

固收点评 20250619

华辰转债：输配电及控制设备领域先锋

2025年06月19日

事件

- **华辰转债(113695.SH)于2025年6月20日开始网上申购**：总发行规模为4.60亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于新能源电力装备智能制造产业基地建设项目(一期)、新能源电力装备数字化工厂建设项目、补充流动资金。
- **当前债底估值为84.22元，YTM为2.97%**。华辰转债存续期为6年，联合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6.01%（2025-06-18）计算，纯债价值为84.22元，纯债对应的YTM为2.97%，债底保护一般。
- **当前转换平价为100.4元，平价溢价率为-0.42%**。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12月26日至2031年06月19日。初始转股价23.53元/股，正股江苏华辰6月18日的收盘价为23.63元，对应的转换平价为100.42元，平价溢价率为-0.42%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为10.63%**。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23.53元计算，转债发行4.60亿元对总股本稀释率为10.63%，对流通盘的稀释率为10.89%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计华辰转债上市首日价格在118.84~132.40元之间，我们预计中签率为0.0016%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到华辰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118.84~132.40元之间。我们预计网上中签率为0.0016%，建议积极申购。
- **公司深耕输配电及控制设备行业十余年，围绕输配电及控制设备进行技术创新和产品开发**。公司凭借多项核心技术和关键生产工艺，为客户提供符合环保、节能、高效的输配电及控制设备综合解决方案，并积极布局新能源智能环保输配电设备领域。
- **2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为24.34%**。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率不断波动，2019-2023年复合增速为24.34%。2023年，公司实现营业收入15.10亿元，同比增加47.40%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023年复合增速为15.25%。2023年实现归母净利润1.21亿元，同比增加33.11%。
- **江苏华辰营业收入主要来源于干式变压器，产品结构年际调整**。2021年以来，公司干式变压器、箱式变电站等业务收入逐年增长，2021-2023年干式变压器业务收入占主营业务收入比重分别为57.77%、53.26%和39.12%，同时产品结构年际调整，电气成套设备销售占比稳定，其他主营、其他业务占比趋于稳定。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率先降后升，财务费用率和管理费用率浮动**。2019-2023年，公司销售净利率分别为10.90%、12.14%、9.00%、8.91%和8.04%，销售毛利率分别为29.29%、28.83%、22.46%、21.24%和22.82%。
- **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

《安克转债：消费电子出海龙头》

2025-06-17

《电化转债：动力电池锰系材料主供商》

2025-06-17

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	10

图表目录

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

1. 转债基本信息

表1: 华辰转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2025/6/18	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	2025/6/19	1、网上路演; 2、原股东优先配售股权登记日;
T	2025/6/20	1、发行首日; 2、刊登《提示性公告》; 3、原股东优先配售认购日(缴付足额资金);
T+1	2025/6/23	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	2025/6/24	1、刊登《中签号码公告》; 2、网上中签缴纳日;
T+3	2025/6/25	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	2025/6/26	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: 华辰转债基本条款

转债名称	华辰转债	正股名称	江苏华辰
转债代码	113695.SH	正股代码	603097.SH
发行规模	4.60 亿元	正股行业	电力设备-电网设备-输变电设备
存续期	2025 年 06 月 20 日至 2031 年 06 月 19 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	23.53 元	转股期	2025 年 12 月 26 日至 2031 年 06 月 19 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 114%(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
新能源电力装备智能制造产业基地建设项目（一期）	54431.73	26901.72
新能源电力装备数字化工厂建设项目	19422.18	10098.28
补充流动资金	9000.00	9000.00
合计	82853.91	46000.00

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	84.22 元	转换平价（以 2025/06/18 收盘价）	100.42 元
纯债溢价率（以面值 100 计算）	18.73%	平价溢价率（以面值 100 计算）	-0.42%
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 84.22 元，YTM 为 2.97%。华辰转债存续期为 6 年，联合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 6.01%（2025-06-18）计算，纯债价值为 84.22 元，纯债对应的 YTM 为 2.97%，债底保护一般。

当前转换平价为 100.4 元，平价溢价率为 -0.42%。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 12 月 26 日至 2031 年 06 月 19 日。初始转股价 23.53 元/股，正股江苏华辰 6 月 18 日的收盘价为 23.63 元，对应的转换平价为 100.42 元，平价溢价率为 -0.42%。

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 10.63%。按初始转股价 23.53 元计算，转债发行 4.60 亿元对总股本稀释率为 10.63%，对流通盘的稀释率为 10.89%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计华辰转债上市首日价格在 **118.84~132.40 元** 之间。按江苏华辰 2025 年 6 月 18 日收盘价测算，当前转换平价为 100.42 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的精达转债（转换平价 236.12 元，评级 AA，发行规模 7.87 亿元）、豫光转债（转换平价 125.77 元，评级 AA，发行规模 7.10 亿元）、盛泰转债（转换平价 62.12 元，评级 AA，发行规模 7.01 亿元），6 月 18 日转股溢价率分别为 2.33%、10.05%、76.87%。

2) 参考近期上市的恒帅转债（上市日转换平价 94.23 元）、伟测转债（上市日转换平价 96.09 元）、清源转债（上市日转换平价 87.24 元），上市当日转股溢价率分别为 66.93%、32.80%、34.41%。

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 33.18%，中债企业债到期收益为 6.01%，2025 年一季报显示江苏华辰前十大股东持股比例为 74.95%，2025 年 6 月 18 日中证转债成交额为 59,514,175,819 元，取对数得 24.81。因此，可以计算出华辰转债上市首日转股溢价率为 26.47%。综合可比标的以及实证结果，考虑到华辰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 118.84~132.40 元之间。

表5: 相对价值法预测华辰转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	22.45	114.48	116.39	119.25	122.12	124.02
-3%	22.92	116.89	118.84	121.77	124.69	126.64
2025/06/18 收盘价	23.63	120.51	122.52	125.53	128.54	130.55
3%	24.34	124.13	126.19	129.30	132.40	134.47
5%	24.81	126.54	128.64	131.81	134.97	137.08

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 **72.49%**。江苏华辰的前十大股东合计持股比例为 74.95% (2025/03/31)，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 72.49%。

我们预计中签率为 **0.0016%**。华辰转债发行总额为 4.60 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 72.49%，剩余网上投资者可申购金额为 1.27 亿元。华辰转债仅设置网上发行，近期发行的恒帅转债（评级 A+，规模 3.28 亿元）网上申购数约 785.2 万户，路维转债（评级 AA-，规模 6.15 亿元）793.37 万户，安集转债（评级 AA-，规模 8.305 亿元）

800.53 万户。我们预计华辰转债网上有效申购户数为 793.03 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0016%。

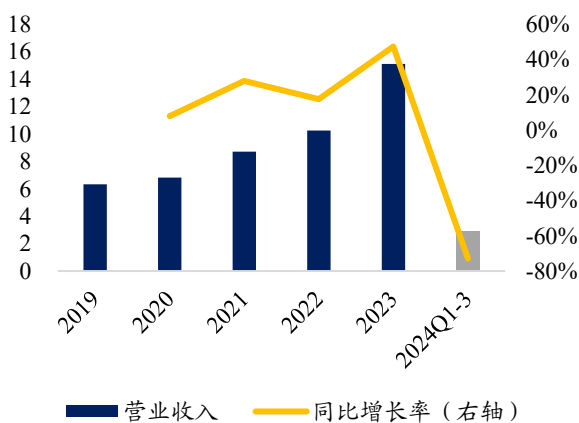
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

公司深耕输配电及控制设备行业十余年，围绕输配电及控制设备进行技术创新和产品开发。公司凭借多项核心技术和关键生产工艺，为客户提供符合环保、节能、高效的输配电及控制设备综合解决方案，并积极布局新能源智能环保输配电设备领域。公司是江苏省机械行业协会理事单位、徐州市人工智能行业协会副会长单位、徐州市质量管理协会质量协会理事单位、徐州市企业信用管理协会理事单位。公司参与制定了国家标准 GB/T17468-2019《电力变压器选用导则》、行业标准 JB/T501《电力变压器试验导则》1 和江苏省质量协会团体标准 T/JSQA004-2020《6kV~10kV 级 800kVA、2500kVA 干式配电变压器》。公司产品获多省市电网公司及中石化、阳光电源、恒大地产等客户认可；同时公司紧随国家发展大方向，积极研发新能源与智能环保产品，加大创新力度。

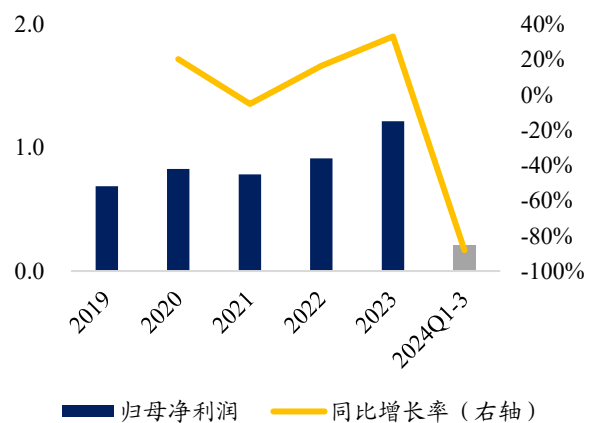
2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 24.34%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率不断波动，2019-2023 年复合增速为 24.34%。2023 年，公司实现营业收入 15.10 亿元，同比增加 47.40%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 15.25%。2023 年实现归母净利润 1.21 亿元，同比增加 33.11%。

图1：2019-2024Q1-3 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2：2019-2024Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）

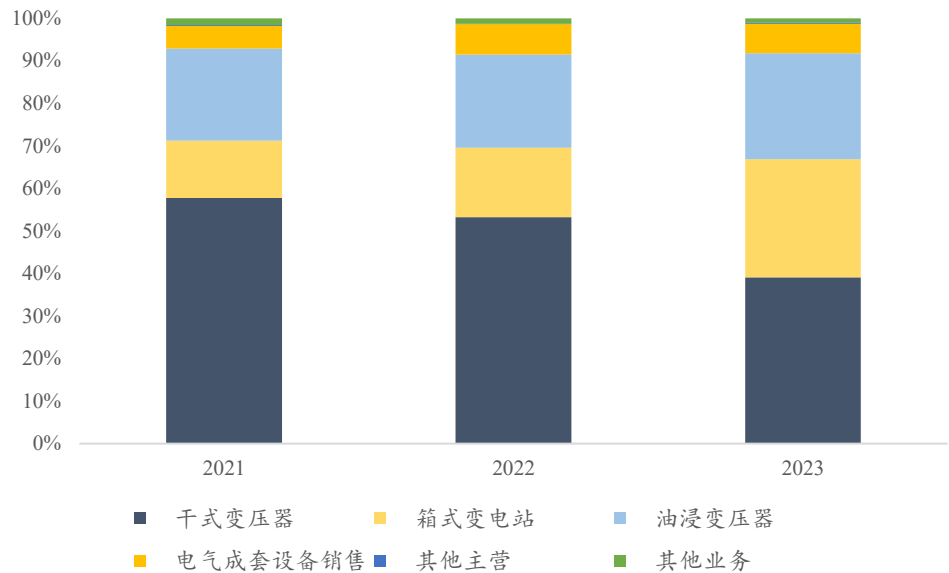


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

江苏华辰营业收入主要来源于干式变压器，产品结构年际调整。2021 年以来，公司干式变压器、箱式变电站等业务收入逐年增长，2021-2023 年干式变压器业务收入占主

营业务收入比重分别为 57.77%、53.26%和 39.12%，同时产品结构年际调整，电气成套设备销售占比稳定，其他主营、其他业务占比趋于稳定。

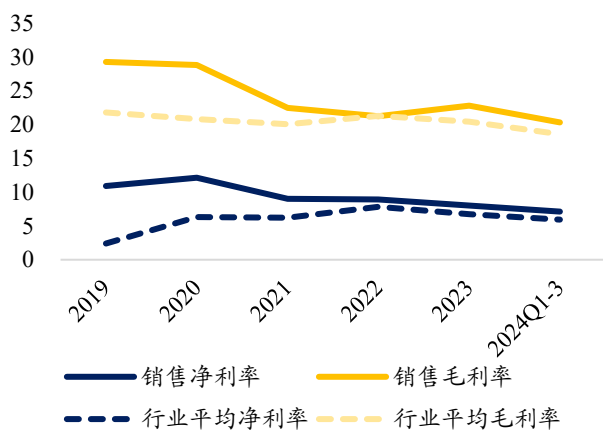
图3：2021-2023 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

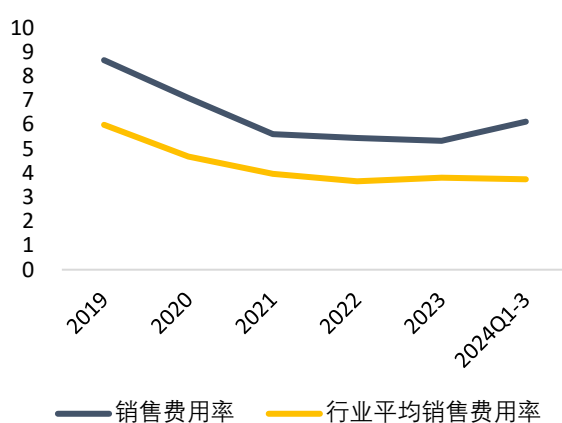
江苏华辰销售净利率和毛利率维稳，销售费用率先降后升，财务费用率和管理费用率浮动。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 10.90%、12.14%、9.00%、8.91%和 8.04%，销售毛利率分别为 29.29%、28.83%、22.46%、21.24%和 22.82%。2023 年，随着公司箱式变电站产能逐渐提升，销售规模逐渐增加，规模效应逐渐显现，且品牌逐渐被市场认可，2023 年度公司销售价格和毛利率提升；但 2024 年度，受新能源业务竞争加剧及新能源业务占比提升等因素影响，公司箱式变电站产品毛利率出现下降。公司销售费用主要由职工薪酬、差旅费等构成。2024 年，公司销售费用率较 2023 年增加主要系公司进行销售网络建设、增强市场推广力度所致。公司财务费用增长主要系银行融资规模增加相应借款利息支出增加所致。公司管理费用主要由职工薪酬、中介机构服务费和办公费等组成，报告期内，公司管理费用结构基本稳定。

图4：2019-2024Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



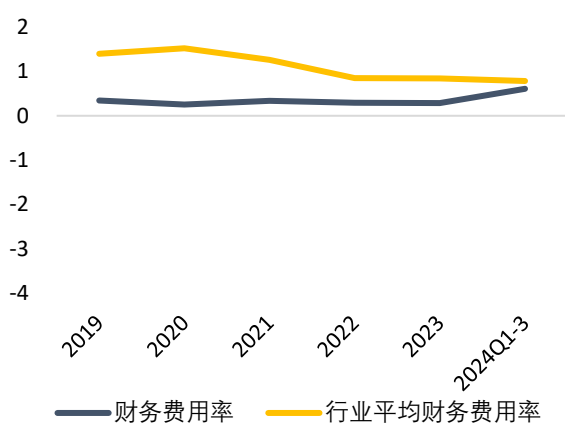
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1-3 销售费用率水平（%）



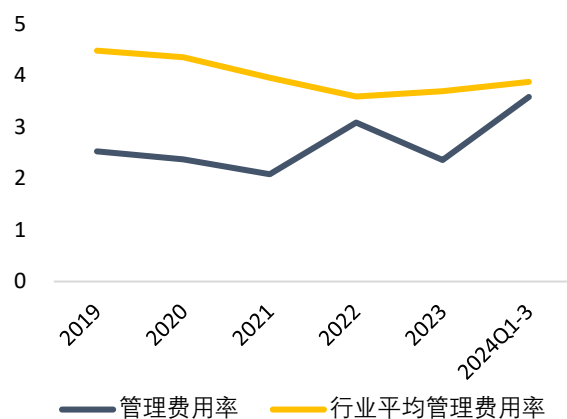
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2024Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2024Q1-3 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

公司是国家高新技术企业、国家专精特新“小巨人”企业，同时荣获了“江苏省质量信用 AAA 级企业”“江苏省智能制造示范车间”等多项殊荣，公司已建立了完善的研发体系。公司主要产品的设计、开发、生产、销售及售后服务符合 GB/T19001-2016/ISO9001:2015 质量管理标准，并通过质量管理体系认证。公司设立了工序质量管理点，配备了专职的质量控制人员，建立了完善的质量管控体系，在原材料选购、产品设计、生产过程控制、测试检验、运输安装等各环节压实质量控制责任。除此之外，产品质量评审也有多部门参与其中，实现协同管理，确保质量体系保持在良好的运营状态，

使公司在质量管控方面更为可靠。公司掌握了多项核心技术，拥有良好的技术储备和完善的质控体系，为本募投项目的顺利实施提供技术支持和经验基础。

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>