

固定收益研究/新券投资价值分析

2019年12月09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：华锋转债：电极箔小票，谨慎参与》2019.12
- 2《固定收益研究：烽火转债：远望狼烟，近拥5G》2019.11
- 3《固定收益研究：19中电EB：自主可控“核心”》2019.11

先导转债：锂电设备，“智”造龙头

——可转债新券投资价值分析

核心观点

先导智能（300450.SZ）是全球新能源装备龙头，主营锂电池设备。转债方面，发行规模适中（10亿），债项评级为AA级，债底保护尚可，平价较高，申购安全垫较好。定价方面，先导正股当前价格39.37元，对应的转债平价为100.56元，参考游族、欧派等相似个券并结合正股基本面判断，我们预计先导转债上市首日平价溢价率在15%附近，对应价格在115.64元附近。综上，我们建议一级市场积极参与。

正股基本面：全球锂电池设备龙头，紧抓重点客户把握行业整合机遇

先导智能是全球新能源装备龙头，产品应用于锂电池、光伏电池等。根据华泰机械2020年投资策略观点，新能源汽车全球化发展趋势预计延续，锂电池进入调整期，对上游设备的产品精度和定制化等需求增强，利好龙头厂商。公司持续研发高端产品开拓重点客户，包括松下、索尼、比亚迪等，而且是宁德时代的第一大锂电设备供应商，进入特斯拉等厂商供应链，受益于中国和欧洲锂电池的需求增加。公司对成本的把控能力出众，19Q1-3在锂电行业增速放缓情形下，毛利率相比18年提升2.2pct；3C智能检测、汽车智能产线等有望成为新的业绩增长点。

正股估值和成长性匹配较好，投资者关注度高，锂电池是触发剂

先导智能当前股价39.37元，PE TTM为41.8x，处于自身历史较低分位。我们认为，和赢合科技（29.2x）、科恒股份（106x）、金银河（36.7x）等相比正股估值略高，但行业地位和成长性优于对手，估值和基本面匹配度较好。股性方面，近1月换手率仅7.01%、当前100周年化波动率为48.31%，弹性一般；基金持仓为8.1%（19Q3），投资者关注度较高。题材方面，新能源汽车、锂电池产业链是该股上涨触发剂。

质押比例较低，下游需求波动、客户集中度偏高和应收账款规模值得重视

先导智能持股比例集中，前两大股东持股占比41.13%，当前质押股占总股本6.35%，质押比例较低（19Q3）。公司主要生产低压电极箔，信用方面主要风险是：1、新能源补贴退坡等政策可能影响下游需求，进而对公司业绩造成不利影响；2、截止19H1，前五大客户收入占比超过50%，其经营变动可能造成公司营收出现波动；3、19H1应收账款占总资产比例超过20%，有一定回款压力。

条款分析：评级和债底保护性尚可、平价高，申购安全垫较好

票面利率分别为0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，到期赎回价为110元（含最后一期年度利息），期限6年，面值对应的YTM为2.41%；债项/主体评级为AA/AA（新世纪），以上清所6年期AA中短期票据到期收益率4.94%（2019/12/6）作为贴现率估算，债底价值为86.62元，债底保护尚可。下修条款为[15/30, 90%]，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39.37元，对应平价100.56元，平价较高。综合看，该券申购安全垫较好。

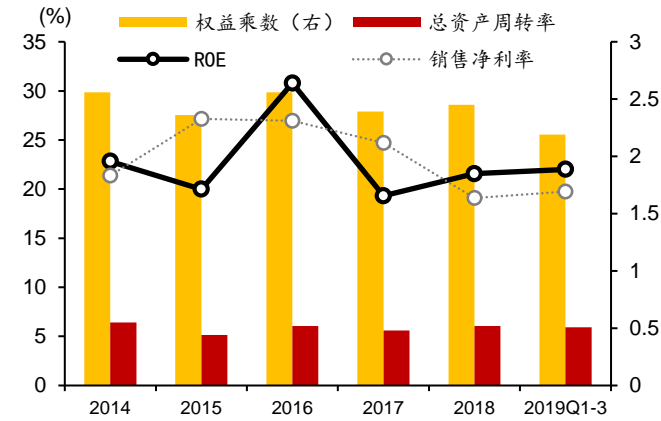
上市定位与申购价值分析

先导正股当前股价为39.37元，对应平价为100.56元，可参考相近规模、相同评级的游族（平价100.53元，平价溢价率17.28%）、欧派（99.51, 20.49%）。我们的判断是：1、该券质评级尚可，正股基本面稳健，题材催化剂不缺；2、该券规模适中（10亿），流动性尚可，在新能源标的中定位不低；3、上市时机较好，后续机会关注公司和行业基本面边际变化。综上，我们预计其上市首日平价溢价率在15%附近，对应价格115.64元左右，建议一级市场积极参与。

风险提示：下游需求波动；客户集中度高；应收账款规模偏高。

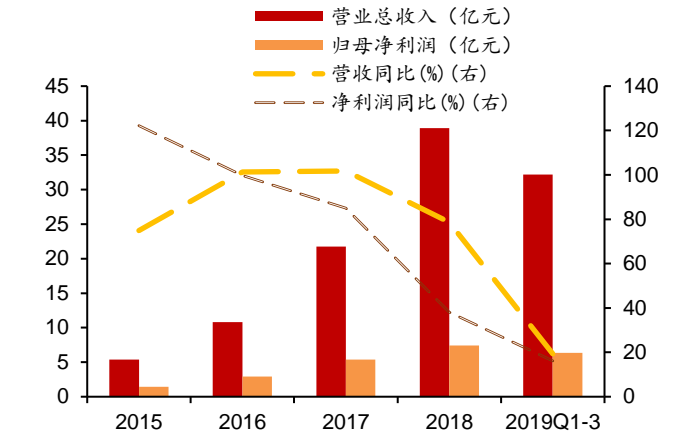
正股重要信息

图表1: 先导智能- 受销售净利率影响ROE略有上升



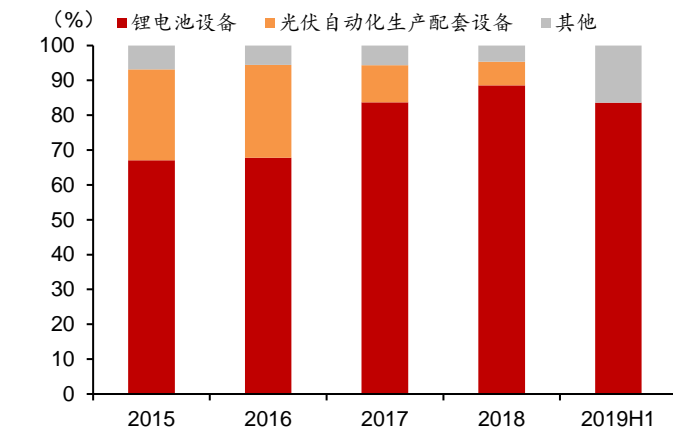
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 先导智能 19Q1-3 营收、净利润同比均有所上升



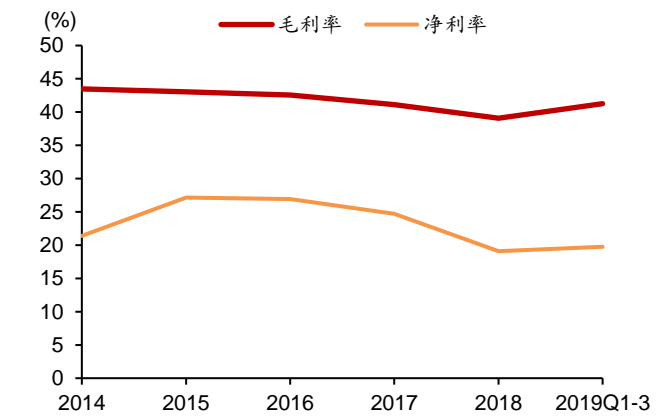
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 先导智能收入结构以锂电池设备、光伏自动化生产配套设备为主



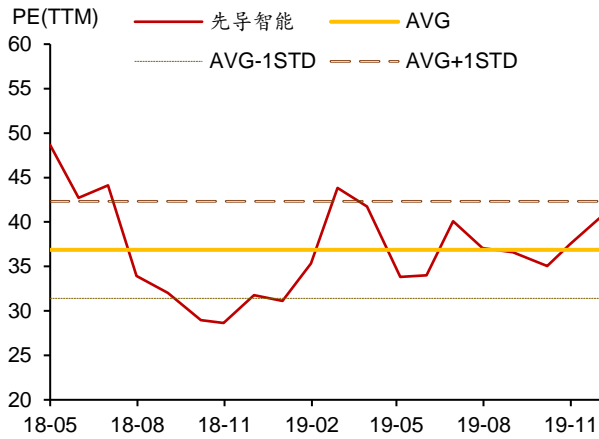
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 先导智能 19Q1-3 毛利率、净利率均有上升



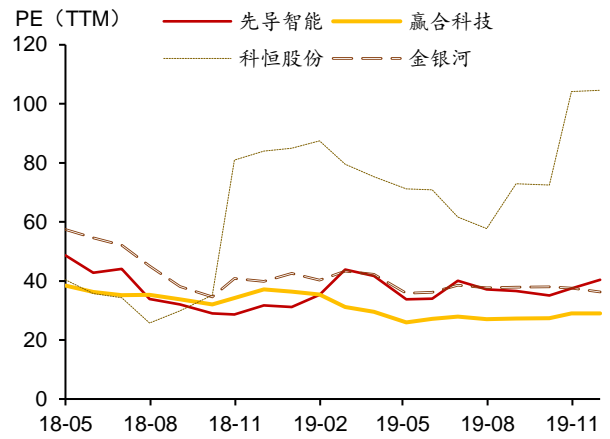
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 先导智能当前PE(TTM)估值在中枢偏上位置



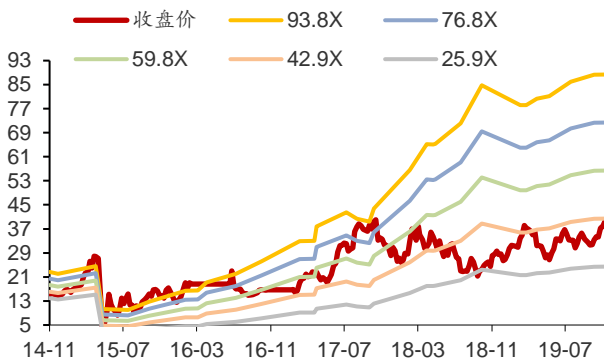
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 先导智能在同类公司中估值处于中游



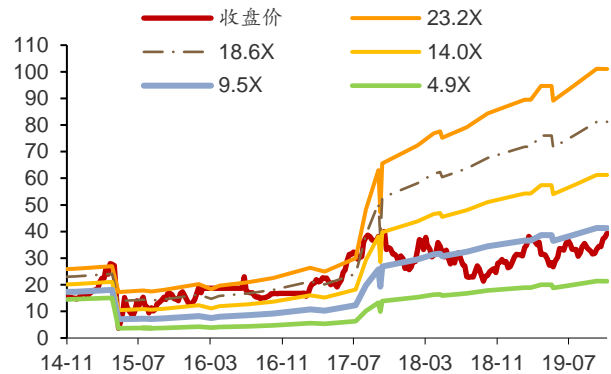
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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： 先导转债发行信息

申购代码	123036.SZ (先导转债)	向原 A 股股东配售比例	1.1344
发行公司/换股标的	先导智能 (300450.SZ)	向老股东配售股权登记日期	2019 年 12 月 10 日
发行规模	10 亿元	向老股东配售日期+网上发行日期	2019 年 12 月 11 日
发行日期	2019 年 12 月 11 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 12 月 13 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 3 亿元, 比例 30%	预设比例	仅设网上
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	无		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10： 先导转债基本条款

转债名称	先导转债	正股名称	先导智能
债券代码	123036.SZ	正股代码	300450.SZ
发行规模	10 亿元	正股行业	机械设备-其他专用机械
债项评级	AA	主体评级	AA
存续期	6 年	稀释率	2.90% (总股本) /3.01% (流通盘)
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	39.15 元	平价	100.56 元 (2019 年 12 月 8 日)
转股期	6 个月	转股起始日	2020 年 6 月 17 日
存续时间	2019 年 12 月 11 日-2025 年 12 月 10 日		
下修条款	存续期内, 15/30, 90%		
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)

波动率 \ 正股股价	正股股价									
	29.5	31.7	33.9	36.1	38.3	40.5	42.7	44.8	47.0	49.2
7.5%	92.2	92.3	92.6	93.8	97.8	103.4	108.9	114.5	120.1	125.7
10.8%	92.5	92.9	93.8	95.5	98.5	103.4	108.9	114.5	120.1	125.7
14.2%	93.3	94.2	95.6	97.5	100.2	104.0	108.9	114.5	120.1	125.7
17.5%	94.6	95.9	97.5	99.6	102.4	105.7	109.7	114.5	120.1	125.7
20.8%	96.2	97.7	99.6	101.9	104.7	107.9	111.4	115.7	120.3	125.7
24.2%	97.9	99.7	101.7	104.3	107.1	110.2	113.6	117.5	121.8	126.4
27.5%	99.7	101.7	103.9	106.7	109.5	112.6	115.9	119.6	123.7	128.0
30.8%	101.6	103.7	106.2	109.0	111.9	115.0	118.4	121.9	125.9	130.0
34.2%	103.5	105.7	108.4	111.3	114.4	117.5	120.9	124.4	128.1	132.2
37.5%	105.4	107.8	110.6	113.6	116.7	119.9	123.3	126.9	130.5	134.4

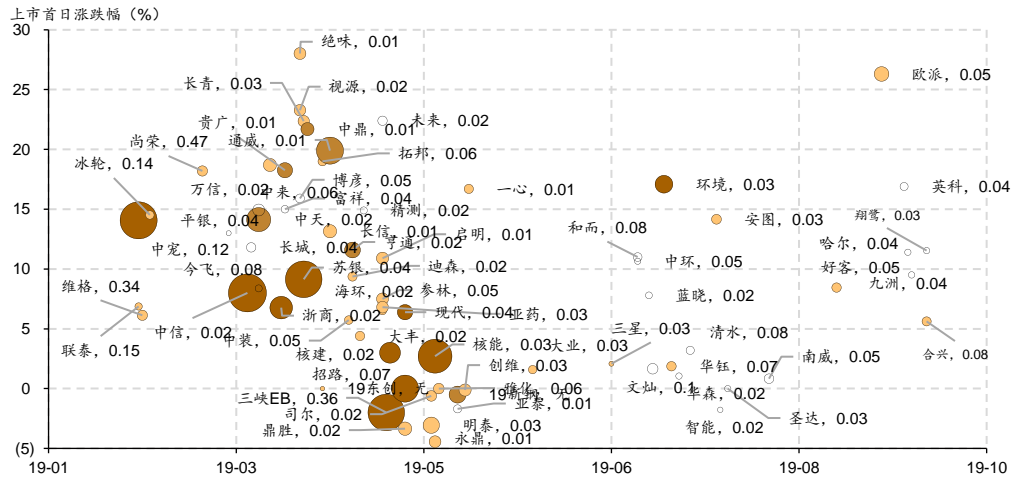
资料来源：华泰证券研究所

图表12: 申购收益率测算表

网上申购数(万户)	50	55	60	65	70	75	80	85	90
原股东配售比例(%)									
					中签率				
30	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
40	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
50	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%

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