.60%、25.95%、25.76%、22.78%和21.36%。
- 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。

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

《美中利差收窄为何不见效？》

2023-12-11

《周观：政策定调对债市的影响
(2023年第47期)》

2023-12-10

内容目录

1. 转债基本信息	4
2. 投资申购建议	6
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:	2018-2023Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2018-2023 Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3:	2020-2022 年营业收入构成	8
图 4:	2018-2023 Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023 Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023 Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023 Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2018-2022 充电桩市场规模统计 (亿元)	10
图 9:	2018-2022 储能行业市场规模统计 (Gwh)	10
表 1:	中能转债发行认购时间表	4
表 2:	中能转债基本条款	5
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:	相对价值法预测中能转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 中能转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-12-07	1、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	2023-12-08	1、网上路演; 2、原股东优先配售股权登记日;
T	2023-12-11	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	2023-12-12	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	2023-12-13	1、刊登《中签号码公告》; 2、网上中签缴款日
T+3	2023-12-14	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	2023-12-15	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: 中能转债基本条款

转债名称	中能转债	正股名称	中能电气
转债代码	123234.SZ	正股代码	300062.SZ
发行规模	4.00 亿元	正股行业	电力设备-电网设备-输变电设备
存续期	2023 年 12 月 11 日至 2029 年 12 月 10 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	6.42 元	转股期	2024 年 06 月 17 日至 2029 年 12 月 10 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,1.50%,1.80%,2.50%.		
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
新能源储充项目	32,411.48	20,000.00
研发中心建设项目	12,211.02	8,000.00
补充流动资金	12,000.00	12,000.00
合计	56622.50	40000.00

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	119.70 元	转换平价 (以 2023/12/10 收盘价)	97.98 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	-16.46%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	2.07%
纯债到期收益率 YTM	3.09%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 73.28 元, YTM 为 3.09%。中能转债存续期为 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: 0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、2.50%, 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 8.66% (2023-12-08) 计算, 纯债价值为 73.28 元, 纯债对应的 YTM 为 3.09%, 债底保护一般。

当前转换平价为 97.98 元，平价溢价率为 2.07%。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 06 月 17 日至 2029 年 12 月 10 日。初始转股价 6.42 元/股，正股中能电气 12 月 8 日的收盘价为 6.29 元，对应的转换平价为 97.98 元，平价溢价率为 2.07%。

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 10.05%。按初始转股价 6.42 元计算，转债发行 4.00 亿元对总股本稀释率为 10.05%，对流通盘的稀释率为 14.12%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计中能转债上市首日价格在 115.94~129.17 元之间。按中能电气 2023 年 12 月 8 日收盘价测算，当前转换平价为 97.98 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的新星转债（平价 92.38 元，评级 A+，存续规模 4.53 亿元）、阿拉转债（平价 67.83 元，评级 A+，存续规模 3.87 亿元）、华锐转债（平价 92.00 元，评级 A+，存续规模 4.00 亿元），截至 2023/12/08，转股溢价率分别为 28.89%、68.06%、36.08%。

2) 参考近期上市的丽岛转债（上市首日转换价值 95.77 元）、金钟转债（上市首日转换价值 109.83 元）、信测转债（上市首日转换价值 99.84 元），三只转债上市首日转股溢价率分别为 64.24%、43.22%、29.21%。

3) 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，电力设备行业的转股溢价率为 30.82%，中债企业债到期收益为 8.66%，2023 年三季度报显示中能电气前十大股东持股比例为 44.35%，2023 年 12 月 8 日中证转债成交额为 48,505,927,237 元，取对数得 24.60。因此，可以计算出中能转债上市首日转股溢价率为 19.25%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到中能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 25%左右，对应的上市价格在 115.94~129.17 元之间。

表5: 相对价值法预测中能转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	5.98	111.69	113.55	116.35	119.14	121.00
-3%	6.10	114.04	115.94	118.79	121.65	123.55
2023/12/08 收盘价	6.29	117.57	119.53	122.47	125.41	127.37
3%	6.48	121.10	123.12	126.14	129.17	131.19
5%	6.60	123.45	125.51	128.59	131.68	133.74

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 **63.30%**。中能电气的前十大股东合计持股比例为 44.35% (2023/09/30)，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 63.30%。

我们预计中签率为 **0.0017%**。中能转债发行总额为 4.00 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 63.30%，剩余网上投资者可申购金额为 1.47 亿元。中能转债仅设置网上发行，近期发行的盛航转债（评级 AA-，规模 7.40 亿元）网上申购数约 843.55 万户，凯盛转债（评级 AA-，规模 6.50 亿元）872.09 万户，金现转债（评级 A+，规模 2.025125 亿元）862.41 万户。我们预计中能转债网上有效申购户数为 859.35 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%。

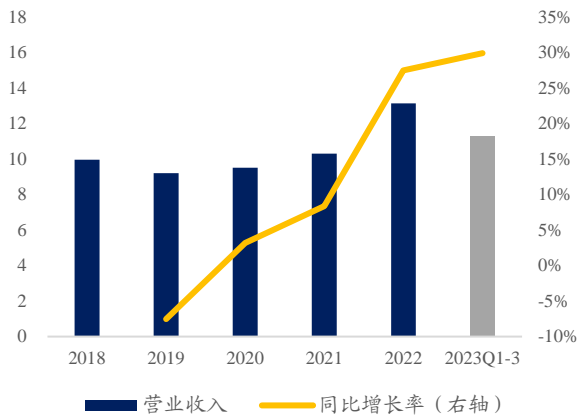
3. 正股基本面分析

中能电气股份有限公司专注于输配电产品领域，主要从事 35kV 及以下电压等级电力电缆配电系统相关产品的技术开发、生产制造和销售，为国家电网、行业用户提供输配电一次设备及系统解决方案。随着近年国家新能源政策的落实，公司基于电力设备的技术积累及创新延伸，以输配电设备制造业务为基础，积极开展光伏发电项目、电动汽车充电设施生产及充电站投资运营等新业务，为智能电网、新能源、节能减排等领域提供产品研发、生产、销售、服务及整体系统解决方案。公司先后研发出具有世界先进水平电力及新能源产品，并掌握产品的自主知识产权和关键生产制造技术；部分产品通过了欧洲著名电力实验室荷兰 KEMA 的型式试验以及北美著名电力实验室 LAPEM 的认证，不仅在国内各地区大量长期安全运行，还出口到美国、墨西哥、澳大利亚、日本、韩国、英国、沙特、印度、巴西等几十多个国家和地区。同时，公司在技术开发、产品研制、经营管理和产品质量控制等方面精益求精，以 ISO9001 质量管理、ISO14001 环境管理和 OHSAS18000 职业健康安全管理三合一管理体系为基础，建立了完善的全面质量、环境和职业健康安全管理体系并获得福州市政府质量奖。

3.1. 财务数据分析

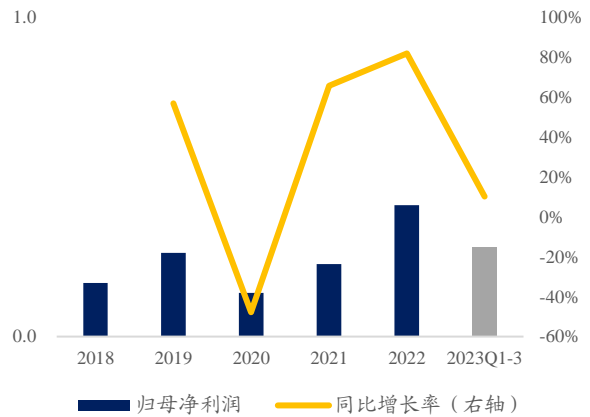
2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 7.14%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率不断攀升，2018-2022 年复合增速为 7.14%。2022 年，公司实现营业收入 13.12 亿元，同比增加 27.45%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022 年复合增速为 25.22%。2022 年实现归母净利润 0.41 亿元，同比增加 81.68%。

图1: 2018-2023Q1-3 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

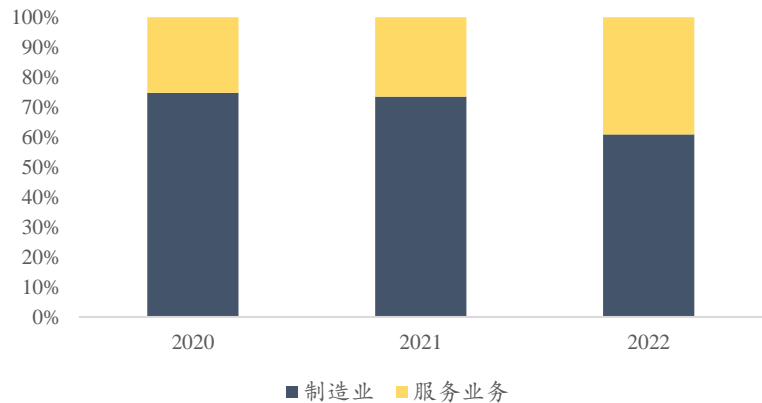
图2: 2018-2023 Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于制造业, 产品结构基本无年际变化。2020 和 2021 年度制造业收入占比维持在 70%左右, 2022 年缩减至 60%上下, 服务业务收入占比由 2020 和 2021 年度的 30%上升至 2022 年的 40%左右, 各项占比基本稳定。

图3: 2020-2022 年营业收入构成

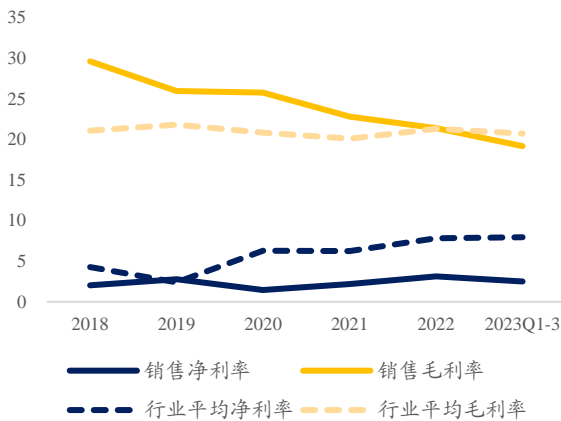


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司销售净利率维稳, 毛利率有所下滑, 销售费用率下降, 财务费用率和管理费用率均有所下降。2018-2022 年, 公司销售净利率分别为 2.02%、2.80%、1.45%、2.20%和 3.13%, 销售毛利率分别为 29.60%、25.95%、25.76%、22.78%和 21.36%。中能电气销售毛利率、销售费用率与管理费用率表现较为突出, 均显著高于行业均值。2018-2022 年度销售费用率稳步下降, 2023 年前三季度开始有回升态势, 公司销售费用结构较为稳定, 主要由技术及安装服务费、职工薪酬、交际应酬费和差旅费构成; 财务费用率总体上呈下降的趋势, 主要原因系公司根据资金和实际经营情况偿还部分贷款, 降低有息负债规

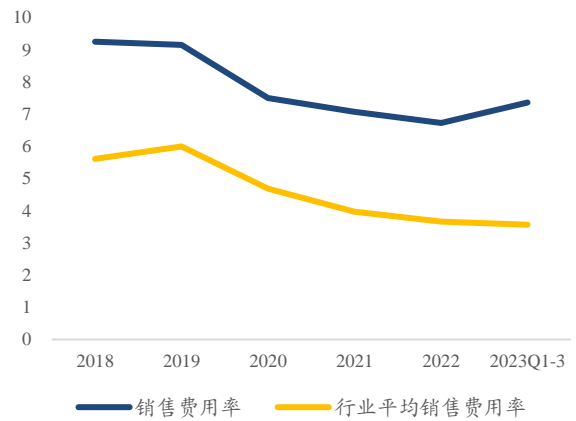
模，故财务费用减少。此外，2020 年受国外宏观经济波动的负面影响，巴西货币雷亚尔出现较大幅度下跌，导致公司全资子公司巴西中能持有的现金类资产折算为人民币产生汇兑损失约 763.72 万元。2022 年美元汇率上涨较多，使得公司形成汇兑收益 234.56 万元；管理费用率在 2019 年略有上升，之后持续下降，主要系营业收入增长较大。公司管理费用结构较为稳定，主要由职工薪酬、折旧与摊销、办公费和中介服务等构成。

图4：2018-2023 Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



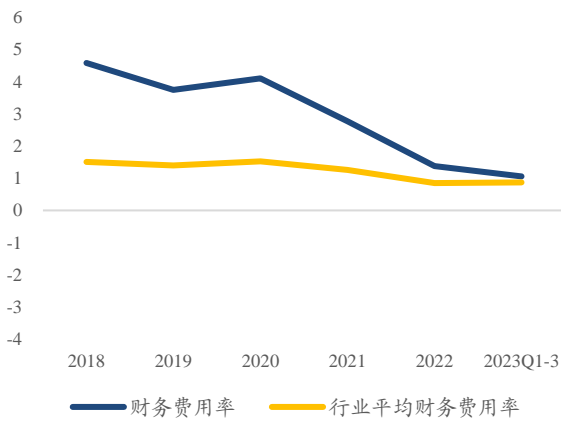
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023 Q1-3 销售费用率水平（%）



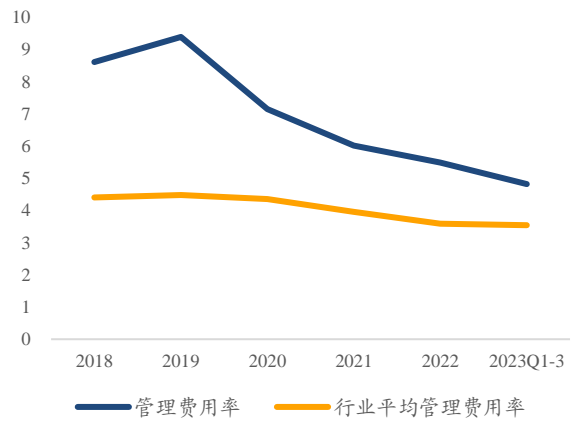
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023 Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023 Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

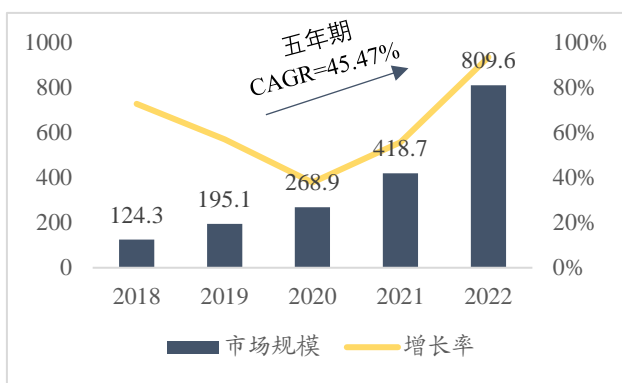
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点

小市值配网设备公司，新能源布局大有可为。主业方面，公司一直在产业链上做纵向一体化延伸。期间增加箱变和开关成套业务，下游积极拓展铁路轨道交通领域和行

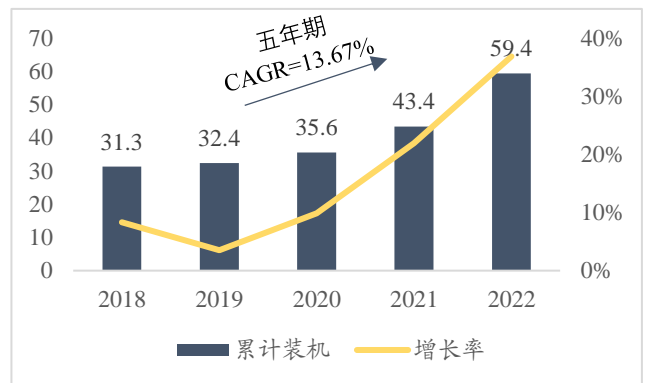
业大客户市场，以分散对电网客户依赖，在巩固配网系统份额的同时，成功地进入轨道交通、新能源光伏与智能微网、新能源汽车充电、国际市场等领域。公司自主研发了 C-GIS 环网柜并在国内率先推出，在国内首先成功开发电气化铁路单芯电缆专用组合式电缆护层保护器，积极推动中压电缆附件国产化进程。近年来公司不断跟踪行业发展趋势，持续聚焦产品的技术升级，产品应用电压由中低压向高压延伸，应用领域由配网侧向发电侧延伸，不断提高产品智能化水平。此外，公司近年来还加大对充电桩、储能产品的研发工作。充电桩方面，公司的充电桩产品已经投入市场多年并通过了市场的验证；在储能方面，公司提前进行了布局，围绕发电侧的储能集成系统、面向用户侧的工商业储能柜、便携式储能电源及户用储能等产品开展研发工作，并逐步完成了部分储能相关产品的的设计、样机制造。

图8：2018-2022 充电桩市场规模统计（亿元）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图9：2018-2022 储能行业市场规模统计（Gwh）



数据来源：CNESA，东吴证券研究所

目前，按照国家发改委等部门提出“一车一桩”的建设需求，我国充电桩建设数量仍存在一定的缺口。当前，新能源汽车市场已进入加速发展的新阶段，其未来渗透率将持续攀升，为更好地支撑新能源汽车的推广，进一步加快充电配套基础设施建设已势在必行。同时，随着国家及地方相关政策的落地，储能市场项目的经济性与新型储能技术的安全性不断改善，储能商业模式逐渐清晰，行业迎来了快速发展的窗口期，面对客户更加多元化的能源投资需求，储能商机不断涌现。

公司依托自身在电力行业拥有的智能电网设备制造、光伏发电项目管理、用户侧客户粘性强等优势，加快了面向发电侧的储能集成系统、面向用户侧的工商业储能柜等产品的研发工作。整体而言，公司已具备开展储能业务的产品基础与技术基础、客户基础，大力发展储能业务的时机已相对成熟。储能项目是顺应产业发展趋势、响应下游客户需求、亦有利于公司增加新的盈利增长点，提升公司市场竞争力，促进公司可持续发展。

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>