

固收点评 20250409

清源转债：光伏领域的稳健践行者

2025年04月09日

事件

- **清源转债 (113694.SH) 于 2025 年 4 月 8 日开始网上申购**：总发行规模为 5.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于分布式光伏支架智能工厂等项目。
- **当前债底估值为 83.61 元，YTM 为 2.97%**。清源转债存续期为 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%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 114.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 6.14%（2025-04-08）计算，纯债价值为 83.61 元，纯债对应的 YTM 为 2.97%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 84.69 元，平价溢价率为 18.08%**。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 10 月 14 日至 2031 年 04 月 07 日。初始转股价 12.93 元/股，正股清源股份 4 月 8 日的收盘价为 10.95 元，对应的转换平价为 84.69 元，平价溢价率为 18.08%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.38%**。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 12.93 元计算，转债发行 5.00 亿元对总股本稀释率为 12.38%，对流通盘的稀释率为 12.44%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计清源转债上市首日价格在 100.22~111.65 元之间，我们预计中签率为 0.0020%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到清源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 100.22~111.65 元之间。我们预计网上中签率为 0.0020%，建议积极申购。
- **清源股份是涵盖集中式支架和分布式支架设计、生产、销售的上市公司**。全球领先的智慧光伏+数字能源解决方案提供者，致力于通过科技发展清洁能源发电。公司的自主创新产品，可适应不同地形，运行稳定，安装便捷，可大幅提高项目发电效率。凭借高效、稳定发电等优势，易捷大力神数字智能跟踪系统成为地面电站项目的优选方案，已应用于中国、越南、泰国、菲律宾、日本等国家的光伏电站项目。
- **2020 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 11.56%**。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2019-2023 年复合增速为 11.56%。2023 年，公司实现营业收入 19.36 亿元，同比增加 34.30%。2020 年以来公司归母净利润稳步增长，2020-2023 年复合增速为 25.56%。
- **清源股份营业收入主要来源于光伏支架业务，产品结构年际变化**。2021 年以来，清源股份光伏支架业务收入逐年增长，2021-2023 年光伏支架业务收入占主营业务收入比重分别为 83.58%、85.61% 和 86.45%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率、财务费用率有所上升，管理费用率呈下降趋势**。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 -4.20%、7.84%、4.78%、7.58% 和 8.72%，销售毛利率分别为 25.19%、25.07%、24.41%、22.71% 和 22.58%。
- **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

《城投挖系列（十四）之产业强鄂，荆楚致远：湖北省城投债现状 4 个知多少》

2025-04-07

《转债加权估值中枢或将维稳》

2025-04-07

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:	2019-2024Q3 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2019-2024Q3 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:	2019-2024Q3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2019-2024Q3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2019-2024Q3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2019-2024Q3 管理费用率水平 (%)	9
表 1:	清源转债发行认购时间表	4
表 2:	清源转债基本条款	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:	相对价值法预测清源转债上市价格 (单位: 元)	7

1. 转债基本信息

表1: 清源转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2025/4/3	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	2025/4/7	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日 1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》
T	2025/4/8	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	2025/4/9	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2025/4/10	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2025/4/11	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	2025/4/14	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: 清源转债基本条款

转债名称	清源转债	正股名称	清源股份
转债代码	113694.SH	正股代码	603628.SH
发行规模	5.00 亿元	正股行业	电力设备-光伏设备-光伏辅材
存续期	2025 年 04 月 08 日至 2031 年 04 月 07 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	12.93 元	转股期	2025 年 10 月 14 日至 2031 年 04 月 07 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,1.50%,2.00%,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 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
分布式光伏支架智能工厂项目	35,383.33	33,200.00
能源研究开发中心项目	8,162.08	1,800.00
补充流动资金项目	15,000.00	15,000.00
合计	58,545.41	50,000.00

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	83.61 元	转换平价 (以 2025/04/08 收盘价)	84.69 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	19.61%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	18.08%
纯债到期收益率 YTM	2.97%		

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

当前债底估值为 83.61 元，YTM 为 2.97%。清源转债存续期为 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%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 114.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 6.14%（2025-04-08）计算，纯债价值为 83.61 元，纯债对应的 YTM 为 2.97%，债底保护一般。

当前转换平价为 84.69 元，平价溢价率为 18.08%。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 10 月 14 日至 2031 年 04 月 07 日。初始转股价 12.93 元/股，正股清源股份 4 月 8 日的收盘价为 10.95 元，对应的转换平价为 84.69 元，平价溢价率为 18.08%。

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 12.38%。按初始转股价 12.93 元计算，转债发行 5.00 亿元对总股本稀释率为 12.38%，对流通盘的稀释率为 12.44%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计清源转债上市首日价格在 100.22~111.65 元之间。按清源股份 2025 年 4 月 8 日收盘价测算，当前转换平价为 84.69 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的锦鸡转债（转换平价 80.58 元，评级 AA-，发行规模 6.00 亿元）、利扬转债（转换平价 91.01 元，评级 A+，发行规模 5.20 亿元）、姚记转债（转换平价 125.97 元，评级 A+，发行规模 5.83 亿元），4 月 8 日转股溢价率分别为 47.47%、36.60%、18.32%。

2) 参考近期上市的亿纬转债（上市日转换平价 0.00 元）、志邦转债（上市日转换平价 90.68 元）、浩瀚转债（上市日转换平价 73.38 元），上市当日转股溢价率分别为 0.00%、31.05%、60.17%。

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 32.72%，中债企业债到期收益为 6.14%，2024 年三季度报显示清源股份前十大股东持股比例为 57.09%，2025 年 4 月 8 日中证转债成交额为 92,373,233,300 元，取对数得 25.25。因此，可以计算出清源转债上市首日转股溢价率为 26.35%。综合可比标的以及实证结果，考虑到清源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 100.22~111.65 元之间。

表5: 相对价值法预测清源转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	10.40	96.54	98.15	100.57	102.98	104.59
-3%	10.62	98.58	100.22	102.68	105.15	106.79
2025/03/19 收盘价	10.95	101.62	103.32	105.86	108.40	110.09
3%	11.28	104.67	106.42	109.03	111.65	113.40
5%	11.50	106.71	108.48	111.15	113.82	115.60

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 67.13%。清源股份的前十大股东合计持股比例为 57.09% (2024/09/30), 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 67.13%。

我们预计中签率为 0.0020%。清源转债发行总额为 5.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 67.13%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.64 亿元。清源转债仅设置网上发行, 近期发行的亿纬转债 (评级 AA+, 规模 50.00 亿元) 网上申购数约 810.34 万户, 志邦转债 (评级 AA, 规模 6.70 亿元) 875.51 万户, 浩瀚转债 (评级 A+, 规模 3.5429 亿元) 809.86 万户。我们预计清源转债网上有效申购户数为 831.9 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0020%。

3. 正股基本面分析

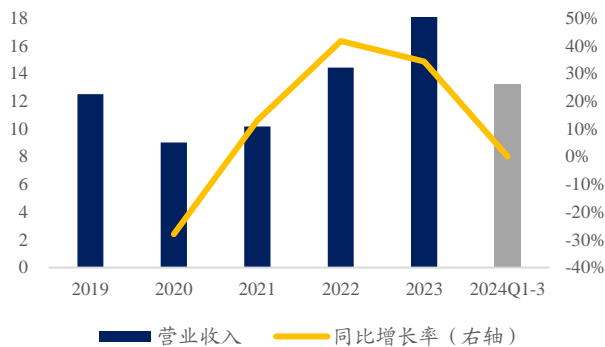
3.1. 财务数据分析

清源股份是涵盖集中式支架和分布式支架设计、生产、销售的上市公司。全球领先的智慧光伏+数字能源解决方案提供者, 以“科技改变能源结构, 助力实现碳中和”为企业使命, 致力于通过科技发展清洁能源发电, 提高绿色电力比例, 改变能源结构, 发展数字化能源管理, 节能降耗。公司的自主创新产品, 可适应不同地形, 运行稳定, 安装便捷, 可大幅提高项目发电效率, 降低 LCOE。凭借高效、稳定发电等优势, 易捷大力神数字智能跟踪系统成为地面电站项目的优选方案, 已应用于中国、越南、泰国、菲律宾、日本等国家的光伏电站项目。经典案例包含 2020 年中国单体最大的跟踪项目—新疆石河子 293MW 光伏跟踪系统项目、陕西渭南技术领跑者 80MW 光伏跟踪系统项目、越南 50MW 光伏跟踪系统项目等。在能源供给侧, 清源科技为客户提供清洁能源产品、服务、投资, 在既有建筑上安装光伏发电系统、储能系统生产绿色电力, 替代传统能源, 提升可再生能源使用比例, 改变能源结构。在能源需求侧, 通过安装数字能源管理系统, 帮助党政机关、公共机构、园区、企业实现能源数字化管理, 运用智能管控、多能互补等技术实现能效提升, 节能降耗。

2020 年以来公司营收稳步增长, 2019-2023 年复合增速为 11.56%。自 2020 年以来,

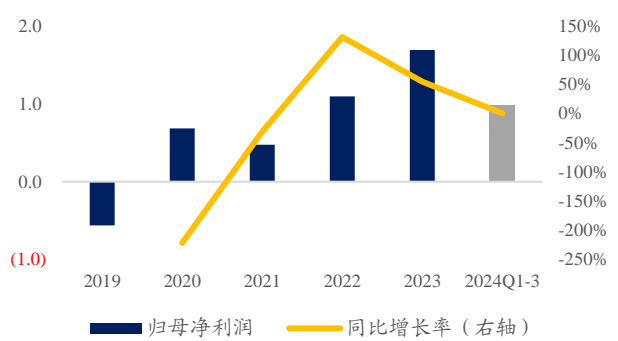
公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2019-2023 年复合增速为 11.56%。2023 年，公司实现营业收入 19.36 亿元，同比增加 34.30%。与此同时，归母净利润也稳步增长，2020-2023 年复合增速为 25.56%。2023 年实现归母净利润 1.69 亿元，同比增加 54.56%。截至最新报告期（2024/09/30），2024 年 Q1-Q3，清源股份的营业收入和归母净利润规模分别达到 13.19 亿元、0.98 亿元。

图1：2019-2024Q3 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

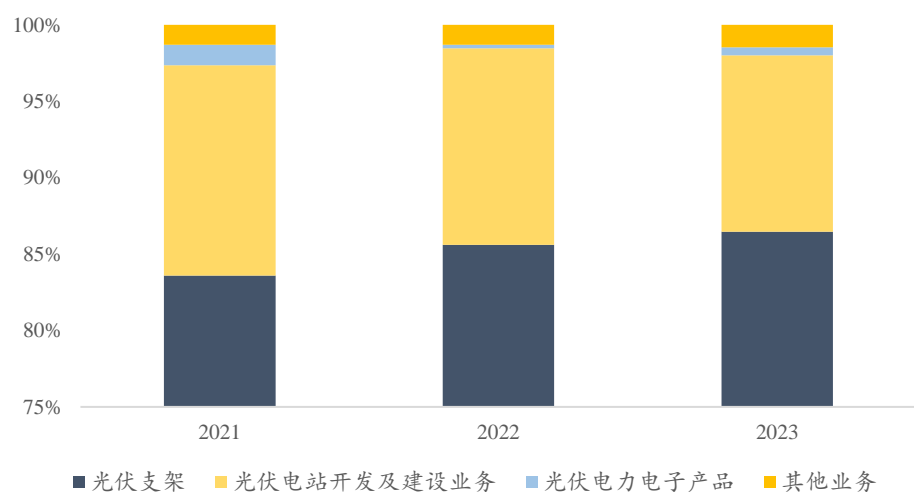
图2：2019-2024Q3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

清源股份营业收入主要来源于光伏支架业务，产品结构年际变化。2021 年以来，清源股份光伏支架业务收入逐年增长，2021-2023 年光伏支架业务收入占主营业务收入比重分别为 83.58%、85.61%和 86.45%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。

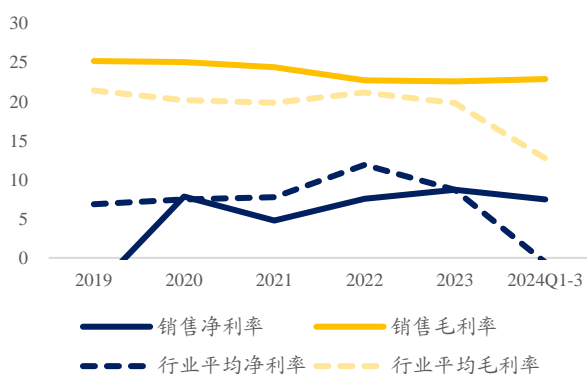
图3：2021-2023 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

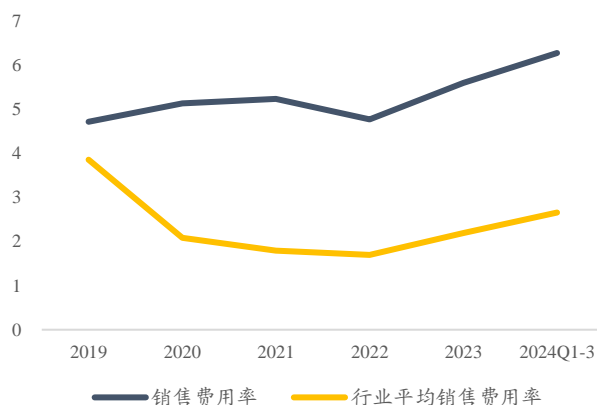
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率、财务费用率均有所上升，管理费用呈下降趋势。2019-2023年，公司销售净利率分别为-4.20%、7.84%、4.78%、7.58%和8.72%，销售毛利率分别为25.19%、25.07%、24.41%、22.71%和22.58%。清源股份销售毛利率表现亮眼，近年来显著高于行业均值，原因主要是公司从事的光伏电站发电业务毛利率较高，提升了公司整体毛利率水平。公司销售费用金额逐年增加主要由于随着业务规模的扩大，销售人员数量、市场开发费用以及差旅费增加所致。公司管理费用呈下降趋势，原因是公司持续提高精益化管理与数字化管理水平，费用管控能力提升。公司财务费用增长主要由于汇率的波动，汇兑损益亦发生波动。

图4：2019-2024Q3 销售毛利率和净利率水平（%）



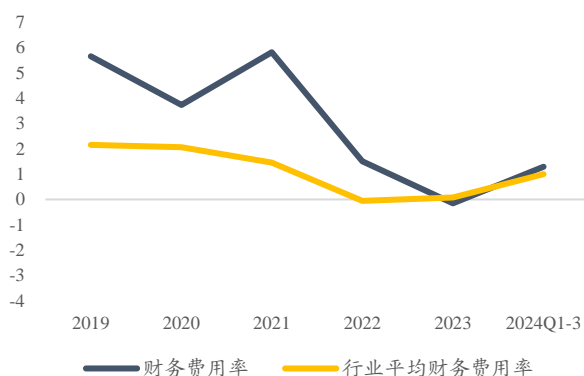
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q3 销售费用率水平（%）



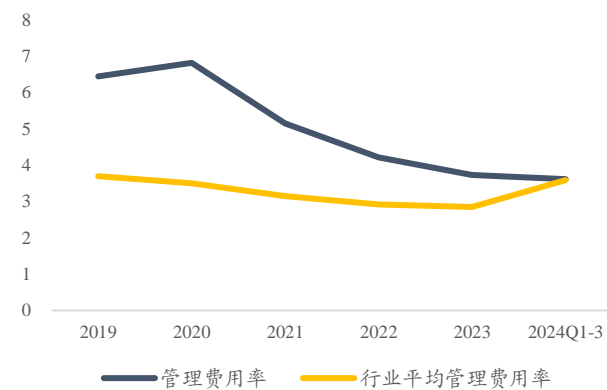
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2024Q3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2024Q3 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

清源股份是我国光伏支架及电站开发领域的领先企业，专注于分布式光伏支架、固定支架及智能跟踪器的研发与生产，并积极拓展光伏电力电子产品和储能业务。公司是行业内少数实现全球化布局的光伏支架供应商之一，产品覆盖 30 多个国家，为全球超 10,000 座光伏电站提供解决方案，海外营收占比达 52.89%。凭借技术研发与智能制造优势，清源股份形成了涵盖支架系统、电站开发及储能产品的业务矩阵，并在 BIPV 领域推出创新产品，契合建筑节能趋势。作为光伏支架细分市场的头部企业，公司近三年营收复合增长率达 29.08%，并在澳洲分布式支架市场占有率位居第一，在国产光伏产业链出海进程中占据重要地位

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>