

固收点评 20240708

欧通转债：电源适配器领域领跑者

2024 年 07 月 08 日

事件

- **欧通转债（123241）于 2024 年 7 月 5 日开始网上申购：**总发行规模为 6.45 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于东莞欧陆通数据中心电源建设、欧陆通新总部及研发实验室升级建设等项目。
- **当前债底估值为 88.31 元，YTM 为 2.46%。**欧通转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 4.63%（2024-07-04）计算，纯债价值为 88.31 元，纯债对应的 YTM 为 2.46%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 88.19 元，平价溢价率为 13.40%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即 2025 年 01 月 11 日至 2030 年 07 月 04 日。初始转股价 44.86 元/股，正股欧陆通 7 月 4 日的收盘价为 39.56 元，对应的转换平价为 88.19 元，平价溢价率为 13.40%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.43%。**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 44.86 元计算，转债发行 6.45 亿元对总股本稀释率为 12.43%，对流通盘的稀释率为 12.43%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计欧通转债上市首日价格在 108.64~120.81 元之间，我们预计中签率为 0.0028%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到欧通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 30%左右，对应的上市价格在 108.64~120.81 元之间。我们预计网上中签率为 0.0028%，建议积极申购。
- **欧陆通是中国大陆南部最大开关电源适配器生产商之一。**集开发、生产、销售于一体，集中生产开关电源，开关适配器、充电器、直流转换器、电子变压器、感应器和 LED 电源等电子消费产品。公司在开关电源领域深耕多年，为国家高新技术企业，并设有深圳市企业技术中心、博士后创新实践基地和广东省高能智能电源及电源管理工程技术研究中心。
- **2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 21.60%。**自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“V 型”波动，2019-2023 年复合增速为 21.60%。2023 年，公司实现营业收入 28.70 亿元，同比增加 6.17%。
- **欧陆通营业收入主要来源于电源适配器，产品结构年际变化。**2021 年以来，欧陆通服务器电源业务收入逐年增长，2021-2023 年项目电源适配器收入占主营业务收入比重分别为 70.16%、65.15%和 55.52%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，电源适配器业务占比逐年下降、服务器电源业务占比逐年上升。
- **欧陆通销售净利率和毛利率维稳，销售费用率上升，财务费用率和管理费用率下降。**2019-2023 年，公司销售净利率分别为 8.57%、9.31%、4.32%、3.25%和 6.76%，销售毛利率分别为 21.55%、21.59%、15.61%、18.16%和 19.72%。
- **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

《低价转债这轮配置窗口期不会过短》

2024-07-07

《二级资本债周度数据跟踪（20240701-20240705）》

2024-07-07

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	10
4. 风险提示	10

图表目录

图 1:	2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3:	2021-2023 年营业收入构成	8
图 4:	2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2019-2024Q1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2019-2024Q1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2019-2024Q1 管理费用率水平 (%)	9
表 1:	欧通转债发行认购时间表	4
表 2:	欧通转债基本条款	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:	相对价值法预测升 24 转债上市价格 (单位: 元)	7

1. 转债基本信息

表1：欧通转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/7/3	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2024/7/3	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2024/7/5	1、发行首日
		2、刊登《可转债发行提示性公告》
		3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金）
		4、网上申购（无需缴付申购资金）
T+1	2024/7/7	5、确定网上申购摇号中签率
		1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》
T+2	2024/7/8	2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
		1、刊登《网上中签结果公告》
T+3	2024/7/9	2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
		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	2024/7/10	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：欧通转债基本条款

转债名称	欧通转债	正股名称	欧陆通
转债代码	123241	正股代码	300870.SZ
发行规模	6.45 亿元	正股行业	电力设备-其他电源设备 II -其他电源设备 III
存续期	2024 年 07 月 05 日至 2030 年 07 月 04 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	44.86 元	转股期	2025 年 01 月 11 日至 2030 年 07 月 04 日
票面利率	0.10%,0.30%,0.60%,1.00%,1.50%,2.00%.		
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 112%（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
东莞欧陆通数据中心电 源建设 项目	25,925.06	25,925.06
欧陆通新总部及研发实 验室升 级建设项目	27,914.10	27,027.58
补充流动资金	11,500.00	11,500.00
合计	65,339.16	64,452.65

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	88.31 元	转换平价（以 2024/07/04 收盘价）	88.19 元
纯债溢价率（以面值 100 计算）	13.24%	平价溢价率（以面值 100 计算）	13.40%
纯债到期收益率 YTM	2.46%		

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

当前债底估值为 88.31 元，YTM 为 2.46%。欧通转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 4.63%（2024-07-04）计算，纯债价值为 88.31 元，纯债对应的 YTM 为 2.46%，债底保护一般。

当前转换平价为 88.19 元，平价溢价率为 13.40%。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 2025 年 01 月 11 日至 2030 年 07 月 04 日。初始转股价 44.86 元/股，正股欧陆通 7 月 4 日的收盘价为 39.56 元，对应的转换平价为 88.19 元，平价溢价率为 13.40%。

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 12.43%。按初始转股价 44.86 元计算，转债发行 6.45 亿元对总股本稀释率为 12.43%，对流通盘的稀释率为 12.43%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计欧通转债上市首日价格在 108.64~120.81 元之间。按欧陆通 2024 年 7 月 4 日收盘价测算，当前转换平价为 88.19 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的佩蒂转债（转换平价 71.09 元，评级 AA-，发行规模 7.20 亿元）、聚飞转债（转换平价 96.44 元，评级 AA-，发行规模 7.05 亿元）、精装转债（转换平价 84.22 元，评级 AA-，发行规模 5.77 亿元），7 月 4 日转股溢价率分别为 55.80%、26.28%、27.33%。

2) 参考近期上市的宏柏转债（上市日转换平价 94.81 元）、湘泵转债（上市日转换平价 106.24 元）、伟 24 转债（上市日转换平价 109.85 元），上市当日转股溢价率分别为 25.25%、15.43%、43.20%。

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 22.97%，中债企业债到期收益为 4.63%，2024 年一季报显示欧陆通前十大股东持股比例为 67.97%，2024 年 7 月 4 日中证转债成交额为 68,570,941,800 元，取对数得 24.95。因此，可以计算出欧通转债上市首日转股溢价率为 25.58%。综合可比标的以及实证结果，考虑到欧通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 30%左右，对应的上市价格在 108.64~120.81 元之间。

表5：相对价值法预测升 24 转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		25.00%	27.00%	30.00%	33.00%	35.00%
-5%	37.58	104.72	106.40	108.91	111.42	113.10
-3%	38.37	106.92	108.64	111.20	113.77	115.48
2024/07/04 收盘价	39.56	110.23	112.00	114.64	117.29	119.05
3%	40.75	123.54	115.36	118.08	120.81	122.62
5%	41.54	115.74	117.60	120.37	123.15	125.00

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 **70.39%**。欧陆通的前十大股东合计持股比例为 67.97%（2024/03/31），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 70.39%。

我们预计中签率为 **0.0028%**。欧通转债发行总额为 6.45 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 70.39%，剩余网上投资者可申购金额为 1.91 亿元。欧通转债仅设置网上发行，近期发行的泰瑞转债（评级 AA-，规模 3.38 亿元）网上申购数约 715.76 万户，利扬转债（评级 A+，规模 5.20 亿元）710.21 万户，升 24 转债（评级 AA-，规模 28 亿元）654.88 万户。我们预计欧通转债网上有效申购户数为 693.62 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0028%。

3. 正股基本面分析

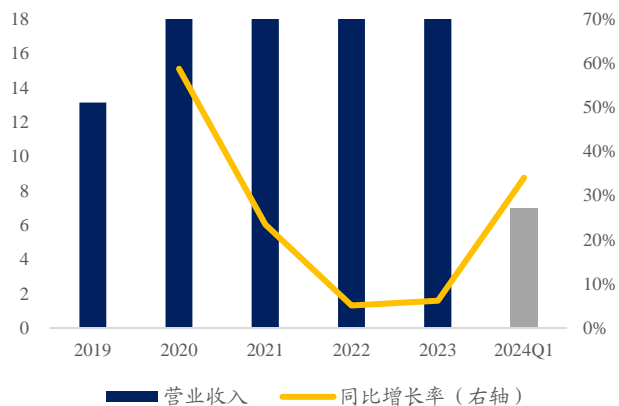
3.1. 财务数据分析

欧陆通是中国大陆南部最大开关电源适配器生产商之一。集开发、生产、销售于一体，集中生产开关电源，开关适配器、充电器、直流转换器、电子变压器、感应器和 LED 电源等电子消费产品。公司在开关电源领域深耕多年，为国家高新技术企业，并设有深圳市企业技术中心、博士后创新实践基地和广东省高能效智能电源及电源管理工程技术研究中心。公司以客户需求为导向，致力于为客户提供可靠、高效、智能的开关电源产品，并在研发创新、生产工艺等方面积累了丰富的核心技术，截至目前，公司拥有 71 项专利技术、30 项软件著作权和多项专有技术。

2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 21.60%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“V 型”波动，2019-2023 年复合增速为 21.60%。2023 年，公司实现营业收入 28.70 亿元，同比增加 6.17%。与此同时，归母净利润也不断增长，2019-2023 年复合增速为 14.86%。2023 年实现归母净利润 1.96 亿元，同比增加 117.08%。截至最新报告期（2024/03/31），2024 年 Q1，欧陆通的营业

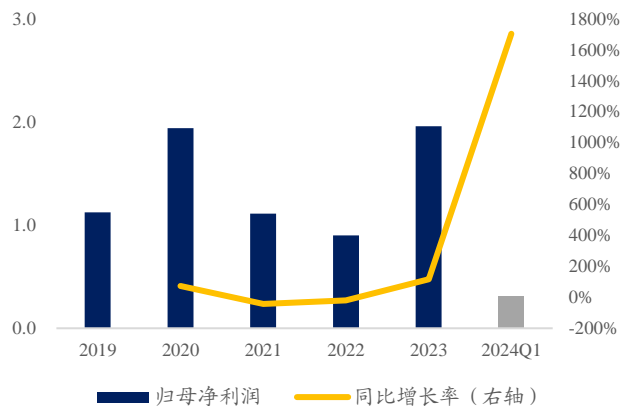
收入和归母净利润规模分别达到 6.96 亿元、0.31 亿元。

图1：2019-2024Q1 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

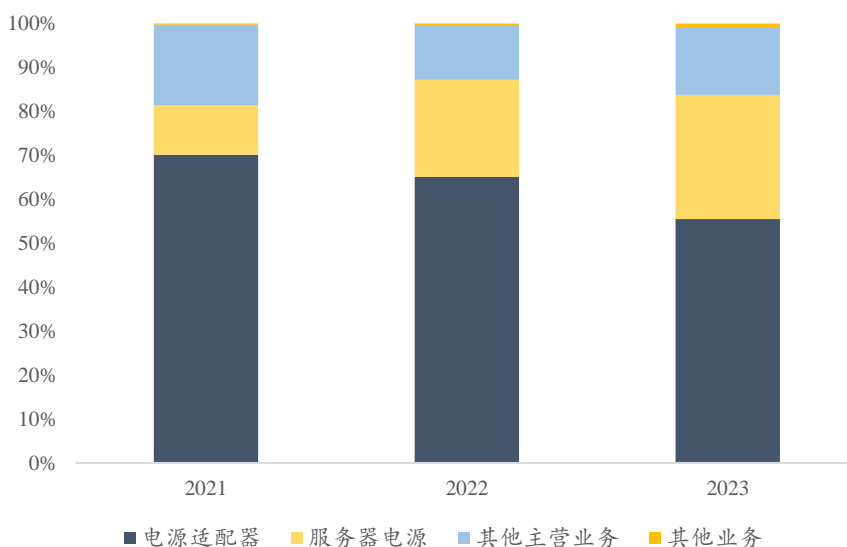
图2：2019-2024Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

欧陆通营业收入主要来源于电源适配器，产品结构年际变化。2021 年以来，欧陆通服务器电源业务收入逐年增长，2021-2023 年项目电源适配器收入占主营业务收入比重分别为 70.16%、65.15%和 55.52%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，电源适配器业务占比逐年下降、服务器电源业务占比逐年上升。

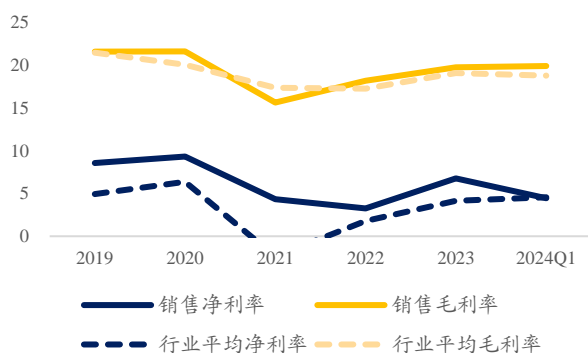
图3：2021-2023 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

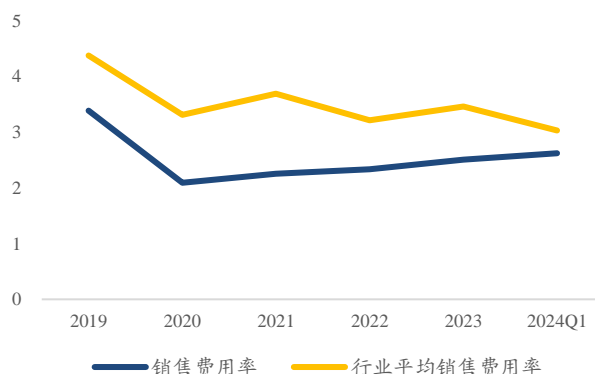
欧陆通销售净利率和毛利率维稳,销售费用率上升,财务费用率和管理费用率下降。2019-2023 年,公司销售净利率分别为 8.57%、9.31%、4.32%、3.25%和 6.76%,销售毛利率分别为 21.55%、21.59%、15.61%、18.16%和 19.72%。欧陆通销售毛利率和销售净利率表现亮眼,均高于行业均值,原因主要是部分原材料供应趋缓、价格回落,公司产品及客户结构改善。2021 年受上游原材料涨价、美元贬值和研发投入大幅增加等因素影响,公司净利润水平有所下降。2022 年度、2023 年度,随着公司业务规模不断扩大,产品结构持续优化和外部经营环境改善等,公司营业毛利额逐步增加。2023 年净利润增幅较大,主要系公司为剥离持续亏损的充换电设施电源模块业务、聚焦电源适配器及数据中心电源业务、优化资源配置,转让全资子公司上海安世博部分股权产生投资收益 13,498.20 万元所致。

图4: 2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)



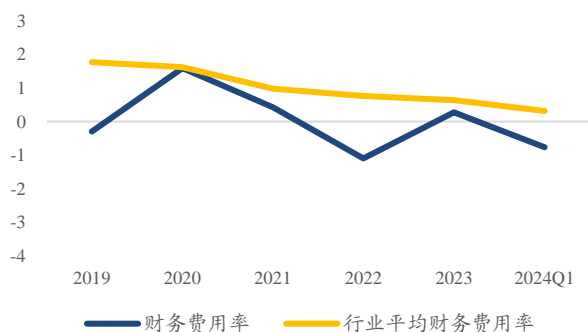
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2019-2024Q1 销售费用率水平 (%)



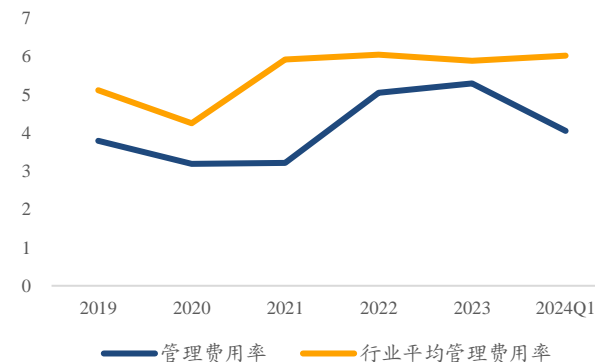
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2019-2024Q1 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2019-2024Q1 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

欧陆通以客户需求为导向，致力于为客户提供可靠、高效、智能的开关电源产品，并在研发创新、生产工艺等方面积累了丰富的核心技术，截至目前，公司拥有 71 项专利技术、30 项软件著作权和多项专有技术。公司始终高度重视产品质量，已通过了 ISO9001:2015 质量管理体系证书及 QC080000:2017 有害物质过程管理体系、ANSI/ESD S20.20: 2014 静电防护体系认证，并依据体系实施了完善的质量控制。报告期内，公司产品通过中国 CCC、新加坡 PSB、韩国 KC、泰国 TISI、墨西哥 NOM、南非 NRCS、美国 UL、美国 FCC、欧盟 GS、欧盟 CE 等多国和地区的产品安全及电磁兼容认证。

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>