

固定收益研究/新券投资价值分析

2019年11月13日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

殷超
联系人 yinchao014790@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：利德转债：高评级品种，VR题材》2019.11
- 2《固定收益研究：川投转债：再迎优质核心品种》2019.11
- 3《固定收益研究：通光转债：工业配套，特种线缆》2019.10

白电转债：特高压题材，适当参与

——可转债新券投资价值分析

核心观点

白云电器（603861.SZ）是国内领先的电力设备供应商。转债方面，发行规模尚可（8.8亿），债项评级为AA级，债底保护较好，平价尚可，申购安全垫较好。定价方面，白云正股当前价格8.63元，对应的转债平价为96.0元，参考大丰、亚泰等相似个券并结合正股基本面判断，我们预计白云转债上市首日平价溢价率在10%附近，对应价格在106元附近。综上，我们建议一级市场适当参与。

领先电力设备供应商，特高压项目推迟影响中游企业收入，后期有望回升

白云电器是国内领先的电力设备供应商。主要产品为成套开关设备、电力电容器、元器件等，应用在轨道交通、特高压、智能电网等领域。公司在特高压电力电容器和成套开关设备等领域有一定竞争力，是国家电网、南方电网的主要供货商之一。但是19年来，公司营收和毛利率水平下降较多，主要原因是国家特高压重点工程建设时间推迟，大部分线路尚未招标或者招标后仍未确认收入，导致电容器收入大幅下滑；同时开关设备和元器件等产品中低压设备占比增加导致毛利率降低。不过，随着国家特高压建设的持续推进和轨交项目需求的增加，行业相关电力设备公司业绩有望回升。

正股估值偏高，特高压、轨交题材丰富，但处罚影响偏不利

当前正股股价8.63元，PB(LF)为1.67x，处于自身历史低位。与同类电力设备公司中电兴发(1.16x)、华仪电气(0.71x)、森源电气(1.3x)相比估值偏高。我们认为白云的产品结构待改善，估值略有高估，如特高压项目进展不顺利面临估值继续回调风险。截止19Q3基金保险等持股比为0，近1月换手率1.37%、当前100周年化波动率为45.47%，弹性一般，机构关注度低。特高压、轨交题材是其上涨触发剂，但10月19日公司实控人刚收到证监会内幕交易处罚决定，对股价影响偏不利。

家族控制企业，下游需求变化及回款问题存在一定不确定性

公司属家族控制企业，胡式兄妹共持股达63.72%。质押比例占当前总股本的28.54%（19Q3）；1年内无待解禁股份。信用方面：1、下游配电企业的项目进度对公司业绩影响较大，高压项目推进存在一定不确定性；2、回款问题值得关注。

条款分析：评级一般、债底保护性较好、平价尚可，申购安全垫较好

白云转债的票面利率分别为0.3%、0.5%、1%、1.5%、1.8%、2%，到期赎回价为110元（含最后一期年度利息），期限为6年，面值对应的YTM为2.71%；债项/主体评级为AA/AA（中证鹏元），以上清所6年期AA中短期票据到期收益率5.04%（2019/11/12）作为贴现率估算，债底价值为87.65元，债底保护性较好。下修条款为[15/30, 85%]，有条件赎回条款[15/30, 130%]，有条件回售条款[30, 70%，面值+当期应计利息]。当前股价8.63元，对应平价96.00元。综合看，该券申购安全垫较好。

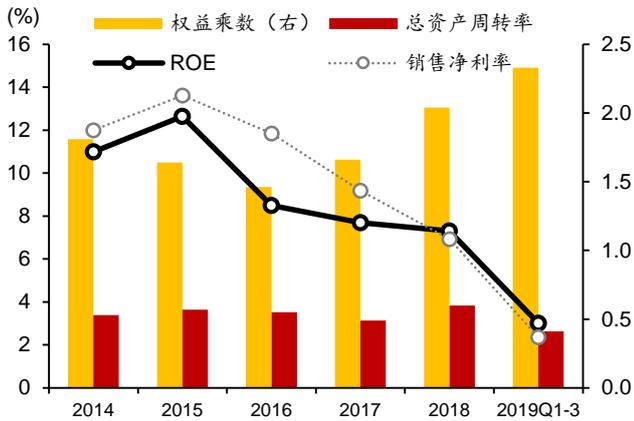
上市定位与申购价值分析

白云正股当前股价为8.63元，对应平价为96.0元，可参考相近规模、相同评级的大丰（平价96.84元，平价溢价率10.08%）、亚泰（98.38, 7.94%）等。我们的判断是：1、该券基本面短期有压力，正股弹性一般，机构关注度低；2、发行时机尚可，虽然估值不低，但负面事件利空影响多数已反应在股价中，短期大幅回调概率不高，关键在于后续的业绩能否转暖；3、转债评级、规模尚可（8.8亿），有一定可参与度。综上，我们预计其上市首日平价溢价率在10%附近，对应价格106元左右，建议一级市场适当参与。

风险提示：家族控制，质押风险，下游需求变化和回款压力。

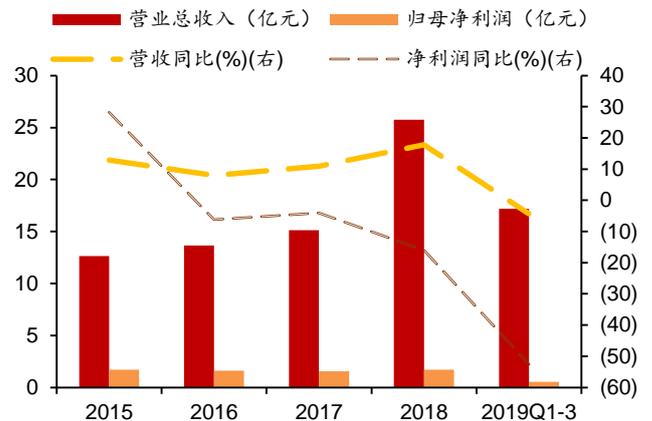
正股重要信息

图表1: 杜邦分析- 净利率和周转率下滑导致 ROE 降低



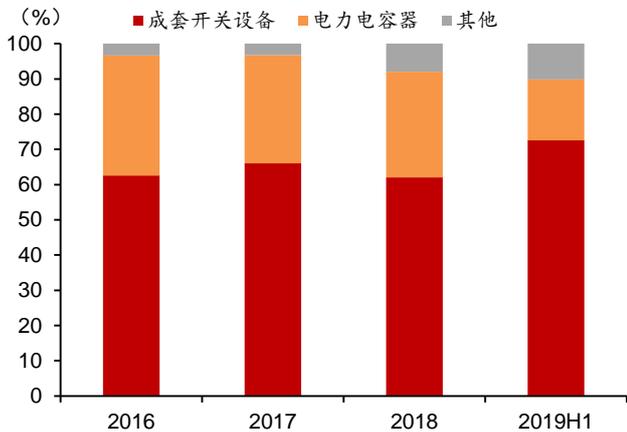
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 白云电器 19Q1-3 营收和净利下滑较快



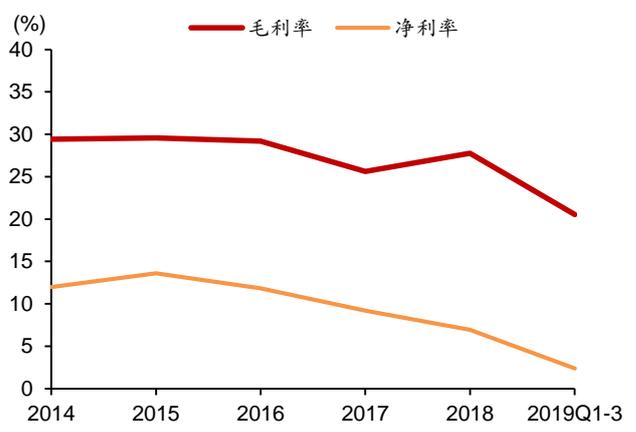
资料来源: 募集说明书, 华泰证券研究所

图表3: 白云电器收入结构以成套开关设备和电力电容器为主



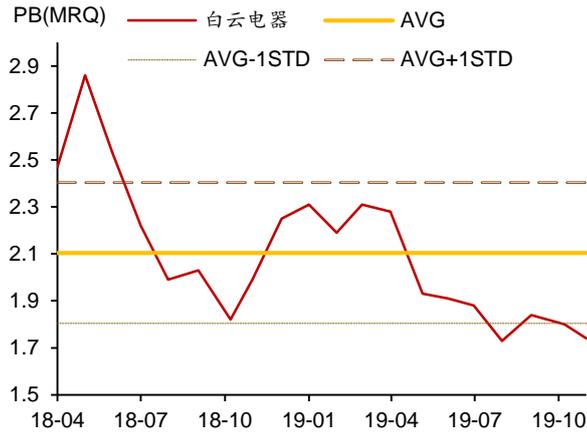
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 白云电器 19Q1-3 毛利率和净利率均有所下滑



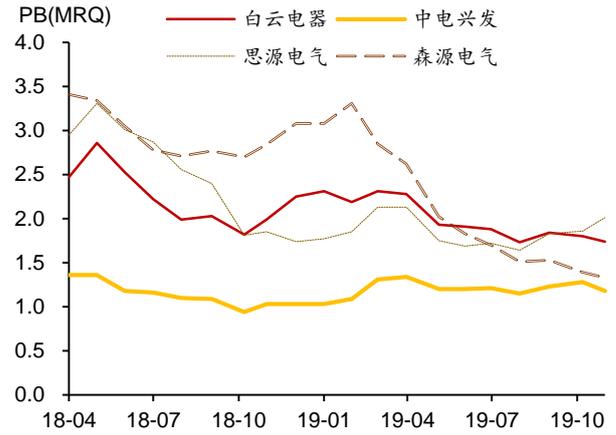
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 白云电器当前PB估值处于低位



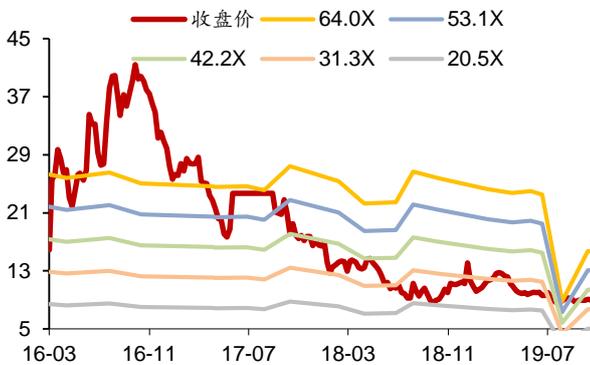
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 白云电器与同类电力设备公司估值相比较



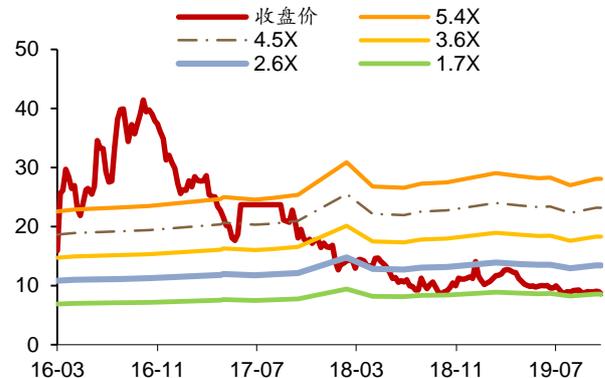
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 历史 PE-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 历史 PB-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

转债信息

图表9：白电转债发行信息

申购代码	113549.SH (白电转债)	向原 A 股股东配售比例	1.947
发行公司/换股标的	白云电器 (603861.SH)	向老股东配售股权登记日期	2019年11月14日
发行规模	8.80 亿元	向老股东配售日期+网上发行日期	2019年11月15日
发行日期	2019年11月15日	网下发行日期	无
发行方式	优先配售、网上发售+余额包销	最后缴款日	2019年11月15日
主承销商	中信证券股份有限公司	申购限度	网上 1000 元-100 万
最大包销	金额 2.64 亿元, 比例 30%	预设比例	无
是否提供担保	无	单个投资者在网上/网下申购账户数	1 个
大股东承诺配售	公司控股股东及一致行动人胡明森、胡明高、胡明聪、胡合意及白云电气集团有限公司合计持有公司 61.60% 股份, 承诺优先配售金额合计不低于 5.279 亿元, 约占本次可转债发行总量的 59.99%。		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：白电转债基本条款

转债名称	白电转债	正股名称	白云电器
债券代码	113549.SH	正股代码	603861.SH
发行规模	8.80 亿元	正股行业	电气设备-中压设备
债项评级	AA	主体评级	AA
存续期	6 年	稀释率	23.9% (流通盘) / 21.7% (总股本)
票面利率	0.3%, 0.5%, 1.0%, 1.5%, 1.8%, 2.0%	到期赎回价	110 元 (含最后一年利息)
转股价格	8.99 元	平价	96.00 元 (2019 年 11 月 12 日)
转股期	6 个月	转股起始日	2020 年 5 月 21 日
存续时间	2019 年 11 月 15 日-2025 年 11 月 14 日		
下修条款	存续期内, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 期满后五个交易日内, 按债券面值的 110% (含最后一期利息) 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, 任何连续 30 日, 股票收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售条款: 当投资项目的实施情况出现重大变化, 且证监会认定为改变募集资金用途。		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11：转债模拟理论价值的敏感性分析-正股股价 (横轴)、波动率 (纵轴)

正股股价 \ 波动率	6.47	6.95	7.43	7.91	8.39	8.87	9.35	9.83	10.31	10.79
7.5%	92.16	92.19	92.30	92.76	94.25	98.66	104.00	109.33	114.66	119.99
10.8%	92.34	92.60	93.15	94.15	96.01	99.07	104.00	109.33	114.66	119.99
14.2%	92.95	93.60	94.53	96.01	97.98	100.75	104.45	109.33	114.66	119.99
17.5%	94.00	94.96	96.33	98.01	100.17	102.90	106.09	110.04	114.66	119.99
20.8%	95.31	96.68	98.25	100.11	102.49	105.19	108.27	111.70	115.81	120.18
24.2%	96.95	98.48	100.23	102.32	104.83	107.58	110.54	113.89	117.56	121.71
27.5%	98.65	100.36	102.26	104.60	107.22	109.99	112.98	116.17	119.72	123.61
30.8%	100.41	102.28	104.34	106.86	109.59	112.40	115.42	118.63	122.00	125.77
34.2%	102.20	104.22	106.43	109.10	111.94	114.85	117.87	121.10	124.45	127.98
37.5%	104.01	106.18	108.52	111.30	114.23	117.24	120.32	123.54	126.94	130.42

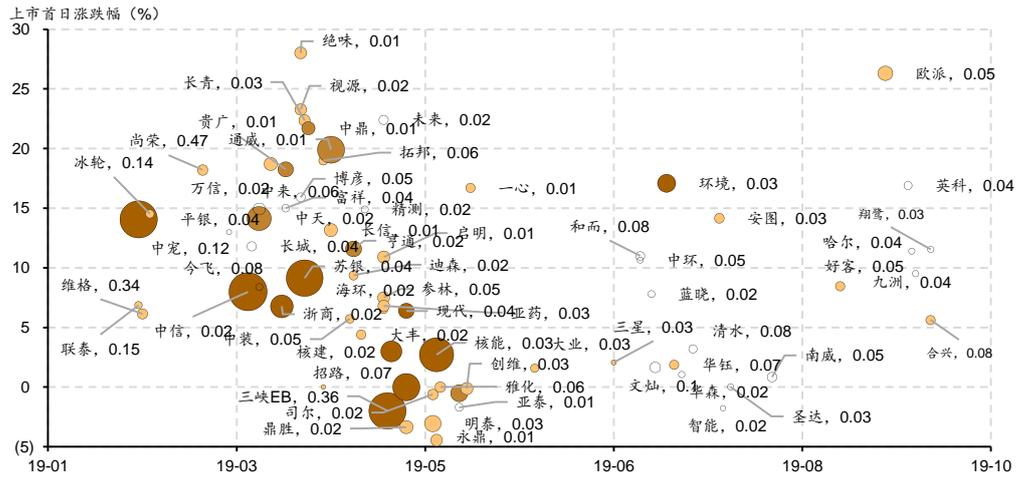
资料来源：华泰证券研究所

图表12: 申购收益率测算表

网上申购数(万户)	40	50	60	70	80	90	100	110	120
原股东配售比例(%)									
						中签率			
70	0.07%	0.06%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%
75	0.06%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
80	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所, 注: 网上单一账户平均申购额按顶格 90% 计

图表13: 2019年以来新券首日涨幅



注: (1)气泡颜色代表评级高低, 深色评级高, AA-以下均为空心; (2)气泡大小代表发行规模大小; (3)券名后的数字为转债中签率; (4)背景红线代表上证指数的走势

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com