



欣旺转债投资价值分析

报告日期：2020-07-15

分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

报告摘要：

欣旺转债于7月14日网上申购。初始转股价21.28元/股，发行期限为6年，拟募集资金11.2亿元。截止7月13日，欣旺达总市值为383.65亿元，若本次发行的可转债全部如期转股，将会占到市值的2.92%，对原股东股权的稀释程度一般。

欣旺转债条款保持中规中矩。按照2020年7月13日中债6年AA级企业债到期收益率4.7728%计算，债底价值为88.38元。按照2020年7月13日的欣旺达收盘价24.45元/股计算，初始平价为114.90元，平价溢价率为-12.97%。

欣旺转债上市价格在138元左右。综合考虑公司的基本面情况、同行业个券和近期整体转债市场的行情，我们估计欣旺转债的转股溢价率在18%到22%之间。通过相对价值法得到的结果在122元到154元之间，我们认为其上市价格在138元左右。

公司不断加大研发投入，自主创新能力与研发水平在行业中领先。公司在BMS研发方面拥有丰富的经验，公司通过自主研发掌握了基本充放电保护、电池参数智能管理、电池保护模块温度调节、数据传输、电池安全保护监控和多电芯平衡等方面的核心技术，得到客户的一致认可。

动力电池业务起步，未来占营收比重有望进一步提升。公司2019年动力电池业务发展较快，动力电池产品得到多家国内外品牌车企的认可，并获得了多家品牌厂商的长期订单，公司目前已出货的动力电池客户主要是吉利、东风柳汽、小鹏等，相关产品实现批量出货。

新能源汽车、5G手机需求增长，带动锂电池模组行业向好发展。2020年以来政府出台各项新能源汽车优惠政策，带动需求不断回升，发展空间广阔。伴随着全球智能手机的进一步普及、5G时代的来临，智能手机市场需求有所回暖，将进一步带动锂电池模组行业向好发展。

风险提示：政策风险；销量不及预期

目 录

1 发行安排.....	3
2 主要条款及分析.....	3
3 上市价格预测.....	4
4 正股基本面分析.....	4

图表目录

表 1: 欣旺转债发行认购时间表	3
表 2: 欣旺转债主要条款	3
表 3: 债性、股性指标	4
表 4: 相对价值法下, 预测欣旺转债上市价格	4
图 1: 2019 年公司营业收入分业务构成	5
图 2: 2016-2019 年营业收入分业务构成 (亿元)	5
图 3: 2019 年公司营业收入分区域构成	5
图 4: 2016-2019 年营业收入分区域构成 (亿元)	5
图 5: 公司专利数量与研发支出	6
图 6: 公司专利类型分布	6
图 7: 新能源汽车及智能手机出货量	7
图 8: 2012-2019 年行业营业收入及增长率	7
图 9: 2014-2020Q1 公司营业收入情况 (亿元)	7
图 10: 2014-2020Q1 公司归母净利润情况 (亿元)	7
图 11: 2014-2020 Q1 公司毛利率情况	8
图 12: 2017-2020 Q1 可比公司毛利率情况	8
图 13: 2017-2020 Q1 公司每股收益情况	8
图 14: 2017-2020 Q1 公司净资产收益率情况	8
图 15: 2017-2020 Q1 公司应收账款周转率情况	9
图 16: 2017-2020 Q1 公司存货周转率情况	9
图 17: 2017-2020Q1 可比公司资产负债率情况	9
图 18: 2014-2020 Q1 公司偿债能力	9

1 发行安排

表 1：欣旺转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	7月10日	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》
T-1	7月13日	原A股股东优先配售股权登记日；网上路演
T	7月14日	刊登《可转债发行提示性公告》；发行首日；原无限售股东优先配售认购日；网上申购日；确定网上中签率
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》；网上申购中签缴款
T+3	7月17日	保荐机构（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》；募集资金划至发行人账户

资料来源：Wind、华安证券研究所

截止2020年7月13日，欣旺转债已发布《募集说明书》、《募集说明书摘要》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》。

截止7月13日，欣旺达总市值为383.65亿元，若本次发行的可转债全部如期转股，将会占到市值的2.92%，对原股东股权的稀释程度一般。

2 主要条款及分析

欣旺转债条款保持中规中矩。按照2020年7月13日中债6年AA级企业债到期收益率4.7728%计算，债底价值为88.38元。按照2020年7月13日的欣旺达收盘价24.45元/股计算，初始平价为114.90元，平价溢价率为-12.97%。

表 2：欣旺转债主要条款

项目	内容
转债名称	欣旺转债
债券代码	123058.SZ
主体及债项评级	AA/AA（联合评级）
发行规模	11.20亿
存续期	6年（2020年07月14日至2026年07月14日）
票面利率	0.40%，0.60%，1.00%，1.50%，1.80%，2.00%
转股价格	21.28元/股
转股期	2021年01月21日至2026年07月13日
向下修正条款	存续期内，15/30，80%
赎回条款	（1）到期赎回：期满后五个交易日内，按债券面值的111%（含最后一期利息）赎回 （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%（含130%）；未转股余额少于3000万元（含3000万元）
回售条款	（1）有条件回售条款：在最后两个计息年度，若公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价70%，可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。 （2）附加回售条款：若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据

项目	内容
	中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。
网络申购限额	100 万元/账户

资料来源：发行公告、华安证券研究所

表 3：债性、股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	88.38	平价	114.90
底价溢价率	13.15%	平价溢价率	-12.97%

资料来源：Wind，华安证券研究所

3. 上市价格预测

根据 2020 年 07 月 13 日的收盘价，欣旺转债转债初始平价为 114.90 元。综合考虑公司的基本面情况、同行业个券和近期整体转债市场的行情，我们估计欣旺转债的转股溢价率在 18%到 22%之间。通过相对价值法得到的结果在 122 元到 154 元之间，我们认为其上市价格在 138 元左右。

表 4：相对价值法下，预测欣旺转债上市价格

转股溢价率/ 正股价	5.00%	6.50%	8.00%	9.50%	11.00%
22.01	122.02	123.05	124.09	125.12	126.16
23.23	128.80	129.89	130.98	132.07	133.17
24.45	135.58	136.73	137.88	139.02	140.17
25.67	142.36	143.56	144.77	145.98	147.18
26.90	149.14	150.40	151.66	152.93	154.19

资料来源：Wind、华安证券研究所

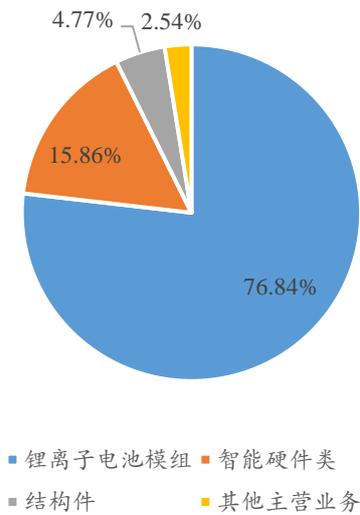
4 正股基本面分析

欣旺达电子股份有限公司成立于 1997 年 12 月 09 日，于 2011 年 04 月 21 日在深圳证券交易所上市。公司是国内锂电领域设计能力最强、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。公司主要从事锂离子电池模组研发制造业务，主要产品为锂离子电池模组，属于绿色环保能源领域。公司产品还涵盖锂离子电芯、电源管理系统、精密结构件、智能制造类(含自动化设备)等多个领域。公司在锂离子电池模组领域，通过自主研发，拥有多项自主原始创新和集成创新的核心技术。通过多年努力，公司先后获评“世界能源 500 强”、“中国电子信息企业百强”、“中国电池百强企业”、“中国民营制造业 500 强”等荣誉。

公司法定代表人为王威，实际控制人为王明旺、王威。截至 2020 年 3 月 31 日，公司前三大股东分别是王明旺(持股 27.85%)，王威(持股 8.44%)，北信瑞丰基金-招商银行-北信瑞丰基金丰悦 45 号资产管理计划(持股 2.55%)。

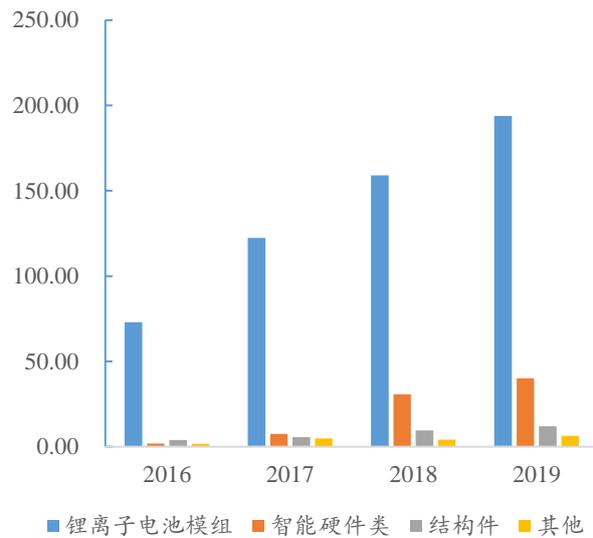
本次发行可转债拟募集资金总额不超过人民币 11.2 亿元(含 11.2 亿元)，扣除发行费用后，募集资金用于以下项目：1、用于消费类锂离子电池扩产项目 7.84 亿元；2 补充流动资金 3.36 亿元。

图 1：2019 年公司营业收入分业务构成



资料来源：Wind、华安证券研究所

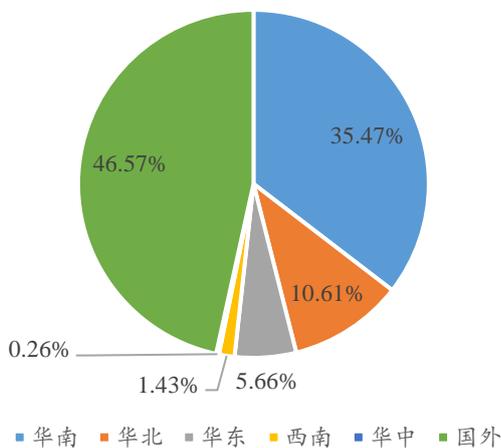
图 2：2016-2019 年营业收入分业务构成（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

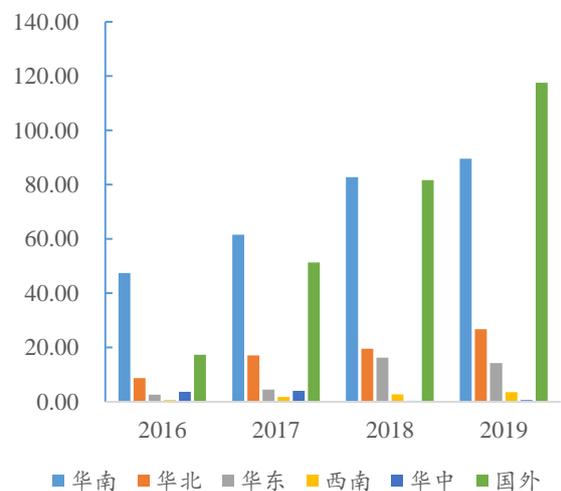
锂离子電池模组是公司最主要业务，近年来营业收入持续增长。公司业务包括锂离子電池模组、智能硬件类、结构件等，其中锂离子電池模组是最主要业务，占比 76.84%。2019 年，锂离子電池模组营业收入 193.95 亿元，同比增长 21.90%，智能硬件类业务近年营业收入也有大幅增加，占营收比重上升至 15.86%。公司目前是国内锂能源领域设计研发能力最强、配套能力最完善、产品系列最多的锂离子電池模组制造商之一，已成功进入国内外众多知名厂商的供应链，未来发展前景广阔。

图 3：2019 年公司营业收入分区域构成



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 4：2016-2019 年营业收入分区域构成（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

公司市场覆盖全国和海外主要区域，与全国乃至全球领先的消费类电子厂商建立了长期稳定的合作关系。公司营业收入主要地区分布在海外和华南地区，分别占比 46.57%、35.47%。2019 年各地区营业收入都有较大幅度的增长，国外营收 117.55 亿元，同比增长 43.88%。公司对外出口产品主要为手机及笔记本锂电池模组产品，该类产品销售对象为苹果、华为、小米、OPPO、vivo 等国内外知名消费电子厂商。未来公司也将致力于拓展全球客户，提升行业渗透率与占有率。

图 5：公司专利数量与研发支出

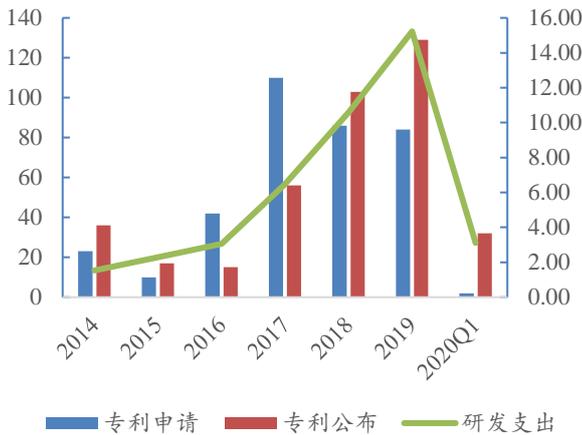
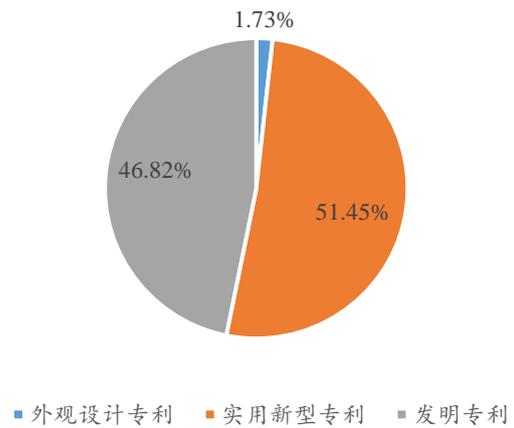


图 6：公司专利类型分布



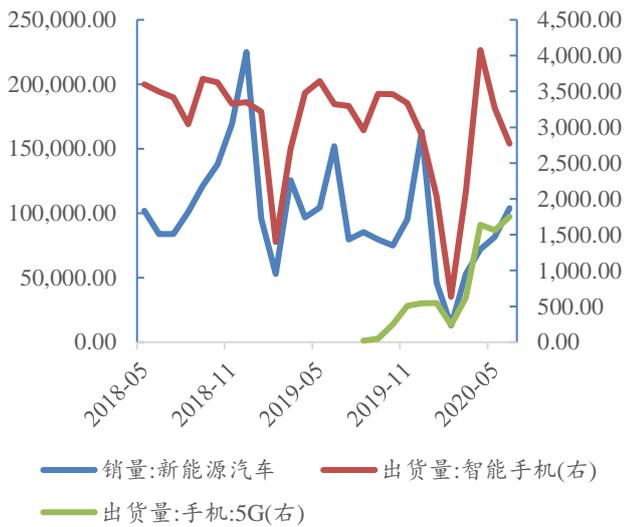
资料来源：Wind、华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所

公司不断加大研发投入，自主创新能力与研发水平在行业中领先。公司近年来研发投入力度不断加大，2019 年公司研发投入 15.23 亿元，同比增长 43.66%。公司现有专利总数 346 个，其中实用新型专利 178 个，外观设计专利 6 个，发明专利 162 个，位于行业平均水平。公司自成立以来，始终高度重视研发及创新，积累了雄厚的技术优势，坚持依靠持续的技术创新为客户提供更加完善的产品和服务。公司在手机数码类锂离子电池模组、笔记本电脑类锂离子电池模组和汽车及动力类锂电池的研发方面，处于国内同行业领先水平。公司在 BMS 研发方面处于国内领先水平，拥有丰富的经验，公司通过自主研发掌握了基本充放电保护、电池参数智能管理、电池保护模块温度调节、数据传输、电池安全保护监控和多电芯平衡等方面的核心技术，自主研发的电源管理系统可用于公司产品手机电池、笔记本电脑电池、汽车及动力电池和储能电池系统上，得到客户的一致认可。

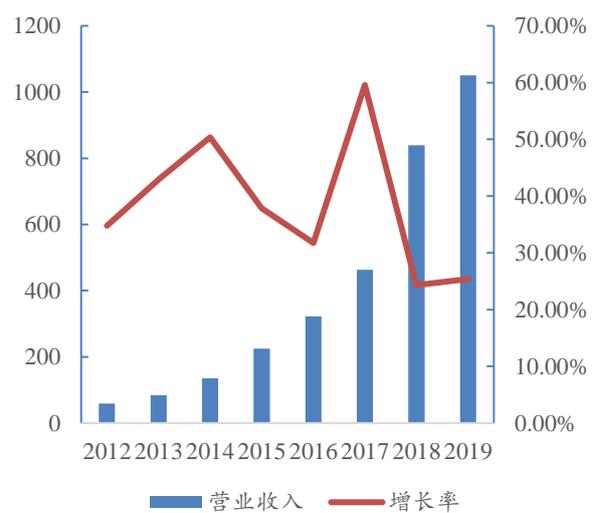
动力电池业务起步，未来占营收比重有望进一步提升。公司 2019 年动力电池业务发展较快，动力电池产品得到多家国内外品牌车企的认可，并获得了多家品牌厂商的长期订单，公司目前已出货的动力电池客户主要是吉利、东风柳汽、小鹏等，相关产品实现批量出货：2019 年，公司 1-10 月累计乘用车装机量第 10 名，BEV 产品累计出货达到 21736 台，合计约 1.11GWh，其中自主电芯出货 13092 台，合计约 0.7GWh。2020 年 7 月 10 日，欣旺达动力电池项目在溧水工厂举办量产交付仪式，项目建成后，将服务整个华东地区新能源汽车企业，带动区域高端研发、技术及管理等人才的聚集。未来公司将进一步拓展与国际大客户深度合作，在新客户的导入及产能逐步释放后，收入占比会有所提升。

图 7：新能源汽车及智能手机出货量



资料来源：Wind、华安证券研究所

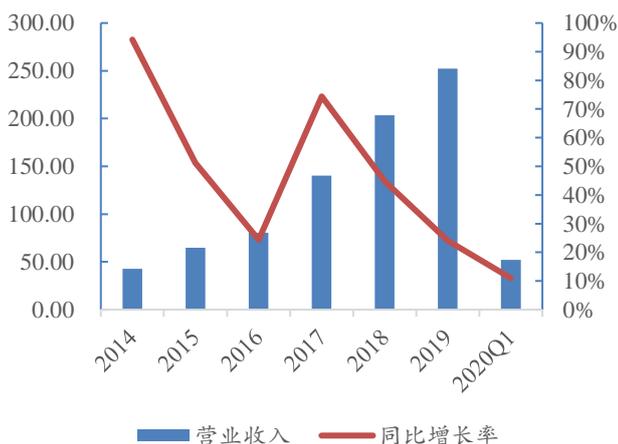
图 8：2012-2019 年行业营业收入及增长率



资料来源：Wind、华安证券研究所

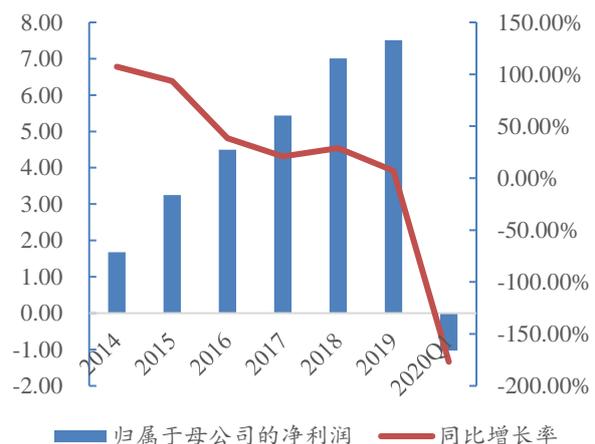
新能源汽车、5G 手机需求增长，带动锂电池模组行业向好发展。公司所属的锂电池模组行业近年营业收入不断提升，净利润显著增加。截止 2019 年底，锂电池模组行业包括 19 家公司，行业营收 1050.38 亿，同比增长 25.37%，行业归母净利润 85.05 亿元，同比增长 606.01%。锂离子电池产业作为新能源领域的重要组成部分，目前正受到世界各国政府的高度重视和大力扶持，得到迅速发展，广泛应用于手机、笔记本电脑、电动汽车等领域。2020 年以来政府出台各项新能源汽车优惠政策，带动其需求不断回升，2020 年 6 月新能源汽车销量 10.40 万辆，环比增长 27.35%，发展空间广阔。伴随着全球智能手机的进一步普及、5G 时代的来临，智能手机市场需求有所回暖，其中 5G 手机需求量不断增长，2020 年 6 月出货量 1751.3 万部，占智能手机出货量 63.21%，将进一步带动锂电池模组行业向好发展。

图 9：2014-2020Q1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 10：2014-2020Q1 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

公司营业收入增速放缓，归母净利润受疫情影响转负。近年来公司营业收入不断增长，同比增速有所放缓，2017-2019 年分别为 74.43%，44.81%，24.10%；归母净利润持续上升，2017-2019 年分别为 5.44 亿元，7.01 亿元，7.51 亿元，2020 年 1 季度受疫情影响较大转负，为 -1.03 亿元，同比增速 -176.79%。2019 年全球智能手机出货量同

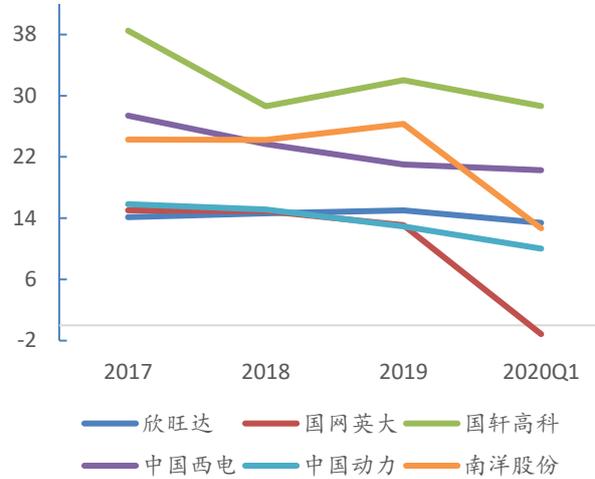
比减少 2.3%，行业竞争加剧，公司紧贴客户需求，积极扩大市场份额，与国际化大客户合作广度与深度进一步加强，形成稳定的大客户群体，成为公司业绩增长的巨大保障。

图 11：2014-2020 Q1 公司毛利率情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 12：2017-2020 Q1 可比公司毛利率情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

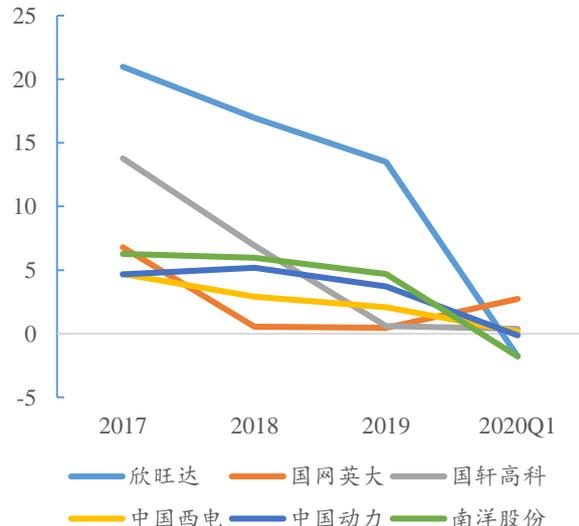
公司毛利率波动上升，处于可比公司平均水平。2017-2019 年公司毛利率保持平稳，分别为 14.42%，14.83%，15.35%，2020 年 1 季度毛利率有所下降，为 13.64%。行业内可比公司毛利率在 2020 年 1 季度都有不同程度的下滑，欣旺达位于可比公司平均水平。分产品来看，2019 年年报数据显示，手机数码类毛利率为 17.06%，智能硬件类毛利率为 11.49%，笔记本电脑类毛利率为 11.40%，电动汽车电池类毛利率为 11.31%，精密结构件类毛利率为 17.66%。

图 13：2017-2020 Q1 公司每股收益情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 14：2017-2020 Q1 公司净资产收益率情况

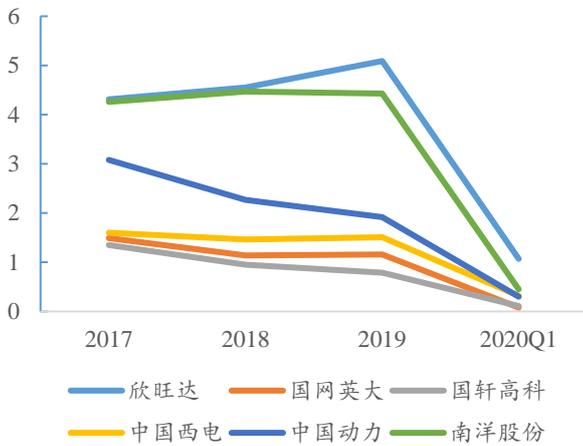


资料来源：Wind、华安证券研究所

公司盈利能力在可比公司中处于较高水平，智能制造项目将促进业务增长和转型。截止 2019 年底，公司每股收益为 0.49，净资产收益率 13.50%，均在行业中位于较高水平。2020 年，基于“5G+工业互联网”示范性项目规划实施路径，公司将逐步建设 5G 基站、设备智能感知、生产线数字孪生平台，结合大数据、AI 新技术赋能企业制

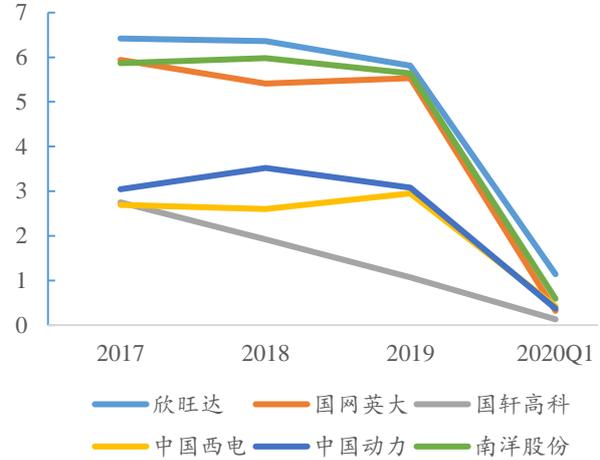
造与运营，辅助管理决策；并逐步开展数字化管理项目的建设，如智能仓储、智能运维系统、关务系统、供应链协同平台、SRM、CRM、JIT 生产、数据仓库等系统，以实现集团全面数字化、生产自动化、信息化及智能化运营的高效管理体系，达成业务增长目标和转型目标。

图 15: 2017-2020 Q1 公司应收账款周转率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

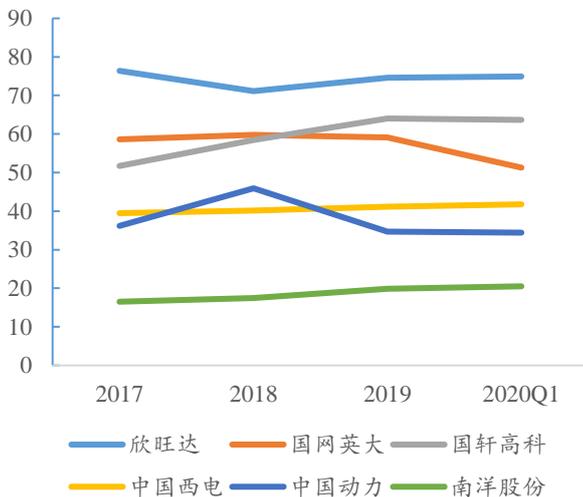
图 16: 2017-2020 Q1 公司存货周转率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

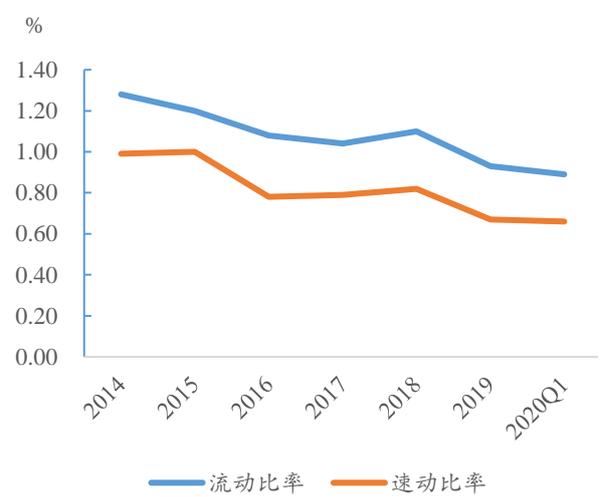
公司营运能力优异，贷款回收能力与存货管理效率均在可比公司中处于较高水平。2017-2019 年，公司的应收账款周转率分别为 4.31, 4.55, 5.09，总体应收账款周转率在可比公司中位居第一，贷款回收能力较强。2017-2019 年，公司的存货周转率分别为 6.42, 6.36, 5.81，存货管理效率较高。2020 年 1 季度，行业总体偿债能力受疫情影响有所下降，欣旺达在可比公司中应收账款周转率和存货周转率均位于领先水平。

图 17: 2017-2020Q1 可比公司资产负债率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

图 18: 2014-2020 Q1 公司偿债能力



资料来源: Wind、华安证券研究所

2017-2020 年 1 季度，公司的资产负债率分别为 76.38%, 71.12%, 74.59%, 74.96%，在可比公司中处于较高水平。流动比率和速动比率自 2018 年开始小幅下降，2020 年 1 季度分别为 0.89%, 0.66%，说明公司的短期偿债能力有所下降。部分原因在于公司为经营发展需要增加流动资金贷款。可转债发行将有助于缓解流动性压力，改善公司债务结构。



重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。