

白电转债，成套开关设备制造商

申购建议：积极参与

申购分析：

1. 白电转债发行规模 8.8 亿元，债项与主体评级为 AA/AA 级；债券转股价格 8.99 元，转股价值 97.66 元（截至 2019 年 11 月 13 日）；票息为年化利率 1.18%，到期补偿利率 10%，属于新发行转债中等水平，按 6 年期 AA 中债企业债到期收益率 5.04% 的贴现率计算，债底为 86.14 元，纯债价值位于中等水平。
2. 公司控股股东及其一致行动人合计持有占总股本 63.72% 的股份。公司股东胡明森、胡明高、胡明聪、胡合意及白云电气集团有限公司承诺将优先配售合计不低于 52,790 万元，剩余网上申购规模不超过 3.52 亿，申购上限为 100 万，假设网上申购账户数量为 40 万-60 万，预计中签率在 0.059%-0.088% 左右。
3. 从估值角度来看公司 PE(TTM) 为 36 倍，PB 为 1.7 倍，市值 40 亿元，估值处于同行业的低水平。公司今年以来正股涨幅约为 -23%，年化波动率在 45% 左右，股票弹性较大。公司目前十大股东合计质押 12,899 万股股份，占其持有股份数的 52.69%，占总股本的 28.54%，质押比例较高。风险点：1. 公司净利润的季节性波动明显，在一季度或上半年可能微利；2. 下游需求与经济增长和产业政策密切相关。
4. **白电转债规模较小，债底保护较弱，平价低于面值，市场或给予 10%~12% 的溢价，预计上市价格在 107 元-110 元之间，建议积极参与新债申购。**

风险提示：违约风险、可转债价格波动甚至低于面值的风险、发行可转债到期不能转股的风险、摊薄每股收益和净资产收益率的风险、本次可转债转股的相关风险、信用评级变化的风险、正股波动风险、上市收益溢价低于预期

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：利德转债，智能显示龙头-申购建议：积极参与》2019-11-13
- 2 《固定收益：债市回调：谁买了利率，抛了信用？-2019 年 10 月中债登和上清所托管数据点评》2019-11-12
- 3 《固定收益：浮动净值型货基表现仍有待观察-货币基金 2019 年三季度报点评》2019-11-11

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信号



内容目录

1. 白电转债要素表	3
2. 白电转债价值分析	3
3. 白云电器基本面分析	4

图表目录

图 1：白云电器营收及增速情况	4
图 2：白云电器归母净利润及增速情况	4
图 3：白云电器主要业务营收结构（%）	4
图 4：白云电器销售毛利率情况（%）	4
表 1：白电转债发行要素表	3

白电转债要素表

表 1: 白电转债发行要素表

代码	113549.SH	证券简称	白电转债
公司代码	603861.SH		
公司名称	白云电器		
外部评级: 债项/主体	AA/AA		
发行额	8.8 亿元		
期限 (年)	6		
利率	0.3%, 0.5%, 1.0%, 1.5%, 1.8%, 2.0%		
预计发行/起息日期	2019 年 11 月 15 日		
转股起始日期	2020 年 5 月 21 日		
转股价	8.99 元		
赎回条款	转股期, 15/30, 130%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
回售条款	最后两个计息年度, 30, 70%		
补偿条款	到期赎回价格: 110 元		
原始股东股权登记日	2019 年 11 月 14 日		
网上申购及配售日期	2019 年 11 月 15 日		
申购代码/配售代码	"754861" / "753861"		
主承销商	中信证券		

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

白电转债价值分析

转债基本情况分析

白电转债发行规模 8.8 亿元, 债项与主体评级为 AA/AA 级; 债券转股价格 8.99 元, 转股价值 97.66 元 (截至 2019 年 11 月 13 日); 票息为年化利率 1.18%, 到期补偿利率 10%, 属于新发行转债中等水平, 按 6 年期 AA 中债企业债到期收益率 5.04% 的贴现率计算, 债底为 86.14 元, 纯债价值位于中等水平。其他博弈条款均为市场化条款, 若全部转股对其总股本的摊薄压力为 21.66%, 对流通股本的摊薄压力为 23.93%, 对现有流通股本摊薄压力较大。

中签率分析

公司控股股东及其一致行动人合计持有占总股本 63.72% 的股份。公司股东胡明森、胡明高、胡明聪、胡合意及白云电气集团有限公司承诺将优先配售合计不低于 52,790 万元, 剩余网上申购规模不超过 3.52 亿, 申购上限为 100 万, 假设网上申购账户数量为 40 万-60 万, 预计中签率在 0.059%-0.088% 左右。

申购价值分析

从估值角度来看公司 PE(TTM) 为 36 倍, PB 为 1.7 倍, 市值 40 亿元, 估值处于同行业的低水平。公司今年以来正股涨幅约为 -23%, 年化波动率在 45% 左右, 股票弹性较大。公司目前十大股东合计质押 12,899 万股股份, 占其持有股份数的 52.69%, 占总股本的 28.54%, 质押比例较高。风险点: 1. 公司净利润的季节性波动明显, 在一季度或上半年可能微利; 2. 下游需求与经济增长和产业政策密切相关。

白电转债规模较小, 债底保护较弱, 平价低于面值, 市场或给予 10%~12% 的溢价, 预计上市价格在 107 元-110 元之间, 建议积极参与新债申购。

白云电器基本面分析

基本情况

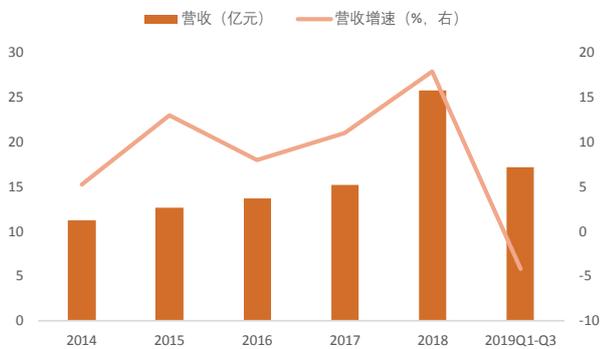
白云电器专注于成套开关控制设备，拥有完善的电力设备产品链，主要产品包括智能电网成套开关设备、高压/超高压/特高压电力电容器成套装置、电力电子产品、智能元件、变压器等全系列产品及运维服务，广泛应用于国家电网、南方电网、轨道交通、5大发电集团等领域。公司拥有华南最大的智能电网成套开关设备生产基地、全球最大的特高压电力电容器生产基地。本次可转债募集资金投向：1. 高端智能化配电设备产业基地建设项目，拟投入 67,000 万元；2. 补充流动资金，拟投入 21,000 万元。

2018 年、2019 年前三季度公司分别实现营收 25.76 亿元、17.17 亿元，同比增长 17.84%、-4.26%；分别实现归母净利润 1.70 亿元、0.53 亿元，同比下滑 15.98%、52.61%。公司业绩承压，主要是受国家电网及南方电网特高压重点工程建设及招投标推迟的影响导致桂林电容净利润下降。2019 年上半年，公司本部新签合同订单 26.44 亿，较同期增长 285%，其中智慧轨道交通领域的订单增长 1697%，为未来收入的大规模攀升奠定了扎实的订单基础。

城市轨道交通领域，公司开发出行业首创的城市轨道交通全生命周期管理系统，2019 年 1 月中标 10 条新线 77 亿元合同。在全国开通地铁的 36 个城市中，公司参与了北京、广州、深圳等 26 个城市的轨道交通建设，城市覆盖率达到 72%，是国内城市轨道交通领域业绩覆盖率最高的企业之一。

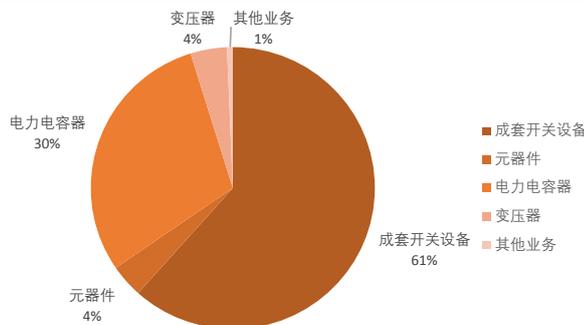
超高压/特高压领域，桂林电容拥有全球最大的特高压电力电容器生产基地，2015 年 2017 年在电力电容器行业工业总产值连续排名前两位，已经为超过 15 个超高压交直流输电工程和 16 个特高压交直流输电工程提供各种产品，覆盖全国各省级电网公司。桂林电容在国家电网公司、南方电网公司 2019 年上半年公告的重大工程项目中，中标总额为 21837 万元，排名行业首位。

图 1：白云电器营收及增速情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：白云电器主要业务营收结构 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：白云电器归母净利润及增速情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：白云电器销售毛利率情况 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com