

2024年12月23日

华医转债（123251.SZ）申购分析

主题报告

现代医疗净化系统综合服务商

投资要点

- ◆ 华医转债本次发行规模 7.5 亿元，期限 6 年，发行与主体评级为 A+/A+（中证鹏元）。转股价为 22.48 元，到期补偿利率为 12.5%，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 2024 年 12 月 20 日中债 6YA+ 企业债到期收益率 6.1386% 贴现率计算，纯债价值 84.32 元，对应 YTM 为 3.12%，债底保护性一般。总股本稀释率为 24.01%、流通股本稀释率 39.57%，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 800 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0029%。
- ◆ 截至 2024 年 12 月 20 日，公司市盈率 PE(TTM) 为 34.23，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 48.43% 分位数，估值弹性较高。净资产收益率 ROE 为 1.11%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。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 1.3%。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 48.25%，公司现有限售股 5464.8 万股，占总股本的比例为 51.75%，公司限售股下次解禁时间为 2025 年 7 月 28 日，存在一定的解禁风险。
- ◆ 年初至 2024 年 12 月 20 日，公司股价下降 14.96%，行业指数（医疗设备-申万三级）下降 16.36%，公司跑赢行业指数。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价为 28% 左右，对应价格为 117.27 元~129.62 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

牛逸

SAC 执业证书编号：S0910523040001
niuyi@huajinsec.cn

相关报告

12.9 政治局会议点评 2024.12.9

股债兼修，稳健低波 - 华商基金胡中原先生
投资分析报告 2024.12.4

2024 年 11 月信用债市场跟踪 2024.12.1

国内小分子药物研发、生产领域前后端一体化企业-皓元转债（118051.SH）申购分析
2024.11.27

全球领先的智能制造平台-领益转债
（127107.SZ）申购分析 2024.11.18



内容目录

一、华医转债分析	3
(一) 转债分析	3
(二) 中签率分析	4
二、正股分析	4
(一) 公司简介	4
(二) 行业分析	5
1、医疗服务行业	6
2、医疗净化系统	6
(三) 财务分析	7
(四) 估值表现	10
(五) 募投项目分析	10
三、定价分析	11
四、风险提示	12

图表目录

图 1：公司医疗净化系统集成简介	5
图 2：2003-2021 年我国公共医疗卫生机构数量	7
图 3：1996-2021 年我国医疗卫生总费用及所占 GDP 比重	7
图 4：2024 年 1-9 月同行业可比上市公司财务状况（百万元）	7
图 5：营业收入情况	9
图 6：归母净利润情况	9
图 7：公司经营现金流情况（万元）	9
图 8：近一年行业指数及华康医疗股价走势	10
图 9：楚天转债及正股表现情况（%）	12
表 1：华医转债基本要素	3
表 2：募集资金用途（万元）	4
表 3：主营业务收入按产品类型（万元，%）	5
表 4：公司主要财务指标	9
表 5：期间费用情况（万元）	9
表 6：同行业可比上市公司（亿元，%）	10

一、华医转债分析

（一）转债分析

华医转债本次发行规模 7.5 亿元，期限 6 年，发行与主体评级为 A+/A+（中证鹏元）。转股价为 22.48 元，到期补偿利率为 12.5%，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 2024 年 12 月 20 日中债 6YA+企业债到期收益率 6.1386%贴现率计算，纯债价值 84.32 元，对应 YTM 为 3.12%，债底保护性一般。总股本稀释率为 24.01%、流通股本稀释率 39.57%，有一定摊薄压力。

表 1：华医转债基本要素

基本要素			
债券简称	华医转债	债券代码	123251.SZ
正股简称	华康医疗	正股代码	301235.SZ
发行/主体信用评级	A+/A+（中证鹏元）	认购代码	371235
发行金额（亿元）	7.50	发行期限（年）	6
转股价（元/股）	22.48	起息日	2024-12-23
转股起始日	2025-06-27	转股结束日	2030-12-22
下修条款	15/30，85%	强赎条款	15/30，130%
回售条款	转股而增加的股本，70%	补偿利率	0.125
利率	0.2%、0.4%、0.8%、1.5%、2%、2.5%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	7.118
总股本稀释率	24.01%	流通股本稀释率	39.57%
主要指标			
转股价（元）	22.48	折现率（2024/12/20）	6.1386%
债券面值（元）	100	平价溢价率	14.38%
正股收盘价（元）（2024/12/20）	21.68	转股溢价率	3.69%
纯债价值（元）	84.32	纯债溢价率	18.60%
平价（元）	96.44	纯债 YTM	3.12%
总股本	105,600,000.00		
非限售流通股	50,952,000.00		

资料来源：iFinD，华金证券研究所

表 2：募集资金用途（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	智慧医疗物联网云平台升级项目	5,026.63	4,903.22
2	洁净医疗专项工程建设项目	光谷人民医院医疗专项设计施工总承包项目	14,000.00
		上海交通大学医学院浦东校区工程(标段二)科研集群工艺增加(安装+装饰装修工程)专业分包工程	14,000.00
3	洁净医疗配套产品生产基地建设项目	13,189.94	11,051.54
4	耗材物流仓储配送中心建设项目	鄂西分仓	4,595.12
		鄂东分仓	4,450.12
5	补充营运资金	22,000.00	22,000.00
合计		84,032.12	75,000.00

资料来源：可转债募集说明书，华金证券研究所

（二）中签率分析

根据公司最新三季报，华康医疗前十大股东持股比例合计 **63.79%**，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 **51.03%**。网上申购额度为 **2.31** 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 **800** 万户，单户申购上限金额 **100** 万元，则中签率预计为 **0.0029%**。

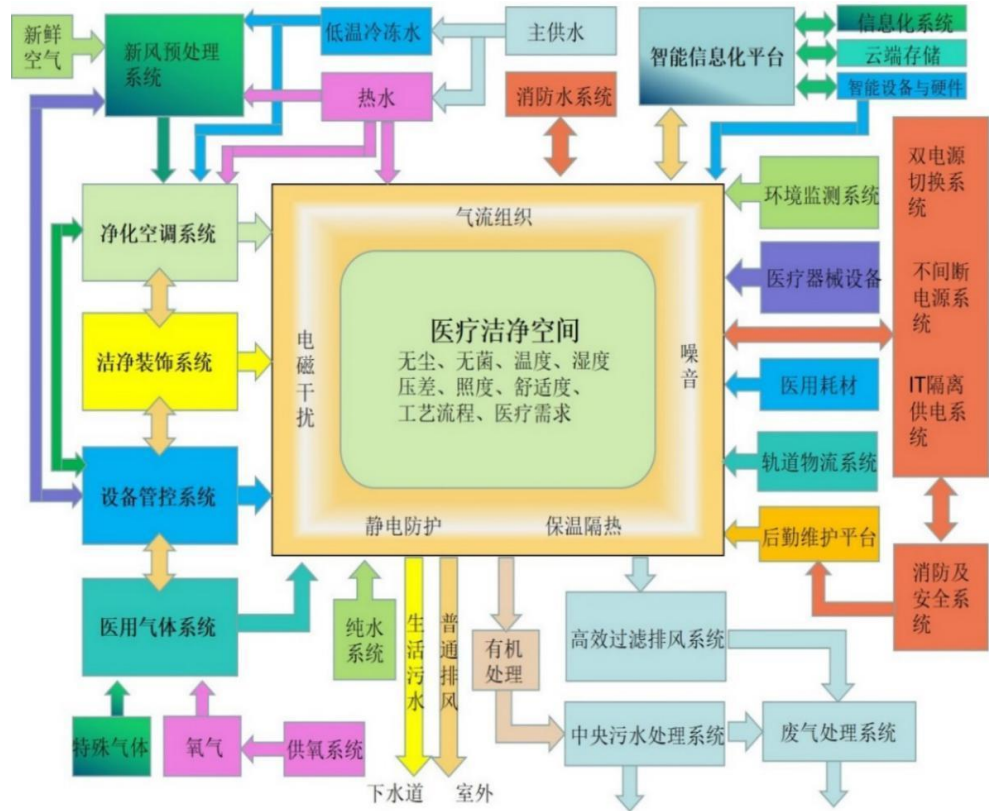
二、正股分析

（一）公司简介

截至 2024 年 9 月末，华康医疗的总股本为 **10,560** 万股。其中谭平涛直接持有公司 **4,670.90** 万股股份，持股比例为 **44.23%**，为公司的控股股东；谭平涛之配偶胡小艳直接持有公司 **312.37** 万股股份，持股比例为 **2.96%**；同时，谭平涛持有员工持股平台康汇投资 **48.93%** 的财产份额，胡小艳持有康汇投资 **0.49%** 的财产份额并担任康汇投资执行事务合伙人，谭平涛、胡小艳通过康汇投资间接控制公司 **481.54** 万股股份，占公司总股本的 **4.56%**。综上，谭平涛、胡小艳夫妻合计控制公司股份总数为 **5,464.81** 万股，占公司股份总数的 **51.75%**，为公司的实际控制人。公司控股股东、实际控制人所持公司股份不存在质押、冻结或其他有争议的情况。

华康医疗系一家现代医疗净化系统综合服务商，致力于解决医疗感染问题，为各类医院提供洁净、安全、智能的医疗环境，主营业务包括医疗净化系统研发、设计、实施和运维，相关医疗设备和医疗耗材的销售。近三年及 2024 年 1-9 月，公司主要服务对象包括襄阳市疾病预防控制中心、孝感市卫生健康委员会、深圳市儿童医院、武汉市第六医院、洛阳市中心医院、麻城市人民医院、丽水市人民医院、兰州市第一人民医院、浙江大学医学院附属第一医院、武汉科技大学附属天佑医院等。公司主要产品及服务类别包括：（1）医疗净化系统集成；（2）医疗设备销售；（3）医疗耗材销售；（4）医疗净化系统的运维服务。

图 1：公司医疗净化系统集成简介



资料来源：可转债募集说明书，华金证券研究所

公司主营业务收入主要由医疗净化系统集成业务、医疗设备销售和医疗耗材销售业务组成。其中，医疗净化系统集成业务系公司核心业务，近三年及 2024 年 1-9 月占比在 82% 以上。2022 年、2023 年主营业务收入同比增速分别为 38.28% 和 34.95%，主要系医疗净化系统集成业务销售收入增长导致。

近三年及 2024 年 1-9 月，公司以内销为主，占比在 99% 以上。公司华中、华北、华东及华南地区营业收入合计占比均超过 85%，主要由于华中地区系公司总部所在地，为公司医疗净化系统集成项目历年来重点开拓区域，且目前公司医疗设备和医疗耗材销售业务集中在华中地区；华东、华南地区经济较发达且公共卫生水平较高；华北、西南地区为公司近年来业务积极开拓区域。

表 3：主营业务收入按产品类型（万元，%）

项目	2024 年 1-9 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
医疗净化系统集成业务	92,146.39	86.25	135,051.15	84.80	98,757.14	83.69	70,581.45	82.70
医疗设备销售	1,438.99	1.35	9,140.55	5.74	4,060.68	3.44	4,094.48	4.80
医疗耗材销售	11,014.23	10.31	13,323.59	8.37	13,921.13	11.80	9,670.88	11.33
运维服务	2,237.46	2.09	1,743.95	1.10	1,270.81	1.08	996.74	1.17
合计	106,837.07	100.00	159,259.25	100.00	118,009.76	100.00	85,343.55	100.00

资料来源：可转债募集说明书，华金证券研究所

（二）行业分析

公司主要从事医疗净化系统研发、设计、实施和运维，以及医疗设备和医疗耗材销售，下游医疗机构的发展直接影响公司的经营业绩。医疗机构作为国家公共卫生体系的重要组成部分，其规模与国家经济发展、人口老龄化水平、人口增长、居民消费水平等方面密切相关。人口老龄化进程加快，老年人常见病、慢性病的日常护理等医疗服务需求升级，传染性疾病频繁爆发客观上促进了医疗机构的发展。

1、医疗服务行业

公共医疗卫生体系的不断发展完善，医疗机构数量快速增加。2021年，发改委、卫健委、疾控局、中医药管理局《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》明确了加强公立医疗卫生机构建设，提高标准、适度超前，加大向国家重大战略区域、中心城市和脱贫地区倾斜力度，促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局的基本原则，提出了到2025年，在中央和地方共同努力下，基本建成体系完整、布局合理、分工明确、功能互补、密切协作、运行高效、富有韧性的优质高效整合型医疗卫生服务体系的**建设目标**。经过十多年的发展，我国卫生与健康事业加快前行，医疗卫生服务体系不断完善，2021年末同比2003年末，公共医疗卫生机构数量增加22.47万个。**卫生费用支出占GDP水平逐渐提升，与发达国家相比还有较大差距**。随着经济发展水平的不断提高及人民健康水平的提升，我国卫生总费用支出增长较快。2021年，卫生费用支出占GDP比重为6.72%，总投入的增加也为医疗机构设施环境的不断发展建立了良好的基础。与主流发达国家相比，我国卫生费用支出占GDP比重相对较低。未来，随着经济发展水平的不断提升，医疗卫生市场仍有较大的发展空间。医疗健康服务需求日益增长，医疗资源还存在不足。根据OECD相关数据，2020年我国每千人口医疗卫生机构床位数6.42张与日本、韩国、德国相比还有较大的差距。医疗病床资源的不足在平时体现主要体现为看病难、甚至加剧医患矛盾。

2、医疗净化系统

公司的医疗净化系统集成业务是空气洁净技术在医疗设施建设上的实践应用，公司运用空气洁净技术，并结合工程学、卫生学的相关规范要求，为医院特殊洁净科室的各类系统提供定制化设计和集成服务，将医疗洁净室内的空气洁净度、细菌浓度、温度、湿度、静压差、风量、噪音、照度等关键环境指标控制在标准范围内，从而达到降低患者感染率的目的。

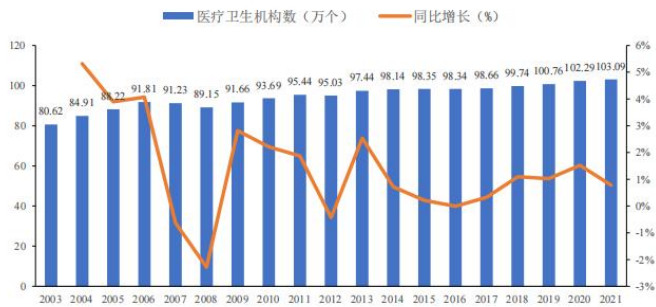
公司向各类医院提供专业医疗净化系统项目的规划设计、实施、运维等一体化服务，主要应用于手术室、ICU、检验科、消毒供应中心、生殖中心、产房、静配中心等对室内环境或工艺流程有特殊要求的科室。其中洁净手术部、ICU是医疗净化系统中最重要和最活跃的科室。根据测算，我国医疗净化系统市场规模每年约为312.68亿元。按照公司2023年医疗净化系统集成业务收入135,051.15万元，市场占有率约4.32%左右；按照公司2024年9月末在手订单金额25.01亿元计算，公司市场占有率约8.00%左右。公司市场占有率较低符合医疗净化工程行业市场集中度较低的特点。

医疗净化系统行业市场规模巨大，市场前景广阔，从事该行业的企业以及潜在进入者众多。但由于我国医疗净化系统行业起步较晚，发展历史只有几十年左右，属于新兴行业。目前，医疗净化系统集成服务企业经营规模普遍较小。行业内企业洁净技术水平与项目实施能力参差不齐，行业集中度较低，行业领军企业较少。从业务环节来看，从事普通的装饰施工、部件生产等技术

水平要求较低业务的企业众多，该领域的业务竞争异常激烈；从事洁净项目规划设计、新风节能技术、净化系统自动控制的企业相对较少。（相关资料来源可转债募集说明书）。

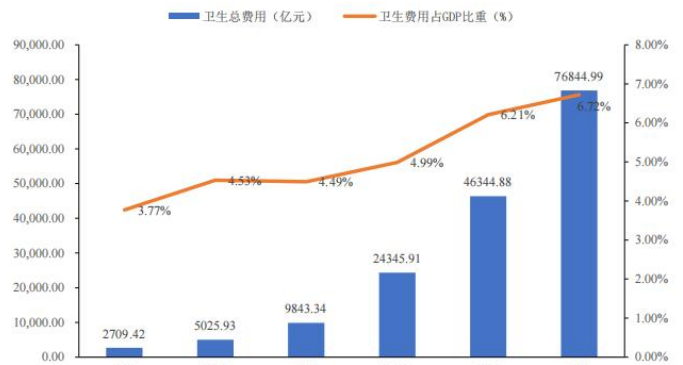
国内可比上市公司则包括尚荣医疗、达实智能、港通医疗。

图 2：2003-2021 年我国公共医疗卫生机构数量



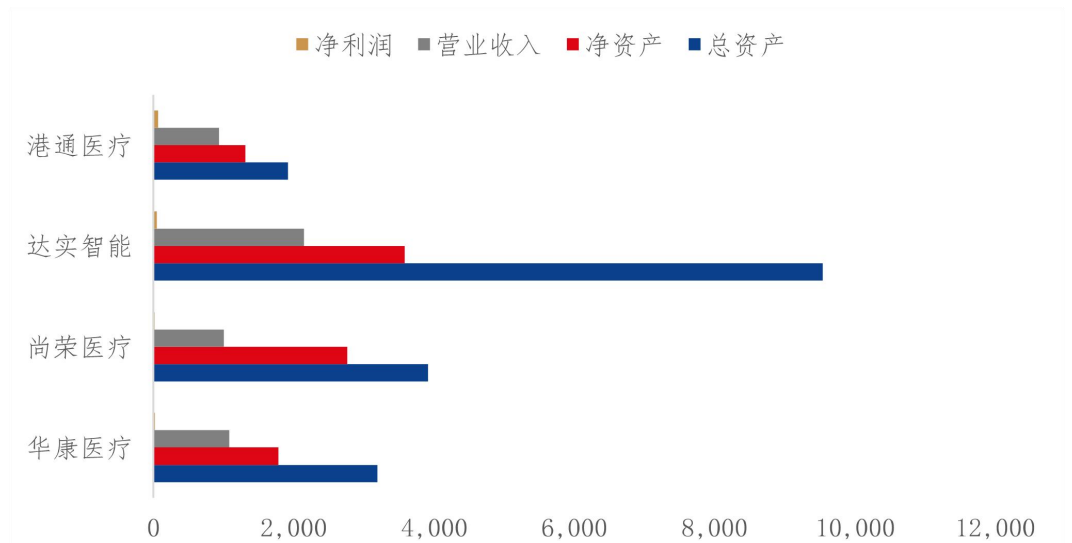
资料来源：《中国卫生健康统计年鉴 2022》，可转债募集说明书，华金证券研究所

图 3：1996-2021 年我国医疗卫生总费用及所占 GDP 比重



资料来源：《中国卫生健康统计年鉴 2022》，可转债募集说明书，华金证券研究所

图 4：2024 年 1-9 月同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：iFinD，华金证券研究所

（三）财务分析

2024 年 1-9 月，公司实现营业收入 10.8 亿元，同比下降 5.72%；实现归母净利润 0.2 亿元，同比下降 67.31%。营收下降原因主要由于公司主要客户为国内大中型公立医院，项目建设资金主要来源于政府财政拨款，由于宏观经济持续低迷，财政预算支出不及预期，当期部分项目如大连英歌石科学城实验室工艺项目、上海市张江区东方医院心脏病全国重点实验室装修工程、南官市人民医院综合能力提升项目一标段施工等项目，工期有所延迟尚未确认收入，导致收入金额有

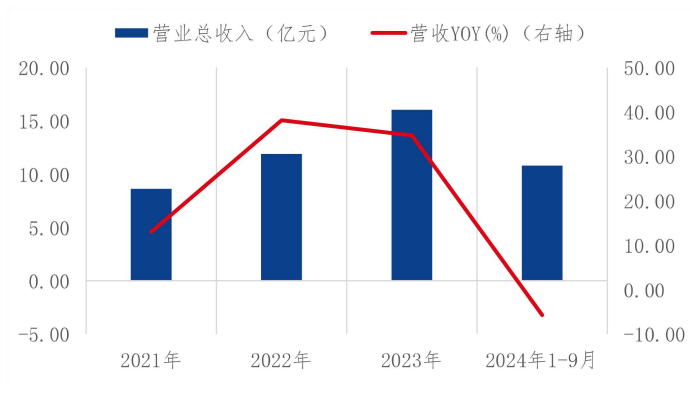
所下降。归母净利润下降原因主要由于：（1）由于财政预算支付项目款不及时，公司应收账款余额及整体账龄有所扩大，计提的信用减值损失相比上年同期大幅增加；（2）公司主要客户为国内大中型公立医院，项目建设资金主要来源于政府财政拨款，由于宏观经济持续低迷，财政预算支出不及预期，当期部分项目工期有所延迟，尚未确认收入，导致收入和毛利金额有所下降；（3）公司在手订单金额不断增加，截至 2024 年 9 月末，公司在手订单金额为 26.91 亿元，公司对流动资金需求不断上升，银行借款余额相比 2023 年大幅上升，利息支出相应增加。

总体来看，近三年及 2024 年 1-9 月，公司流动比率和速动比率指标与同行业可比公司的平均水平差异较小，资产负债率指标低于同行业可比公司的平均水平，公司的偿债能力较好。2022 年末，公司流动比率、速动比率均高于同行业可比公司，资产负债率远低于同行业可比公司，主要由于公司当年收到首发募资金所致。2023 年度和 2024 年 1-9 月，公司流动比率与速动比率略低于同行业可比公司，主要由于公司为补充流动资金，银行借款余额分别为 40,954.52 万元和 59,300.00 万元，金额较大公司主要从事的医疗净化系统集成业务具有典型的资金密集型特性，在前期项目招标、合同签署履约、项目设计、设备和材料采购、施工分包等多个环节需要支付大量款项，而项目进度款回收较慢，造成流动比率、速动比率会随着业务规模迅速扩大而有所降低，资产负债率会有所提高。2022 年末，公司流动比率、速动比率相比上年末有所增加，资产负债率有所降低，主要系当期收到首发募资金所致。公司应收账款周转率呈下降趋势，主要原因为公司客户主要为国内公立医院，实际执行中支付审批流程较为复杂，实际回款期较合同约定更长，符合公司业务发展实际情况，具备合理性。2024 年 1-9 月，公司存货周转率相比 2023 年度有所下降，主要由于公司医疗净化系统集成业务单个项目金额和项目数量均有所增加，合同履行成本金额相比 2023 年末有所上升。

公司销售方费用主要由销售人员职工薪酬、广告宣传费、投标费用、差旅费、业务招待费和售后维保费等构成。2023 年度，公司销售费用率较高，主要由于随着销售人员人数、人均薪酬以及公司业务规模的增长，公司职工薪酬、广告宣传费、业务招待费、差旅费等均有所增加。公司管理费用主要由管理人员职工薪酬、折旧和摊销费、业务招待费、差旅费、租赁费、咨询服务费和股份支付费用等构成。2023 年公司管理费用相比上年同期增长 17.44%，主要由于职工薪酬同比有所增加，且随着业务规模的不断增加，各项付现费用差旅费、咨询服务费等有所上升。2021 年至 2023 年，公司研发费用呈稳步增加趋势，主要系公司高度重视自主研发能力，研发人员人数和薪酬逐年提高，研发直接投入有所增加所致。2024 年 1-9 月，公司研发费用金额相比 2023 年 1-9 月下降 29.71%，主要由于随着公司不断拓展新业务，研发方向随之转型，研发初期投入材料有所减少。2023 年和 2024 年 1-9 月，公司财务费用相比上年同期大幅增加，主要由于本期新增银行借款金额较大，利息费用大幅增加。

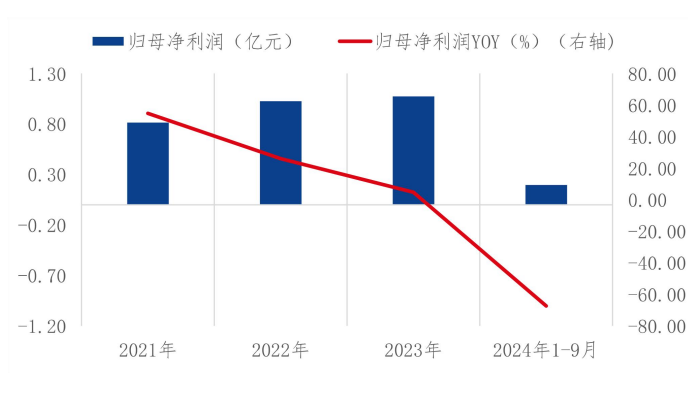
2024 年 1-9 月，公司经营现金流净额为负数，主要原因为：（1）随着公司医疗净化系统集成业务单个项目金额和项目数量均有所增加，存货余额增加 14,554.20 万元；（2）随着公司经营规模的持续扩大，应收账款增加；且由于宏观经济持续低迷，政府财政资金支付工程款周期进一步延长，导致经营性应收项目增加 18,246.53 万元；（3）随着公司人员及人均薪酬的不断上涨，公司支付的员工薪酬相比上年同期有所增加。

图 5: 营业收入情况



资料来源: iFinD, 华金证券研究所

图 6: 归母净利润情况



资料来源: iFinD, 华金证券研究所

表 4: 公司主要财务指标

财务指标	2024年1-9月	2023年	2022年	2021年
流动比率	1.97	1.95	3.09	1.85
速动比率	1.63	1.69	2.71	1.61
资产负债率(合并)	44.17%	39.32%	30.22%	52.21%
应收账款周转率	0.80	1.06	1.09	1.19
存货周转率	2.69	3.61	3.43	3.77

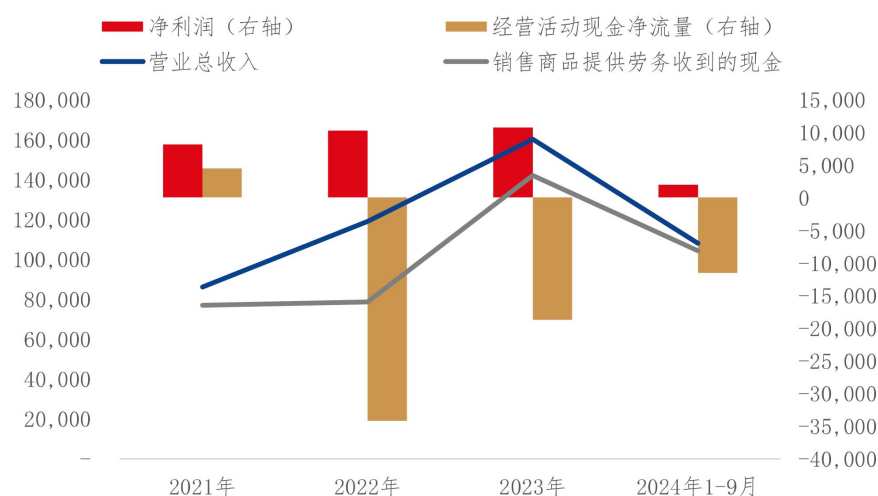
资料来源: iFinD, 可转债募集说明书, 华金证券研究所

表 5: 期间费用情况 (万元)

项目	2024年1-9月	2023年	2022年	2021年
销售费用	11,828.64	18,132.24	11,236.01	7,338.61
管理费用	12,453.95	14,795.85	12,599.08	7,854.74
研发费用	4,378.58	7,671.46	5,446.78	3,421.00
财务费用	1,562.03	768.28	-29.97	837.62
期间费用率	27.99%	25.83%	24.60%	22.60%

资料来源: iFinD, 华金证券研究所

图 7: 公司经营现金流情况 (万元)



资料来源: iFinD, 华金证券研究所

（四）估值表现

截至 2024 年 12 月 20 日，公司市盈率 PE(TTM)为 34.23，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 48.43%分位数，估值弹性较高。净资产收益率 ROE 为 1.11%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。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 1.3%。

公司流通市值占总市值比例为 48.25%，公司现有限售股 5464.8 万股，占总股本的比例为 51.75%，公司限售股下次解禁时间为 2025 年 7 月 28 日，存在一定的解禁风险。

年初至 2024 年 12 月 20 日，公司股价下降 14.96%，行业指数（医疗设备-申万三级）下降 16.36%，公司跑赢行业指数。

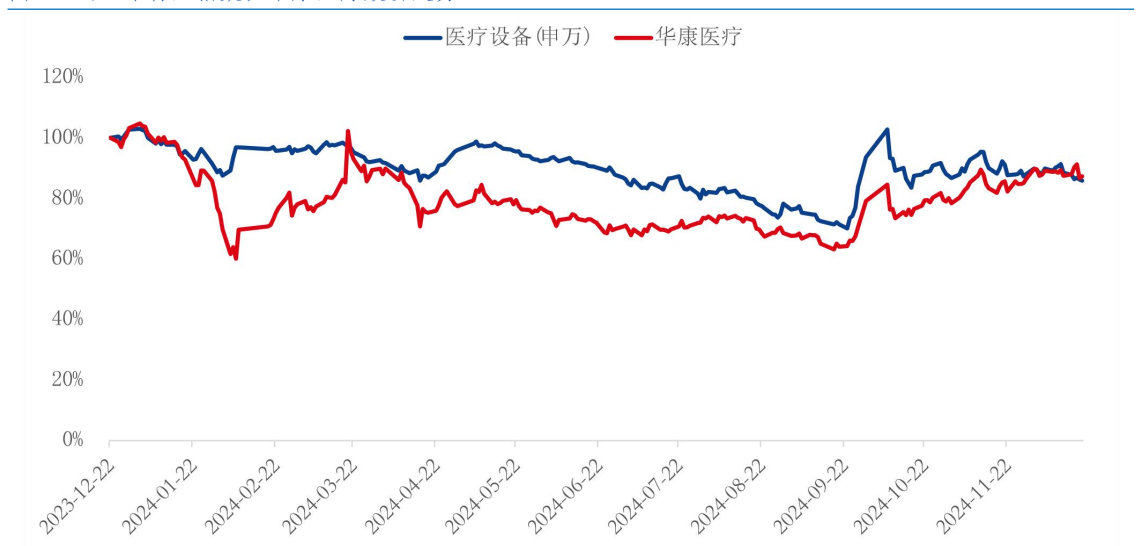
表 6: 同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	名称	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
301235.SZ	华康医疗	11.05	22.89	34.23	3.98	34.16	19.45	-13.63	1.11
002551.SZ	尚荣医疗	21.49	29.74	-20.14	7.32	38.04	41.37	-15.38	0.56
002421.SZ	达实智能	77.93	82.49	145.93	19.33	61.41	54.98	18.60	1.40
301515.SZ	港通医疗	11.83	19.81	30.32	-0.45	25.54	1.54	-31.67	1.52

资料来源: iFinD, 华金证券研究所

注: 表中数据截至 2024 年 12 月 20 日

图 8: 近一年行业指数及华康医疗股价走势



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:

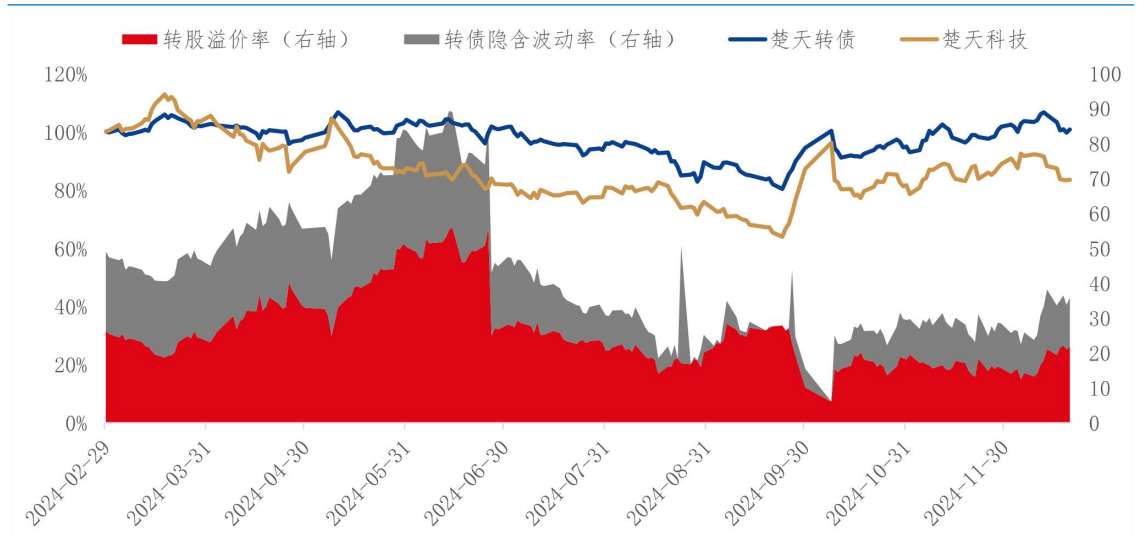
- 1、智慧医疗物联网云平台升级项目。本项目基于公司在医疗净化系统的深厚积累，依托先进物联网技术、楼宇自动化技术、数据库技术、在线云监测技术及医院运维管理经验等，完善公司实施和运维一体化解决方案。项目总投资 5,026.63 万元，建设周期 2 年。项目不直接产生经济效益。
- 2、洁净医疗专项工程建设项目。本项目为医疗净化系统集成项目建设项目，项目总投资 33,008.79 万元，其中，光谷人民医院医疗专项设计施工总承包项目总投资 16,983.96 万元，建设实施周期 790 天；上海交通大学医学院浦东校区工程（标段二）科研集群工艺增加（安装+装饰装修工程）专业分包工程总投资 16,024.83 万元，拟使用募集资金投入 14,000.00 万元，建设实施周期 436 天。
- 3、洁净医疗配套产品生产基地建设项目。项目主要满足公司医疗净化系统集成业务需求，通过搭建智能化、柔性化制造体系，实现净化材料装配式生产，提高自主研发产品产能，进而提升医疗净化系统集成业务交付能力和效率。项目总投资 13,189.94 万元，建设周期为 2 年。项目投资所得税后财务内部收益率为 17.70%，财务净现值（ic=10%）为 4,492.10 万元，含建设期的投资回收期为 6.58 年。
- 4、耗材物流仓储配送中心建设项目。项目建成后将作为公司销售医用耗材、医疗设备销售业务的运营中心，其收入主要来自于医用耗材、医疗设备、IVD（体外诊断）等产品的销售收入，其成本主要为医用耗材、医疗设备、IVD（体外诊断）等产品的采购成本、运营人员工资及其他运营成本。项目建成后，鄂东分仓主要承接现有租赁的武汉仓储物流中心相关业务。项目总投资 10,806.76 万元，其中鄂西分仓投资 5,473.88 万元、鄂东分仓投资 5,332.88 万元，项目建设期均为 2 年。经测算，鄂西分仓项目投资所得税后财务内部收益率为 18.52%，财务净现值（ic=10%）为 1,522.29 万元，含建设期的投资回收期为 5.73 年。鄂东分仓项目投资所得税后财务内部收益率为 20.28%，财务净现值（ic=10%）为 1,807.71 万元，含建设期的投资回收期为 5.65 年。
- 5、补充营运资金项目。2021 年末、2022 年末、2023 年末和 2024 年 9 月末，公司合并资产负债率分别为 52.21%、30.22%、39.32%和 44.17%，各期间内利息费用分别为 565.39 万元、148.17 万元、1,037.66 万元和 1,527.16 万元。随着公司经营规模的扩大，未来对营运资金的需求将不断增加。若仅通过债务方式融资，公司未来资产负债率水平将会有所提高，并增加利息支出，降低盈利水平，不利于公司的持续稳健经营。因此，合理地运用可转换公司债券补充流动资金，进一步优化公司的资产负债结构，提升公司盈利能力。

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） 同行业可比券可参考皓元转债（2024 年 12 月 19 日上市，规模 8.22 亿，期限 6 年，评级为 AA-/AA-，上市后首日收盘价 119.005 元，转股溢价率为 31.32%），楚天转债（2024 年 2 月 29 日上市，规模 10 亿，期限 6 年，评级为 AA/AA，上市后首日收盘价 114.7 元，转股溢价率为 26.32%）。

图 9：楚天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 8 月 15 日至 2024 年 8 月 15 日已上市的 669 只可转债数据进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率 y ，自变量分别为初始转股价格的倒数 (x_1)、起息前 2 日中证转债收盘价 (x_2)、起息前 2 日行业日涨跌幅 (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，初始转股价格的倒数 (x_1) 在 1% 的显著性水平下显著，起息前 2 日行业日涨跌幅 (x_2) 在 5% 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：

$$y = -68.80x_1 + 0.08x_2 - 1.12x_3$$

通过模型计算出华医转债上市当日的转股溢价率为 30.43%。由于华医转债的债底保护性一般，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 28% 左右，对应价格为 117.27 元~129.62 元。

四、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

牛逸声明，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