

## 农业+光伏协同发展，积极参与申购 ——通威转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**3月13日晚，通威股份有限公司发布公告，将于2019年3月18日发行50亿元可转债。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为88.76元，YTM为2.50%。**通威转债期限为6年，债项评级为AA+，票面面值为100元，票面利率第一年0.5%、第二年0.8%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的110%，按照中债6年期AA+企业债到期收益率贴现估算，债底价值为88.76元，纯债对应的YTM为2.50%，具有一定的债底保护性。
- **平价为101.53元，下修条款不易触发。**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，初始转股价为12.44元/股，通威股份3月13日的收盘价为12.63元，对应转债平价为101.53元。通威转债的下修条款为：15/30, 80%，有条件赎回条款为：15/30, 130%，有条件回售条款为：30, 70%。
- **预计通威转债上市首日价格在111~113元之间。**截至3月13日，通威转债平价为101.53元。参照平价可比、规模可比标的及考虑到通威转债正股基本面较为优质，预计转股溢价率在9%~11%之间，对应的上市首日价格在111~113元区间。
- **预计中签率为0.060%~0.067%。**假设网上申购户数为30万，网下申购户数为4,000~4,500户，平均单户申购金额按上限的85%打新，则中签率在0.060%~0.067%之间。
- **考虑到通威转债正股基本面优质，债项评级好，发行规模佳，平价水平高，是不容错过的一级打新优质标的，建议投资者积极参与申购。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳

分析师 SAC 执业编号: S1130518120001  
zhouyue1@gjzq.com.cn

3月13日晚，通威股份有限公司（以下简称“通威股份”）发布公告，将于2019年3月18日发行50亿元可转债，此次募集资金将用于包头2.5万吨高纯晶硅项目和乐山2.5万吨高纯晶硅项目。以下我们对通威转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

## 1、通威转债基本要素分析

**债底为88.76元，YTM为2.50%。**通威转债期限为6年，债项评级为AA+，票面面值为100元，票面利率第一年0.5%、第二年0.8%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的110%（含最后一期年度利息），按照中债6年期AA+企业债到期收益率（2019/3/13）4.60%作为贴现率估算，债底价值为88.76元，纯债对应的YTM为2.50%，具有一定的债底保护性。

**平价为101.53元，下修条款不易触发。**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，初始转股价为12.44元/股，通威股份（600438.SH）3月13日的收盘价为12.63元，对应转债平价为101.53元。通威转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款不易触发。

图表1：通威转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	通威转债/110054.SH
	发行规模	50亿元
	发行方式	原股东优先配售、网下向机构投资者配售和网上向社会公众投资者
	票面利率	第一年0.5%、第二年0.8%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%
	到期赎回价格	票面面值的110%（含最后一期年度利息）
	存续期	自发行之日起6年
	转股期	自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日~转债到期日
	主体/债项评级/担保	AA+/AA+/无
	初始转股价格	12.44元/股
重要条款	募集资金用途	包头2.5万吨高纯晶硅项目和乐山2.5万吨高纯晶硅项目
	下修条款	本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会将有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
	有条件赎回条款	本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。
有条件回售条款	有条件回售条款	

来源：Wind，国金证券研究所

**总股本稀释率为10.35%。**若按通威股份（600438.SH）初始转股价12.44元/股进行转股，转债发行对总股本的稀释度和流通盘的稀释度分别为10.35%和13.58%，股本摊薄程度一般。

图表2：通威转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-3-14	T-2	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 2、网下申购（需缴纳申购保证金并提交全套申购文件）
2019-3-15	T-1	1、网下申购截止日（17:00前缴纳申购保证金并提交全套申购文件） 2、网上路演 3、原股东优先配售股权登记

日期	交易日	发行事项安排
2019-3-18	T	1、刊登《发行提示性公告》 2、原无限售股东优先配售（缴付足额资金） 3、原有限售股东优先配售（11:30 前缴纳认购资金并提交全套认购文件） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上中签率
2019-3-19	T+1	1、刊登《网上中签率及网下配售结果公告》 2、网上申购摇号抽签 1、刊登《网上中签结果公告》
2019-3-20	T+2	2、网上投资者根据中签号码确认获配数量并缴款（须确保资金账户在 T+2 日日终有足够的认购资金） 3、网下投资者根据配售金额缴款（如申购保证金低于获配金额）
2019-3-21	T+3	主承销商根据网上、网下资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-3-22	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

## 2、投资申购建议

预计通威转债上市首日价格在 111~113 元之间。截至 3 月 13 日，通威转债平价为 101.53 元。可参照的平价可比标的为兄弟转债，其平价为 101.12 元，当前的转股溢价率为 12.13%。可参照的规模可比标的为桐昆转债，当前转股溢价率为 9.02%。考虑到通威转债正股基本面较为优质，预计转股溢价率在 9%~11% 左右，对应的上市首日价格在 111~113 元区间。

预计配售比例在 50% 左右。通威集团持有通威股份 51.47% 股份，系公司控股股东，而刘汉元先生持有通威集团 80% 的股权，系公司的实际控制人。截至目前没有股东承诺配售，预计配售比例在 50% 左右，那么网上网下申购投资者可申请规模为 25 亿左右。

预计中签率为 0.060%~0.067%。通威转债总申购金额为 50 亿元，若配售比例为 50%，那么可供投资者申购的金额为 25 亿元，假设网上申购户数为 30 万，网下申购户数为 4,000~4,500 户，平均单户申购金额按上限的 85% 打新，则中签率在 0.060%~0.067% 之间。

考虑到通威转债正股基本面优质，债项评级好，发行规模佳，平价水平高，是不容错过的一级打新优质标的，建议投资者积极参与申购。

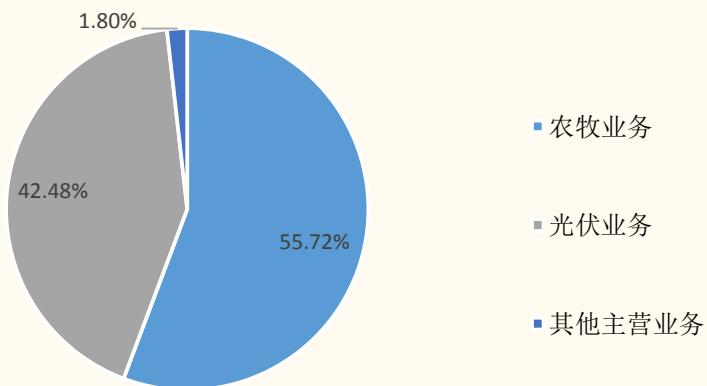
## 3、正股基本面分析

通威股份的两大主业是农业和新能源。农业主要以饲料工业为核心，同时延伸和完善水产及畜禽产业链条。新能源业务方面，公司拥有从上游高纯晶硅生产、中游高效太阳能电池片生产、终端光伏电站建设的一体化产业链条。

**“农业+光伏”协同发展。**通威股份是全国唯一一家主业同时涉足农业和新能源光伏产业的上市公司，在终端具有资源整合的独特优势，形成了“渔光一体”的发展模式，实现了农业与光伏高效协同发展。

截至 2018 年 H1，公司营业收入为 124.61 亿元，同比增长 12.24%，其中农牧行业收入 69.43 亿元，占比 55.72%；光伏行业收入 52.94 亿，占比 42.48%；其他主营业务收入 2.24 亿元，占比 1.80%。

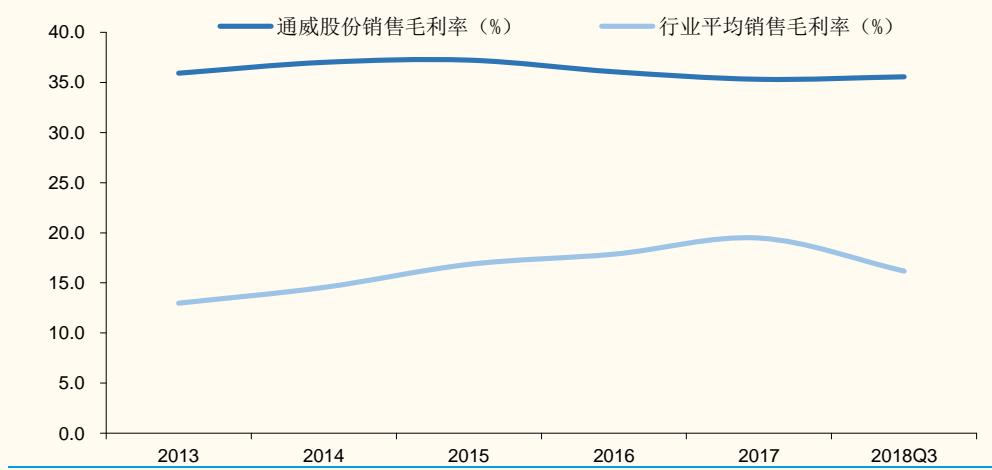
图表 3：各主营业务收入占比情况



来源：Wind，国金证券研究所

**销售毛利率远高于行业平均水平。**公司近年的销售毛利率稳定维持在 35%以上，远高行业平均水平。截止 2018 年 Q3，公司销售毛利率为 35.56%，略有下降，行业平均销售毛利率为 16.18%。

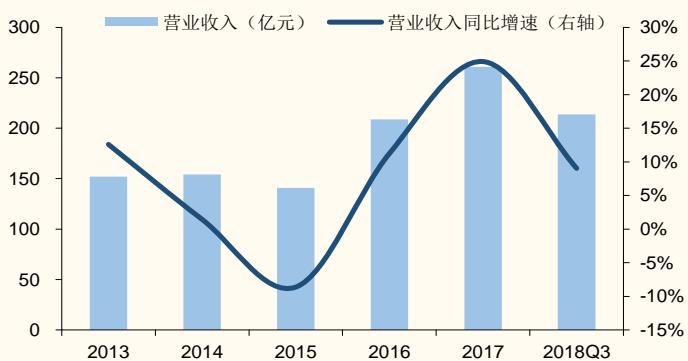
图表 4：通威股份及行业销售毛利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

**营业收入和净利润保持增长。**公司近三年营业收入有较大增幅，2016、2017、2018Q3 的营业收入分别为 208.84、260.89、213.87 亿元，同比增速分分别为 11.24%、24.92%、9.04%。净利润方面，公司 2016、2017、2018Q3 的营业收入分别 10.23、20.41、16.77 亿元，同比增速分分别为 26.68%、99.47%、7.02%。

图表 5：通威股份营业收入及同比增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

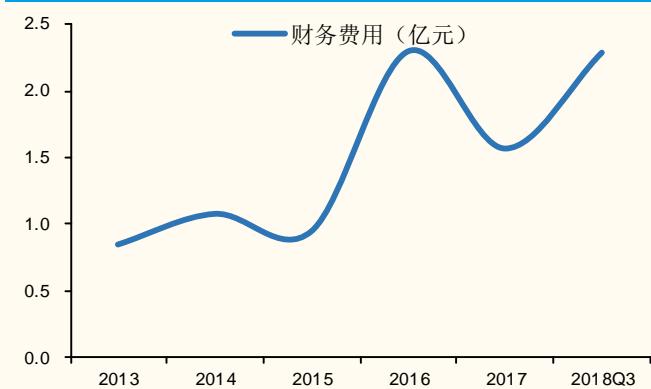
图表 6：通威股份净利润及同比增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

财务费用增加，偿债保障能力较弱。截至2018年Q3，公司财务费用增至2.29亿元，同比增加71.32%，主要系公司对外融资利息支出增加所致。偿债能力方面，近年公司的流动比率均低于2，且呈逐年下降趋势，偿债保障能力值得关注。

图表 7：通威股份财务费用情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：通威股份流动比率情况



来源：Wind，国金证券研究所

## 4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道4001号  
时代金融中心7GH