

2020年07月13日

锂离子电池领域领军企业——欣旺转债申购价值分析

固定收益研究团队

——事件点评

杨为敦（分析师）

yangweixiao@kysec.cn

证书编号：S0790520050002

● 锂离子电池行业龙头

公司是国内锂能源领域设计能力最强、配套能力最完善、产品系列最多的锂离子电池模组制造商之一，主要产品为锂离子电池模组，涵盖锂离子电芯、电源管理系统、精密结构件、智能制造等多个领域。公司主营业务包括锂离子电池模组（占2019年公司营收77%），智能硬件类（16%）和结构件（5%）。

● 传统业务高速增长，新兴业务景气度高

公司的传统核心业务手机电池 pack 在 2019 年呈现逆势增长，在全球出货量下降的情况下，2019 年公司手机数码业务实现收入同比增长 21.67%。同时笔记本电脑电池业务实现营收同比增长 40.53%，近五年复合增长率 62.18%。新兴智能硬件产品的异军突起将使整个行业始终维持较高的景气度。根据 IDC 公布的数据，2019 年全球可穿戴市场出货量达到 3.365 亿台，相较 2018 年增长了 89%。

● 预计上市价格中枢约 130.98 元

预计欣旺转债转股溢价率在 12%-16% 区间，价格区间 128.68~133.28 元，价格中枢 130.98 元。

● 中签率约 0.0065%，建议积极申购

第一大股东为王明旺，持股比例为 27.85%。前十大股东合计持股 49.24%。假设原股东有 65% 参与配售，则预计获配 7.28 亿元面值转债，留给市场的规模约为 3.92 亿元。假设欣旺转债网上申购 600 万户，按照打满计算中签率在 0.0065% 左右。建议积极申购。

● 风险提示：正股及市场大幅波动风险；手机需求不及预期

相关研究报告

《投资策略专题-势来不可止，势去不可遏》-2020.7.6

《投资策略专题-风格切换的第一枪》-2020.7.4

《投资策略点评-不要犹豫，赶快切换》-2020.7.1

目 录

1、 发行关键信息	3
2、 欣旺转债：可能为强股性转债	3
3、 上市价格中枢：130.98 元	4
4、 中签率中枢约为 0.0065%，建议积极申购	4
5、 欣旺达：全球锂离子电池领域领军企业	4
5.1、 公司速览：锂离子电池行业龙头	4
5.2、 经营概况：2019 年公司营收/归母净利同比增长 24%/7%	5
5.3、 公司看点：传统业务增长稳健，新兴业务景气度高	6
5.3.1、 手机电池 pack 逆势增长，笔电 pack 有望成为新增长点	6
5.3.2、 智能硬件行业景气度高，新兴业务多方向展开	7
5.4、 同业比较：公司相对估值水平处于行业中枢位置	7
5.5、 欣旺转债募投项目	8
6、 风险提示	8

图表目录

图 1： 公司 2019 年锂离子电池模组营收占比 77%	5
图 2： 公司第一大股东持股 27.85%	5
图 3： 公司 2020Q1 营收同比增长 11%	5
图 4： 公司 2020Q1 归母净利润为负	5
图 5： 公司 2019 年综合毛利率为 15.35%	6
图 6： 2019 年公司手机数码类销售收入同比增长 21.67%	6
图 7： 2019 年全球智能手机出货量为 13.71 亿部	6
图 8： 2019 年公司笔记本电脑类销售收入同比增长 40.53%	7
图 9： 2015-2019 年公司智能硬件类业务增长迅速	7
图 10： 2019 年全球可穿戴设备出货量为 3.37 亿台	7
表 1： 欣旺转债发行时间表	3
表 2： 欣旺转债发行条款一览	3
表 3： 预计上市首日价格中枢 130.98 元	4
表 4： 公司主营业务分为六大产业群	5
表 5： 公司相对估值处于行业中枢位置	8
表 6： 欣旺转债募投项目	8

1、发行关键信息

表1: 欣旺转债发行时间表

交易日	日期	发行进度
T-2	7月10日	刊登《募集说明书》、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	7月13日	原股东优先配售股权登记日，网上路演
T	7月14日	刊登《发行提示性公告》；原股东优先配售认购日；网上申购；确定网上中签率及配号
T+1	7月15日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》，网上申购摇号抽签
T+2	7月16日	刊登《网上中签结果公告》，网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	7月17日	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
T+4	7月20日	刊登《发行结果公告》

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

表2: 欣旺转债发行条款一览

转债名称	欣旺转债	转债代码	123058.SZ
正股名称	欣旺达	正股代码	300207.SZ
发行规模	11.2 亿	所属行业	工业
发行方式	向股权登记日收市后中国结算深圳分公司登记在册的发行人原股东优先配售，原股东优先配售余额部分（含原股东放弃优先配售部分）通过深交所交易系统网上向社会公众投资者发行		
存续期	6 年(2020 年 7 月 14 日至 2026 年 7 月 13 日)		
票面利率	第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2%		
初始转股价格	21.28 元/股（若在募集说明书公告日前 20 个交易日因除权、除息引起股价调整的情形，则需作出相应调整）		
转股期间	自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止		
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后 5 个交易日内，按票面面值的 111%（含最后一期利息）赎回；(2) 有条件赎回：转股期内 15/30, 130%；未转股余额不足人民币 3000 万元		
回售条款	最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价的 70%		
下修条款	存续期内，15/30, 低于 80%		
信用评级	主体：AA；债项：AA；中诚信国际信用评级有限责任公司		

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

2、欣旺转债：可能为强股性转债

按照 2020 年 7 月 10 日 6 年期 AA 级中债企业债到期收益率水平 4.723% 测算，到期按 111 元赎回，欣旺转债的纯债价值约为 88.63 元，债底保护尚可；YTM 中枢约为 2.6%。以 7 月 13 日欣旺达正股收盘价 24.45 元计算，初始平价 114.9 元，股性较强。若所有转债按照转股价 21.28 元进行转股，则对总股本（流通盘数量占比为 88.32%）的摊薄幅度为 3.35%。

3、上市价格中枢：130.98 元

参考相近规模、相似评级的久立转 2（评级 AA、规模 10.4 亿元，平价 110.63 元对应转债价格 124.5，转股溢价率 12.54%）、金禾转债（评级 AA、规模 6 亿，平价 115.83 元对应转债价格 135.9，转股溢价率 17.32%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 12%-16% 区间，价格区间 128.68~133.28 元，价格中枢 130.98 元。

表3：预计上市首日价格中枢 130.98 元

转股溢价率 正股价格	转股溢价率				
	12%	13%	14%	15%	16%
22.98	120.96	122.04	123.12	124.20	125.28
23.72	124.82	125.94	127.05	128.17	129.28
24.45	128.68	129.83	130.98	132.13	133.28
25.18	132.54	133.73	134.91	136.10	137.28
25.92	136.41	137.62	138.84	140.06	141.28

数据来源：开源证券研究所

4、中签率中枢约为 0.0065%，建议积极申购

根据最新数据，欣旺达的第一大股东为王明旺，持股比例为 27.85%。前十大股东合计持股 49.24%。根据公告，本次发行向原股东优先配售，每股配售面值 0.7137 元，未披露配售意愿。假设原股东有 65% 参与配售，则预计获配 7.28 亿元面值转债，留给市场的规模约为 3.92 亿元。

欣旺转债仅设置网上发行。近期发行的宁建转债（评级 AA，规模 5.4 亿元）、安 20 转债（评级 AA，规模 9 亿元）网上申购约 691/682 万户。考虑到欣旺达是创业板公司，我们假设欣旺转债网上申购 600 万户，按照打满计算中签率在 0.0065% 左右，建议积极申购。

5、欣旺达：全球锂离子电池领域领军企业

5.1、公司速览：锂离子电池行业龙头

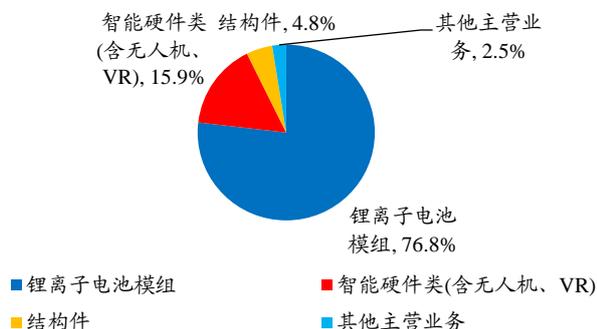
欣旺达成立于 1997 年，于 2011 年在创业板上市，是国内锂能源领域设计能力最强、配套能力最完善、产品系列最多的锂离子电池模组制造商之一。公司主要产品为锂离子电池模组，还涵盖锂离子电芯、电源管理系统、精密结构件、智能制造等多个领域。2019 年年报显示，锂离子电池模组产品收入占公司总营收的 77%，智能硬件类占 16%，结构件占 5%。

表4: 公司主营业务分为六大产业群

主要产品类型	主要产品介绍
锂离子电池模组	手机数码类、笔记本电脑类、动力类
智能硬件类	智能商用产品、电子笔类、健康与个护类、AI 视听类、智能机器人、智能家居类、VR 穿戴类、智能出行类
结构件	精密结构件和薄膜开关
储能系统类	电网储能、工商业储能、家庭储能、网络能源、综合能源服务业务
智能制造类	电芯设备、工装治具、视觉系统、数码 pack、视觉系统
其他主营业务	实验室检测服务等

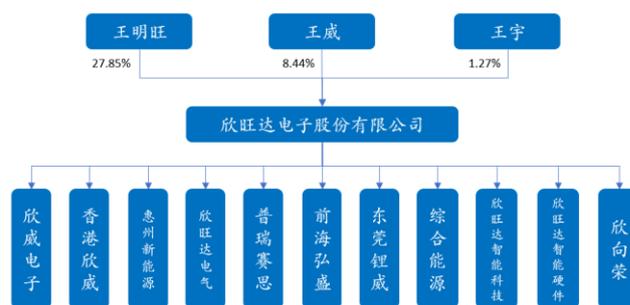
资料来源: 招股说明书、公司官网、开源证券研究所

图1: 公司 2019 年锂离子电池模组营收占比 77%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 公司第一大股东持股 27.85%

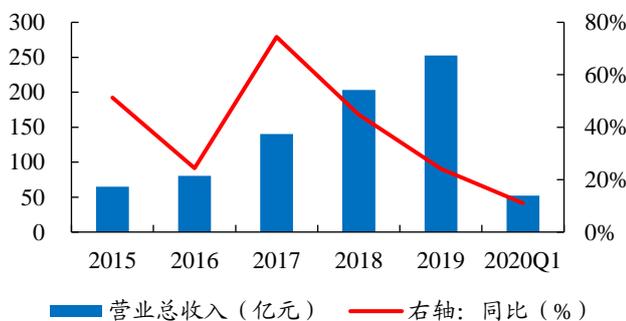


资料来源: Wind、企查查、开源证券研究所

5.2、经营概况: 2019 年公司营收/归母净利润同比增长 24%/7%

2019 年公司盈利能力较好, 营业收入与归母净利润稳定增长。据 2019 年年报显示, 公司全年实现营业收入 252.4 亿元, 同比增长 24.1%; 归母净利润 7.51 亿元, 同比增长 7.06%。2020Q1 实现营业收入 51.98 亿元, 同比增长 11%; 归母净利润-1.03 亿元, 2018 年同期为 1.33 亿元, 受到新冠肺炎疫情的影响, 公司一季度的开工率较低, 原材料采购以及产成品运输延迟, 且部分供应商无法正常提供产品或服务, 使得公司 2020Q1 的归母净利润亏损。

图3: 公司 2020Q1 营收同比增长 11%



数据来源: Wind、开源证券研究所

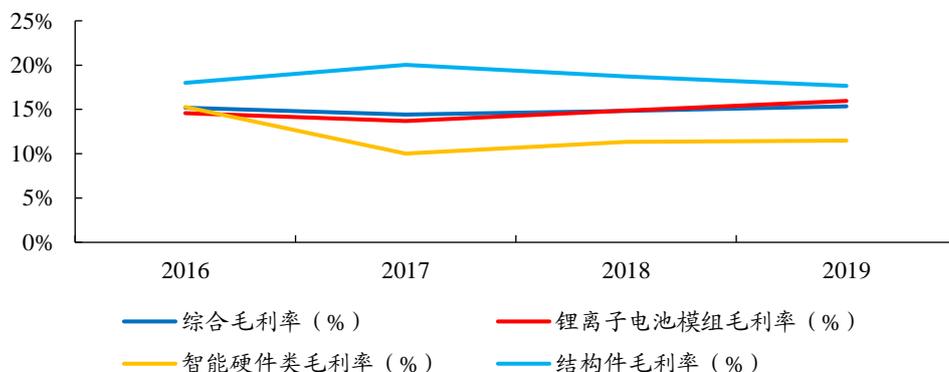
图4: 公司 2020Q1 归母净利润为负



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司综合毛利率水平较为稳定。公司综合毛利率多年来维持在 15%左右，2019 年公司核心业务锂离子电池模组毛利率 15.96%，同比提升 1.09pct。智能硬件类、结构件 2019 年毛利率分别为 11.49%、17.66%。

图5：公司 2019 年综合毛利率为 15.35%



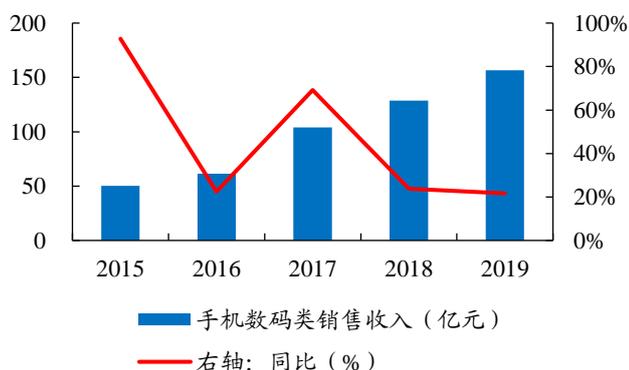
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、公司看点：传统业务增长稳健，新兴业务景气度高

5.3.1、手机电池 pack 逆势增长，笔电 pack 有望成为新增长点

手机电池 pack 是公司传统核心业务，2019 年呈现逆势增长。根据 IDC 统计，2019 年全球智能手机出货量为 13.71 亿部，同比减少 2.3%；根据 Strategy Analytics 统计，在疫情下，全球智能手机出货量从 2019Q1 的 3.304 亿台下滑到 2020Q1 的 2.748 亿台，同比下滑 17%。在全球出货量下滑的情况下，2019 年公司手机数码实现收入 156.51 亿元，同比 2018 年增长 21.67%。公司在市场主流手机品牌中均占据主要供应份额，2019 年与国际化大客户合作进一步加强，主要供应商地位进一步巩固。预计随着全球智能手机的更进一步普及、5G 时代的来临，公司手机 Pack 业务有望稳步增长。

图6：2019 年公司手机数码类销售收入同比增长 21.67%



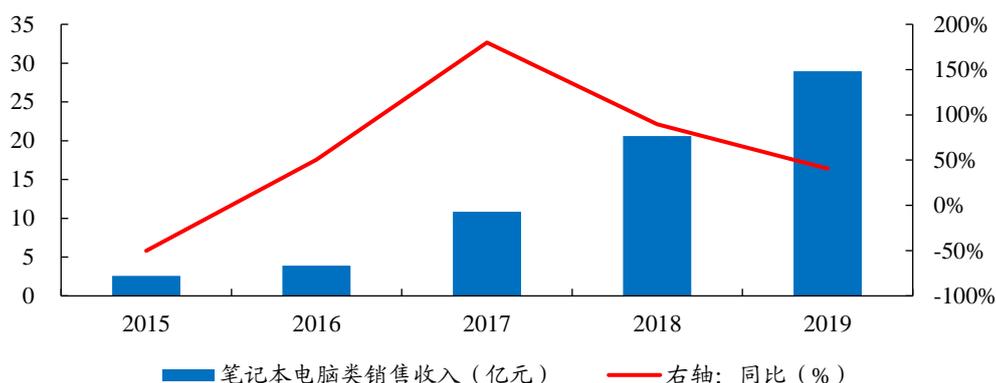
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2019 年全球智能手机出货量为 13.71 亿部



数据来源：Wind、开源证券研究所

笔电 pack 维持高增速，有望成为业绩亮点。随着笔记本电脑由传统的 18650 电池向锂聚合物电池转换，依托公司在手机 pack 领域市场份额和品牌影响力，公司笔电 pack 高速增长。2019 年公司笔记本电脑电池实现营收 28.95 亿元，同比增长 40.53%，近五年复合增长率 62.18%。

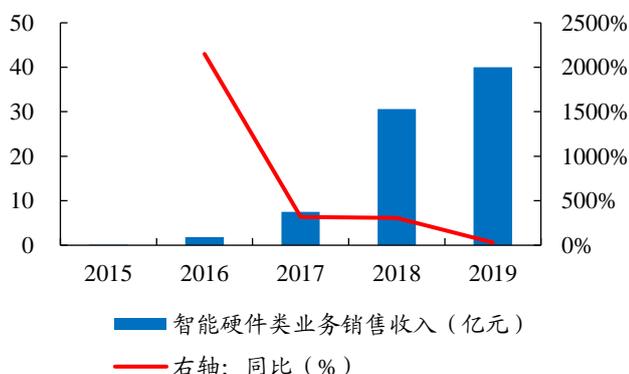
图8：2019年公司笔记本电脑类销售收入同比增长40.53%


数据来源：Wind、开源证券研究所

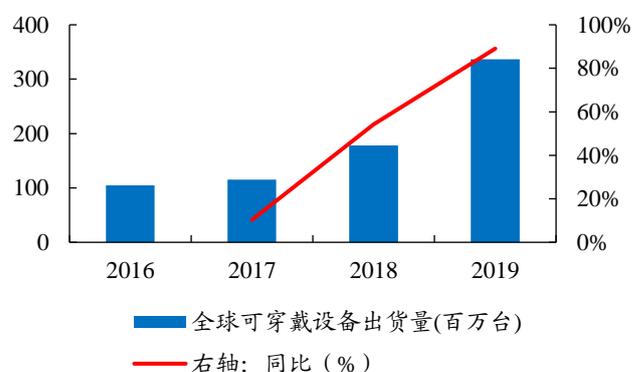
5.3.2、智能硬件行业景气度高，新兴业务多方向展开

新兴智能硬件产品的异军突起成为消费电子行业新的增长点，助力行业维持较高的景气度。根据 IDC 公布的数据，2019 年全球可穿戴市场持续保持高增长，出货量达到 3.365 亿台，相较 2018 年的 1.78 亿部增长了 89%。

公司以向客户提供消费类锂电池为契机，进一步深入展开全产业链客户的多领域合作，扫地机器人、智能出行、电子笔、个人护理和智能音箱等新兴业务全面开展。2019 年公司智能硬件业务收入 40.03 亿元，同比增长 30.73%。

图9：2015-2019年公司智能硬件类业务增长迅速


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2019年全球可穿戴设备出货量为3.37亿台


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、同业比较：公司相对估值水平处于行业中枢位置

与电子行业市值相邻的 10 家公司相比，公司营收增速排名第 7，净利润增速排名第 8；销售毛利率排名第 10，ROE 排名第 4；公司 PE (TTM) 为 65 倍，处于同行平均水平。

表5: 公司相对估值处于行业中枢位置

公司代码	名称	总市值 (亿元)	2019年总 收入增速 (%)	2019年净利 润增速 (%)	2019年毛 利率 (%)	2019年 ROE (%)	PE (TTM)
300207.SZ	欣旺达	336.58	24.10	6.27	15.35	13.50	65.39
002850.SZ	科达利	176.02	11.48	187.84	28.13	9.92	76.56
300709.SZ	精研科技	123.08	66.95	360.55	37.81	12.71	65.06
002859.SZ	洁美科技	129.86	-27.65	-57.16	32.67	7.51	88.06
002402.SZ	和而泰	159.42	36.62	35.98	22.25	16.47	52.27
603327.SH	福蓉科技	121.62	32.03	65.11	34.45	26.89	43.07
300602.SZ	飞荣达	185.20	97.27	112.37	29.75	26.21	52.43
300679.SZ	电连技术	104.91	61.09	-25.13	26.90	5.32	67.42
300207.SZ	欣旺达	241.84	0.34	1,240.90	21.39	1.94	195.96
002850.SZ	科达利	177.70	-11.76	-219.40	28.06	-10.29	-25.18
300709.SZ	精研科技	123.08	66.95	360.55	37.81	12.71	65.06

数据来源: Wind、开源证券研究所

5.5、欣旺转债募投项目

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额为 11.2 亿元，募集资金主要用于投资项目“消费类锂离子电芯扩产项目”，实施主体为惠州锂威新能源科技有限公司。扣除发行费用后募集资金用途如下：

表6: 欣旺转债募投项目

项目名称	拟投资总额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)
消费类锂离子电芯扩产项目	8.24	7.84
补充流动资金	3.36	3.36
合计	11.6	11.2

资料来源: 公司募集说明书、开源证券研究所

6、风险提示

正股及市场大幅波动风险；手机需求不及预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn