

优质锂电池供应商，新能源汽车产业链 ——国轩转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**12月12日晚，国轩高科股份有限公司发布公告，将于2019年12月17日发行18.5亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为86.87元，YTM为2.45%。**国轩转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.40%、第二年0.60%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%，第六年2.00%。到期赎回价格为票面面值的110%（含最后一年利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/12/12）4.9271%作为贴现率估算，债底价值为86.87元，纯债对应的YTM为2.45%，具有一定的债底保护性。
- **平价为100.16元，赎回条款略有差异。**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12.21元/股，国轩高科（002074.SZ）12月12日的收盘价为12.23元，对应转债平价为100.16元。国轩转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，125%，有条件回售条款为：30，70%，赎回条款略有差异。
- **预计国轩转债上市首日价格在109~111元之间。**按国轩高科12月12日的收盘价12.23元测算，当前国轩转债平价为100.16元，略超面值。可参照的平价可比标的为新泉转债，其平价为101.06元，当前转股溢价率为16.65%，可参照的规模可比标的是明泰转债，当前转股溢价率为14.68%。预计上市首日转股溢价率在9%~11%之间，对应的上市价格在109~111元区间。
- **假设配售比例为50%。**国轩高科的主要股东为珠海国轩持有公司、李镇、佛山电器照明股份有限公司，持股比例分别为24.86%、11.86%、4.00%。李镇为公司实际控制人。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设配售比例为50%。
- **预计中签率为0.01~0.02%。**国轩转债总申购金额为18.50亿元，假设配售比例为50%，那么留给网上网下投资者的申购金额为9.25亿元，若网上申购户数为80万，平均单户申购金额为100万元，网下申购户数为7000~9000户，平均单户申购金额为7亿元，测算下来中签率在0.01%~0.02%之间。
- **整体来看，国轩转债条款设置友好，当前平价超过面值，具备一定吸引力，考虑到正股国轩高科作为国内早期从事新能源汽车用动力锂离子电池（组）自主研发、生产和销售的企业之一，具有一定的产业链及成本优势。新能源汽车产业链的相关标的具有配置价值，建议积极参与一级打新。**
- **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

12月12日晚，国轩高科股份有限公司（以下简称“国轩高科”）发布公告，将于2019年12月17日发行18.5亿元可转债，此次募集资金将用于动力锂电池产业化项目、国轩南京年产15GWh动力电池系统生产线及配套建设项目（一期5GWh）、庐江国轩新能源年产2GWh动力锂电池产业化项目、补充流动资金。以下我们对国轩转债的申购价值进行简要分析，以供投资者参考。

1、国轩转债基本要素分析

债底为 86.87 元，YTM 为 2.45%。国轩转债期限为 6 年，债项评级为 AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。到期赎回价格为票面面值的 110%（含最后一年利息），按照中债 6 年期 AA 企业债到期收益率（2019/12/12）4.9271%作为贴现率估算，债底价值为 86.87 元，纯债对应的 YTM 为 2.45%，具有一定的债底保护性。

平价为 100.16 元，赎回条款略有差异。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 12.21 元/股，国轩高科（002074.SZ）12月12日的收盘价为 12.23 元，对应转债平价为 100.16 元。国轩转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，125%，有条件回售条款为：30，70%，赎回条款略有差异。

图表 1：国轩转债基本信息梳理

	具体内容
转债名称/代码	国轩转债/128086
发行规模	18.5 亿元
发行方式	原股东优先配售，网下对机构投资者配售和通过深交所交易系统网上向一般社会公众投资者发行相结合
票面利率	第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%
到期赎回价格	票面面值的 110%（含最后一期年度利息）
转债信息	
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	12.21 元/股
募集资金用途	动力锂电池产业化项目、国轩南京年产 15GWh 动力电池系统生产线及配套建设项目（一期 5GWh）、庐江国轩新能源年产 2GWh 动力锂电池产业化项目、补充流动资金
主承销商	海通证券股份有限公司、招商证券股份有限公司
下修条款	本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司 A 股股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 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审议表决。
重要条款	
有条件赎回条款	在转股期内，如果公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 125%（含 125%），公司有权决定按照以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	公司股票在最后 2 个计息年度任何连续 30 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当期应计利息的价格回售给发行人。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 13.33%。若按国轩高科（002074.SZ）初始转股价 12.21 元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度分别为 13.33%和 14.98%，股本摊薄压力一般。

图表 2：国轩转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-12-13	T-2	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》 1、原股东优先配售股权登记日；
2019-12-16	T-1	2、网上路演； 3、网下申购日，网下机构投资者在 16:00 前提交《网下申购表》等相关文件，并确保 16:00 前申购保证金到达指定账户。
2019-12-17	T	1、刊登《发行提示性公告》； 2、原股东优先配售（缴付足额资金）； 3、网上申购（无需缴付申购资金）； 4、确定网上中签率。
2019-12-18	T+1	1、刊登《网上发行中签率及网下发行配售结果公告》； 2、网上发行摇号抽签。
2019-12-19	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 日日终有足额的可转债认购资金）； 3、网下投资者根据配售金额于 16:00 前完成缴款（如申购保证金低于配售金额）。
2019-12-20	T+3	联席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。
2019-12-23	T+4	1、刊登《发行结果公告》； 2、向发行人划付募集资金。

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计国轩转债上市首日价格在 109~111 元之间。按国轩高科 12 月 12 日的收盘价 12.23 元测算，当前国轩转债平价为 100.16 元，略超面值。可参照的平价可比标的为新泉转债，其平价为 101.06 元，当前转股溢价率为 16.65%，可参照的规模可比标的是明泰转债，当前转股溢价率为 14.68%。预计上市首日转股溢价率在 9%~11%之间，对应的上市价格在 109~111 元区间。

假设配售比例为 50%。国轩高科的主要股东为珠海国轩持有公司、李镇、佛山电器照明股份有限公司，持股比例分别为 24.86%、11.86%、4.00%。李镇为公司实际控制人。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设配售比例为 50%。

预计中签率为 0.01~0.02%。国轩转债总申购金额为 18.50 亿元，假设配售比例为 50%，那么留给网上网下投资者的申购金额为 9.25 亿元，若网上申购户数为 80 万，平均单户申购金额为 100 万元，网下申购户数为 7000~9000 户，平均单户申购金额为 7 亿元，测算下来中签率在 0.01%~0.02%之间。

整体来看，国轩转债条款设置友好，当前平价超过面值，具备一定吸引力，考虑到正股国轩高科作为国内早期从事新能源汽车用动力锂离子电池（组）自主研发、生产和销售的企业之一，具有一定的产业链及成本优势。新能源汽车产业链的相关标的具有配置价值，建议积极参与一级打新。

3、正股基本面分析

国轩高科股份有限公司的主要业务分为动力锂电池和输配电设备两大板块。其中合肥国轩主要从事动力锂电池业务，东源电器主要从事输配电业务。

公司系国内最早从事新能源汽车动力锂离子电池自主研发、生产和销售的企业之一，专业从事新型锂离子电池及其材料的研发、生产和经营，拥有核心技术知识产权。主要产品为磷酸铁锂材料及电芯、三元电芯、动力电池组、电池管理系统及储能型电池组。产品广泛应用于纯电动商用车、乘用车、物流车和混合动力汽车等新能源汽车领域，并与国内多家主要新能源整车企业建立了长期战略合作关系。

新能源汽车发展拉动动力锂离子电池行业的扩张。动力锂离子电池作为新能源汽车价值链的关键环节和核心部件，具有能量密度高、循环寿命长、环境友好等特点，已经成为新能源汽车发展普及的重中之重。从行业整体竞争格局来看，全球锂电产业格局现阶段主要是中、日、韩三国企业之间的竞争，美国和欧洲企业也看好未来电动汽车及储能领域广阔空间而加大投入。我国的锂电产业受政策鼓励，积累了较强的研发设计制造能力。

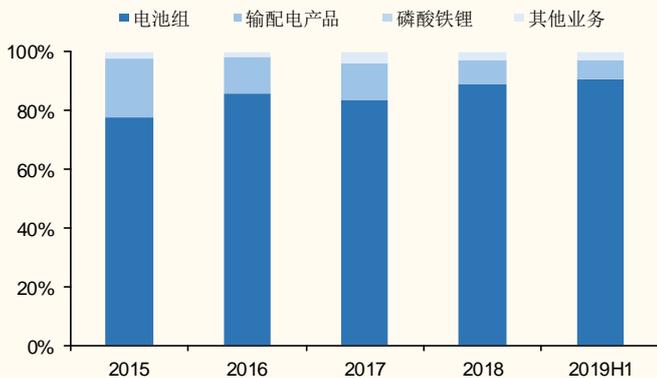
公司重视创新，积累研发优势。公司建有全球化研发平台，形成了基于合肥，辐射全球的多个研发中心布局，针对动力电池研发高标准的需求采用国内外一流厂商先进设备并优化设计，为公司产品提供全生命周期研究和检测，进一步提升整体研发测试和工程化能力。截止 2018 年 12 月末，公司累计申请专利 2961 项，其中发明专利 1440 项；授权专利 1560 项，其中授权发明 333 项（含授权海外发明专利 33 项），累计发表论文 208 篇。

下游车企客户黏性强。公司从紧扣客户需求开发产品的同时，也在积极加大品牌宣传及市场推广力度。从下游的客户来看，公司在国内拥有江淮汽车、北汽新能源、众泰汽车、宇通客车、上汽集团、中通客车、安凯客车等一批战略性合作客户。从国际市场来看，公司与 BOSCH 签订采购框架协议，成功进入 BOSCH 全球供应链体系，标志着公司产品进一步被国际企业认可。

另一方面，公司向上游扩展降低成本，先后投资了正极、负极、隔膜等环节。2018 年，公司与中冶集团、比亚迪在曹妃甸合资建立中冶瑞木，主要经营三元正极材料前驱体，保障公司三元材料供货稳定。公司与上海电气合资成立储能公司电气国轩，实现公司储能产品市场的快速拓展。目前公司已经实现动力电池正极材料自供，通过向上游原材料端积极布局，为后续自身降低电池成本提供了有效路径。

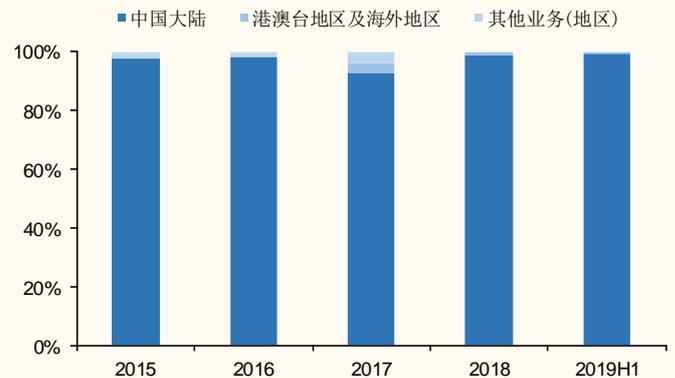
主打电池组产品，深耕国内市场。电池组是公司营收的主要支柱产品，自 2015 年以来，公司的电池组收入占营业总收入的占比一直在 70% 以上，并且呈上升趋势，其占比从 2015 年的 77.70% 上升至 2019 年上半年的 90.92%，集中的产品策略可以使公司在拥有良好前景的锂电行业抓住发展机会。从地区分布来看，公司的战略主要为深耕国内市场，自 2015 年以来，公司 90% 以上的业务收入来自国内市场，公司的下游汽车客户大多集中于国内。

图表 3：国轩高科营业收入结构-按产品 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

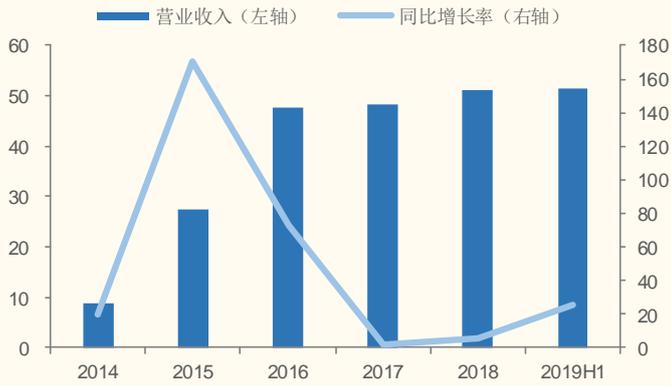
图表 4：国轩高科营业收入结构-按地区 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

营收增速企稳。公司的主营收入近年表现不佳，自 2015 年创出 210.05% 的巨幅增速后，增速有所回落，至 2017 年触底，增速仅为 1.68%，实现营收 48.38 亿元。受到国内新能源汽车市场的带动，公司的营收逐渐回稳，2018 年营收增速为 5.97%，2019 年上半年实现营收同比增长 25.75%。从归母净利润来看，自 2016 实现 10.31 亿元的归母净利润之后，公司的盈利能力持续下降，2017 和 2018 年皆为负增长，下降趋势于 2019 年上半年得到一定程度的缓解，主营业务同比增长率为-12.25%。

图表 5: 国轩高科历年营收及增速 (亿元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

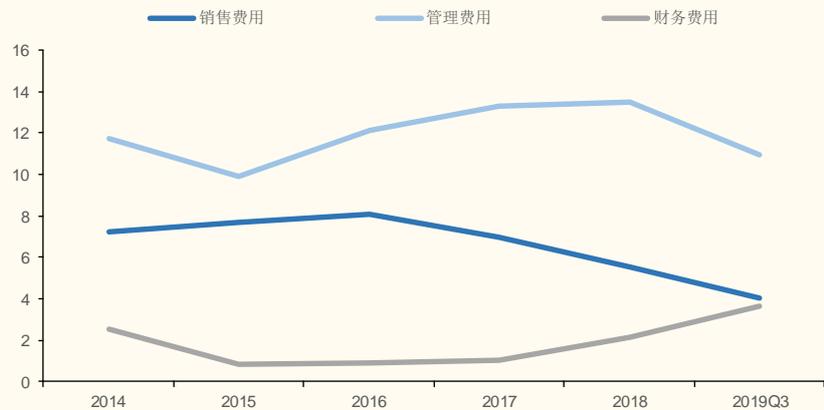
图表 6: 国轩高科历年归母净利润及增速 (亿元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

从三费率看, 公司成本管理能力小幅优化。2016 年以来, 随着主营业务收入承压, 公司面临降低成本的压力。其中, 公司对销售费用的管理成效比较显著, 自 2016 年以来, 公司的销售费率一直呈下降趋势。2016 年公司销售费率为 8.04%, 至 2019 年前三季度, 公司销售费率降低至 4.01%, 下降 4.03 个百分点。从管理费率来看, 自 2014 年以来一直围绕 12% 上下波动, 未呈现趋势性。财务费用上升幅度较大, 2017 年财务费用为 0.48 亿元, 2018 年迅速上升至 1.08 亿元, 增幅达 123.55%, 其主要原因为 2018 年公司银行借款和绿色债券利息支出有着显著增加。

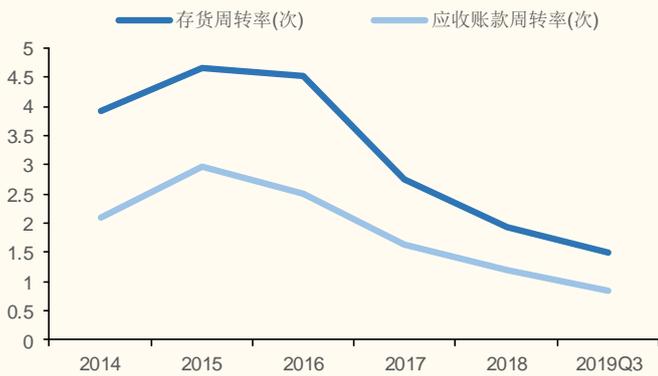
图表 7: 国轩高科销售费率、管理费率、财务费率情况 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

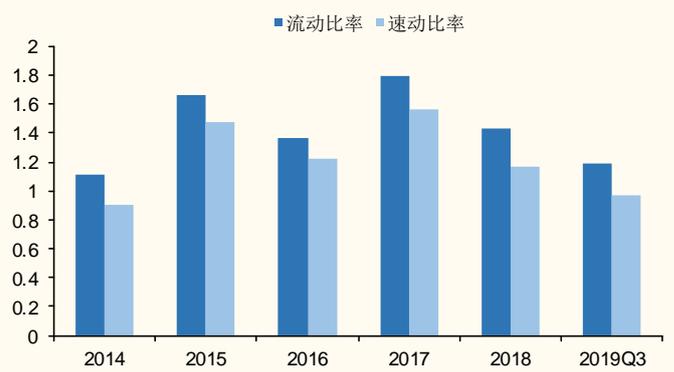
运营能力、偿债能力有所下滑。2016 年至 2019 年前三季度, 公司的应收账款周转率从 2.50 次下降至 0.85 次, 与之同步, 其存货周转率从 2016 年的 4.15 次下降到 2019 年第三季度的 1.50, 从总资产周转率来看, 公司 2019 年第三季度总资产周转率为 0.23 次, 低于行业 (电气部件与设备) 中位值 0.37, 运营能力持续下降。从偿债能力来看, 公司的偿债能力下滑趋势严重, 其中流动比率自 2017 年以来持续下降, 从 2017 年的 1.80 下降至 2019 年第三季度的 1.19。速动比率从 2017 年的 1.56 下降至 2019 年第三季度的 0.97。从资产负债率看, 公司 2019 年 Q3 的资产负债率为 61.20%, 行业中位值为 42.44%, 杠杆高于行业。

图表 8: 国轩高科营运能力情况 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 国轩高科偿债能力情况 (%)



来源: 公司公告, 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@gjqz.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@gjqz.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@gjqz.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