

控制器龙头，布局 5G 射频芯片 ——和而转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**5月30日晚，深圳和而泰智能控制股份有限公司发布公告，将于2019年6月4日发行5.47亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为74.89元，YTM为2.14%。**和而转债期限为6年，债项评级为AA-，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、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108%（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（2019/5/30）7.29%作为贴现率估算，债底价值为74.89元，纯债对应的YTM为2.14%，债底保护性较弱。
- **平价为98.57元，重要条款中规中矩。**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9.09元/股，和而泰（002402.SZ）5月30日的收盘价为8.96元，对应转债平价为98.57元。和而转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，重要条款中规中矩。
- **预计和而转债上市首日价格在103~105元之间。**按和而泰5月30日的收盘价测算，和而转债平价为98.57元。可参照的平价可比标的为华源转债，其平价为98.40元，当前转股溢价率为5.88%，可参照的规模可比标的是洲明转债，当前转股溢价率为6.13%。考虑到和而转债债底保护性较弱，规模和评级的吸引力不强，预计上市首日的转股溢价率在5%~7%之间，对应的上市价格在103~105元区间。
- **预计配售比例在30%左右。**刘建伟先生直接持有公司17.35%的股份，为公司的控股股东，同时其一致行动人创和投资持有4.33%的股份，刘建伟合计控制公司21.68%的股权，系公司的实际控制人。刘建伟及其一致行动人创和投资将全额参与此次可转债的优先配售，认购金额为1.19亿元，占此次发行规模的21.69%，在此基础上我们预计配售比例在30%左右，留给市场的申购规模为3.83亿元。
- **预计中签率在0.08%~0.13%。**和而转债总申购金额为5.47亿元，若配售比例为30%，那么可供投资者申购的金额为3.83亿元，若网上申购户数为30~50万，单户申购金额按上限打新，预计中签率在0.08%~0.13%之间。
- **综合来看，和而转债条款中规中矩，债底保护性较弱，平价不低接近面值，考虑到正股主业保持良好增长态势，同时看好其在5G方面的布局，转债具有一定配置价值，建议投资者适当参与申购。**
- **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

马航 联系人
mahang@gjzq.com.cn

5月30日晚，深圳和而泰智能控制股份有限公司（以下简称“和而泰”）发布公告，将于2019年6月4日发行5.47亿元可转债，此次募集资金将用于长三角生产运营基地建设项目、电子制程自动化与大数据运营管控平台系统项目和智慧生活大数据平台系统项目。以下我们对和而转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、和而转债基本要素分析

债底为 74.89 元，YTM 为 2.14%。和而转债期限为 6 年，债项评级为 AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.4%、第二年 0.6%、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 108%（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（2019/5/30）7.29%作为贴现率估算，债底价值为 74.89 元，纯债对应的 YTM 为 2.14%，债底保护性较弱。

平价为 98.57 元，重要条款中规中矩。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 9.09 元/股，和而泰（002402.SZ）5月30日的收盘价为 8.96 元，对应转债平价为 98.57 元。和而转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，重要条款中规中矩。

图表 1：和而转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	和而转债/128068.SZ
	发行规模	5.47 亿元
	发行方式	原股东优先配售和网上向社会公众投资者
	票面利率	第一年 0.4%、第二年 0.6%、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 108%（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	9.09 元/股
	募集资金用途	长三角生产运营基地建设项目、电子制程自动化与大数据运营管控平台系统项目和智慧生活大数据平台系统项目
重要条款	主承销商	国信证券
	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 85%时，公司董事会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。
	有条件赎回条款	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。
	有条件回售条款	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。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 7.03%。若按和而泰（002402.SZ）初始转股价 9.09 元/股进行转股，对总股本的稀释度和流通盘的稀释度分别为 7.03%和 8.20%，股本摊薄压力一般。

图表 2：和而转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-5-31	T-2	刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-6-3	T-1	1、原股东优先配售股权登记日 2、网上路演
2019-6-4	T	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上中签率
2019-6-5	T+1	1、刊登《网上发行中签率公告》 2、网上发行摇号抽签
2019-6-6	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上申购中签缴款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的转债认购资金）
2019-6-10	T+3	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
2019-6-11	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

预计和而转债上市首日价格在 **103~105 元** 之间。按和而泰 5 月 30 日的收盘价测算，和而转债平价为 98.57 元。可参照的平价可比标的为华源转债，其平价为 98.40 元，当前转股溢价率为 5.88%，可参照的规模可比标的是洲明转债，当前转股溢价率为 6.13%。考虑到和而转债债底保护性较弱，规模和评级的吸引力不强，预计上市首日的转股溢价率在 5%~7% 之间，对应的上市价格在 103~105 元区间。

预计配售比例在 **30% 左右**。刘建伟先生直接持有公司 17.35% 的股份，为公司的控股股东，同时其一致行动人创和投资持有 4.33% 的股份，刘建伟合计控制公司 21.68% 的股权，系公司的实际控制人。刘建伟及其一致行动人创和投资将全额参与此次可转债的优先配售，认购金额为 1.19 亿元，占此次发行规模的 21.69%，在此基础上我们预计配售比例在 30% 左右，留给市场的申购规模为 3.83 亿元。

预计中签率在 **0.08%~0.13%**。和而转债总申购金额为 5.47 亿元，若配售比例为 30%，那么可供投资者申购的金额为 3.83 亿元，若网上申购户数为 30~50 万，单户申购金额按上限打新，预计中签率在 0.08%~0.13% 之间。

综合来看，和而转债条款中规中矩，债底保护性较弱，平价不低接近面值，考虑到正股主业保持良好增长态势，同时看好其在 **5G** 方面的布局，转债具有一定配置价值，建议投资者适当参与申购。

3、正股基本面分析

和而泰是专业从事智能控制器技术研发、产品设计、软件服务、产品制造的高新技术企业，是国内智能控制器行业的龙头企业。公司的产品主要包括家用电器、健康与护理产品、电动工具、智能建筑与家居、汽车电子等领域的智能控制器。目前，公司已成为伊莱克斯、西门子、松下等全球著名跨国公司在国内少数的技术开发与产品合作伙伴。

收购 NPE，加速全球布局。2018 年 2 月，公司收购了 NPE55% 的股权，并与原股东一起对 NPE 进行增资。NPE 主要客户为德龙、博世西门子、伊莱克斯等一线终端厂商。此次收购有利于公司在欧洲进行产业及营销基地布局，形成横跨亚洲、北美洲、南美洲及欧洲的全局化布局。

率先切入 5G 微波毫米波射频芯片领域。2018 年 6 月，公司以自有资金 6.24 亿元收购浙江铖昌科技有限公司 80% 的股权，铖昌科技的主营业务为微波毫米

波射频芯片的研发、生产及销售，是国内微波毫米波射频芯片领域唯一一家承担国家重大任务的民营企业，技术方面具备核心竞争优势。公司收购铖昌科技向上游领域延伸，产业链技术储备得到了有效提升。在公司战略指导下，铖昌科技加大了在民用及 5G 物联网芯片方面的研发投入，公司业绩有望受益于 5G 的推广。

公司通过横向一体化发展，逐步提高市场占有率，现已跻身智能控制器龙头企业行列。

图表 3：和而泰主要控股参股公司经营情况

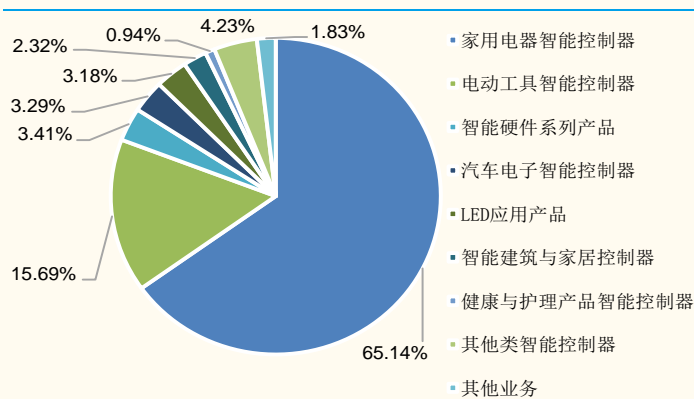
公司名称	主营业务	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
浙江铖昌科技有限公司	技术开发及服务	10,347.36	6,635.96
杭州市和而泰智能控制技术有限公司	技术开发及服务	--	--
NPES.r.l.	技术开发及服务	--	--
深圳市和而泰前海投资有限公司	投资及咨询服务	--	--
H&TINTELLIGENTCONTROLEUROPE.S.R.L.	技术开发及服务	--	--

来源：Wind，国金证券研究所

公司主营业务为家庭用品智能控制器的研发、生产和销售，微波毫米波射频模拟相控阵 T/R 芯片设计研发、生产和销售，智能硬件及大数据运营服务平台业务。2018 年，家用电器智能控制器收入 17.40 亿元，占营业收入的 65.14%，同比增加 31.50%；电动工具智能控制器收入 4.19 亿元，占比 15.69%，同比增加 42.14%；智能硬件系列产品收入 0.91 亿元，占比 3.41%，同比增加 77.56%；汽车电子智能控制器收入 0.88 亿元，占比 3.29%，同比增加 73.43%；LED 应用产品收入 0.85 亿元，占比 3.18%，同比减少 29.75%；智能建筑与家居控制器收入 0.62 亿元，占比 2.32%，同比增加 8.88%；健康与护理产品智能控制器收入 0.25 亿元，占比 0.94%，同比减少 2.72%；其他类智能控制器收入 1.13 亿元，占比 4.23%；其他业务收入 0.49 亿元，占比 1.83%。公司主要业务均实现快速扩张。

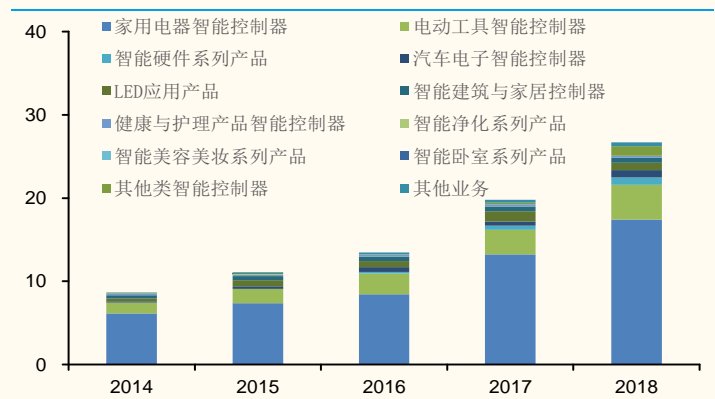
公司产能扩大项目和长三角扩能项目的陆续投产，将大幅提高公司整体产能，促使公司成为行业内具有绝对竞争优势的企业，逐步扩大集团运营规模，推动公司集团化、全球化发展进程。

图表 4：和而泰营收结构多元化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：和而泰营业收入结构稳定



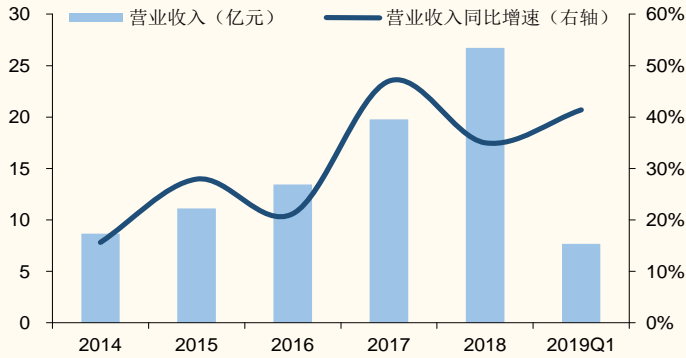
来源：Wind，国金证券研究所

公司经营业绩良好。公司 2016、2017、2018 年及 2019Q1 的营业收入分别为 13.46、19.79、26.71、7.69 亿元，同比增速分别为 21.21%、46.99%、35.00%、41.40%，营收保持较快增长。公司 2016、2017、2018 年及 2019Q1 的净利润分别为 1.21、1.83、2.36、0.64 亿元，同比增速分别为 61.21%、50.92%、28.85%、29.04%。公司 18 年净利润增速低于收入增速或

是受上游原材料涨价以及减值损失计提、股权激励费用摊销等一次性因素的影响。

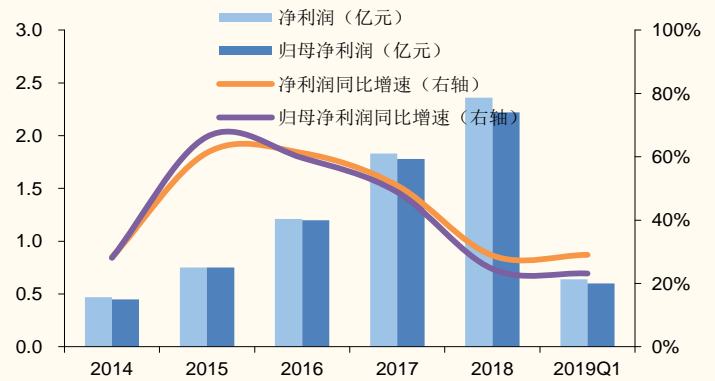
盈利能力方面，2018年公司毛利率为20.62%，比同业低2.58个百分点，比上年下降1.01个百分点，主要原因为受上游原材料价格上涨影响，家用电器智能控制器和电动工具智能控制器的毛利率分别下降3.97、4.69个百分点。

图表 6：和而泰营业收入情况



来源：Wind，国金证券研究所

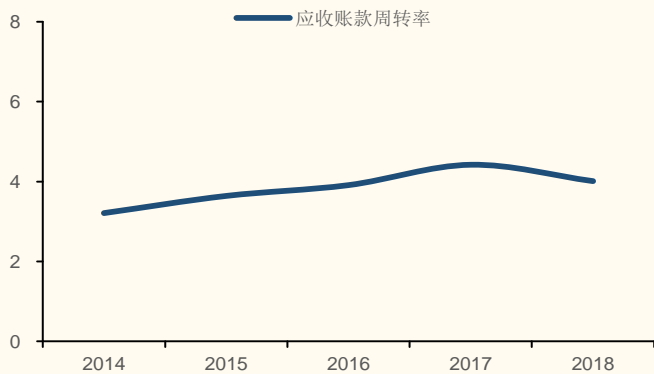
图表 7：和而泰净利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

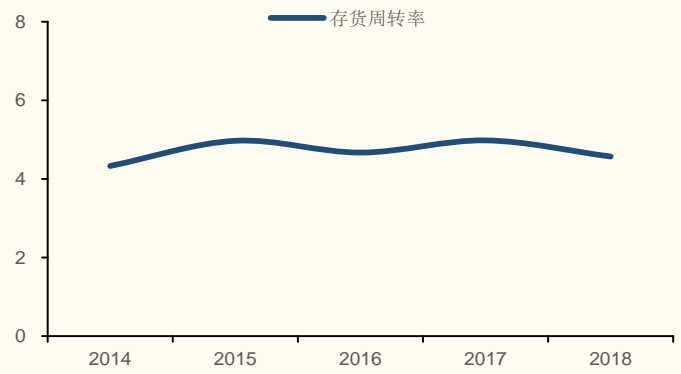
营运能力较为稳定。2018年公司应收账款周转率和存货周转率分别为4.01、4.69。2018年公司的应收账款为7.99亿元，同比增加49.63%，主要系客户订单需求及合并范围增加所致；存货为5.72亿元，同比增加60.58%，主要系原材料备货增加以及合并范围增加所致。

图表 8：和而泰应收账款周转率保持平稳



来源：Wind，国金证券研究所

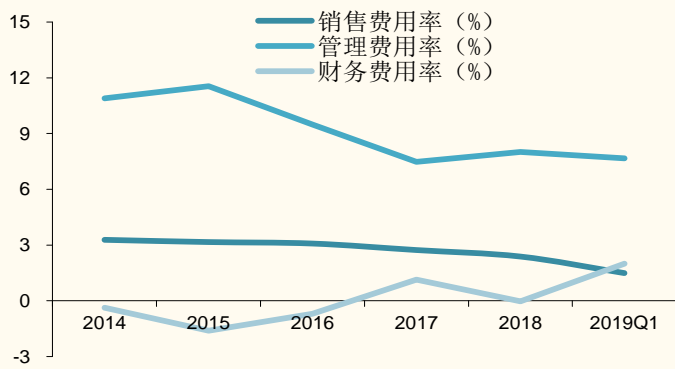
图表 9：和而泰存货周转率保持平稳



来源：Wind，国金证券研究所

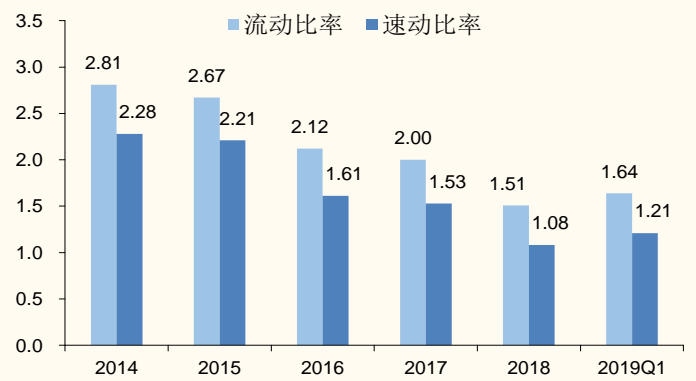
截至2019Q1，公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为1.49%、7.66%、2.00%。其中，销售费用为1,147.54万元，同比减少3.50%；管理费用为2,833.93万元，同比增加66.53%，主要系合并范围（浙江铖昌、NPE）增加所致；财务费用为1,536.12万元，同比增加84.14%，主要系汇率变化和利息支出增加所致。截至2019Q1，公司流动比率和速动比率分别为1.64和1.21，偿债能力一般。

图表 10: 和而泰财务费用率上升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 和而泰偿债能力一般



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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