

固收点评 20201122

永安转债：多载体共享出行，平台创造稳定盈利

2020年11月22日

事件

- **永安转债(113609.SH)于11月24日开始网上申购**：总发行规模为8.86亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于共享助力车智能系统的设计及投放项目及补充流动资金。
- **永安转债条款中规中矩；上市价格预计在110-124元之间**：转债存续期为6年，联合评级为AA-/AA-，初始转股价为20.34元/股。下修条款为“15/30、90%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30、70%”，条款中规中矩。以6年AA-中债企业债到期收益率7.0983%（11/20）计算，纯债价值为80.48元，债底保护性较弱。按照11月20日永安行的收盘价为20.30元，转换平价为99.80元。参考同行业转债，我们预计永安转债转股溢价率为15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在110-124元之间，建议投资者积极参与。

观点

- **共享出行符合时代趋势，政策助力公司可持续**。公司主要从事基于物联网和大数据分析技术的共享出行系统的研发、建设、销售和运营服务，通过永安行APP向消费者提供共享出行平台服务。共享出行指提供非独占式交通出行资源使用权服务的行业，伴随信息技术的进步和商业模式的发展、创新，共享出行的实现方式日渐多元化，也更加适应时代变化的要求，为居民生活提供便利的同时节约了城市资源。2019年7月，交通运输部《数字交通发展规划纲要》提出鼓励平台型企业深化多源数据融合，整合线上和线下资源，鼓励打造数字化出行助手。公司所搭建的共享出行平台契合政策需求，未来发展可持续性较强。
- **多种出行工具相融合，提供系统化解决方案**。根据《中国共享经济发展报告（2020）》，2019年我国共享经济市场交易规模约为3.28万亿元，同比增长约11.6%，其中交通出行2019年交易规模2700亿元，较2018年增长9%，虽然增长率出现边际放缓，但市场依旧可观。共享经济在向中高速增长转变的同时也更注重质量和效率，公司已完成将传统的公共自行车业务与新一代公共自行车业务、共享助力车业务、共享汽车业务、网约车业务的技术对接和服务融合，为消费者提供多样化的出行工具。多种共享出行服务间可以实现有效融合和数据共享，快速提升永安行共享出行平台的业务收入。目前公司主营业务收入主要包括系统运营服务业务收入、共享出行平台业务收入、系统销售业务收入等。其中系统运营服务占比较大，2020年前三季度为72.84%。
- **先发和规模优势显著，技术实力雄厚**。公司长期深耕共享出行，业务扩展至全国近300个左右市、县，积累了超过5100万名会员并持续快速增长，且公司业务都是凭借当地政府部门的市场准入获准经营，采取“固定站点停放”及“临时锁车”辅助的模式，避免乱停乱放现象的发生，与当地政府建立了深度合作的关系。产品方面，公司不断强化技术深度，在物联网存储芯片、氢能源助力车等方面进行研发投入，以创新促增长，提高核心竞争力。据公司公告，新一代的物联网存储芯片计划将在2020年底推出。有望辅助共享平台强化业务效率，提升公司盈利能力。
- **风险提示**：宏观经济波动风险、新技术落地不及预期、疫情复发减少出行人数。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收周报 20200922：债市维持净流入，发达经济体股市转向净流入——股债资金流向双周报（2020年第四期）》2020-09-22
- 2、《固收点评 20200921：利率不变符合预期，货币政策空间仍存》2020-09-22
- 3、《固收周报 20200920：本周股市强势回升，关注转债投资机会》2020-09-21
- 4、《固收点评 20200918：8月央行转缩为扩，加大流动性投放力度》2020-09-21
- 5、《固收月报 20200920：新兴经济暂缓降息，复苏之路举步维艰》2020-09-20

内容目录

1. 转债信息	3
2. 基本面分析	5
3. 风险提示	8

图表目录

图 1: 2020H1 公司主营业务构成 (单位: %)	5
图 2: 2015-2020Q1-3 营业收入及同比增速 (单位: 亿元, %)	7
图 3: 2015-2020Q1-3 应收账款周转率及存货周转率 (次)	7
图 4: 2015-2020Q1-3 三费占比总收入 (单位: %)	8
图 5: 2015-2020Q1-3 资产负债率及经营净现金流 (单位: 亿元, %)	8

表 1: 永安转债发行认购时间表	3
表 2: 永安转债基本条款	3
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	4
表 4: 债性和股性指标	4
表 5: 相对价值法预测洪城转债上市价格 (单位: 元)	4

1. 转债信息

表 1: 永安转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2020 年 11 月 20 日	刊登募集说明书及摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2020 年 11 月 23 日	网上路演; 原股东优先配售股权登记日
T	2020 年 11 月 24 日	发行首日; 刊登《发行提示性公告》; 原股东优先配售认购日; 网上申购日; 确定网上中签率
T+1	2020 年 11 月 25 日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 网上发行摇号抽签
T+2	2020 年 11 月 26 日	刊登《网上中签结果公告》; 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)
T+3	2020 年 11 月 27 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	2020 年 11 月 30 日	刊登《发行结果公告》

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 2: 永安转债基本条款

转债名称	永安转债	正股名称	永安行
转债代码	113609.SH	正股代码	603776.SH
发行规模	8.86 亿元	正股行业	汽车-其他交运设备
存续期	6 年(2020/11/24-2026/11/23)	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	20.34 元/股	转股期	6 个月(2021/5/31-2026/11/23)
票面利率	0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、2.0%、3.0%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 90%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 以票面面值的 115% (含最后一期利息) 的价格赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%; 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
共享助力车智能系统的设计及投放项目	73,648	73,648
补充流动资金	15,000	15,000
合计	88,648	88,648

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所整理

表 4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	80.48 元	转换平价 (以 11/20 收盘价)	99.80 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	24.26%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	0.20%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-/AA-，初始转股价为 20.34 元/股。下修条款为“15/30、90%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30，70%”，条款中规中矩。以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 7.0983% (11/20) 计算，纯债价值为 80.48 元，债底保护性较弱。按照 11 月 20 日永安行的收盘价为 20.30 元，转换平价为 99.80 元，平价溢价率为 0.20%。

表 5: 相对价值法预测永安转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		15%	16.25%	17.50%	18.75%	20.00%
-10%	18.27	103.30	104.42	105.54	106.66	107.79
-5%	19.29	109.04	110.22	111.41	112.59	113.78
11/20 收盘价	20.30	114.77	116.02	117.27	118.52	119.76
5%	21.32	120.51	121.82	123.13	124.44	125.75
10%	22.33	126.25	127.62	129.00	130.37	131.74

数据来源：Wind，东吴证券研究所

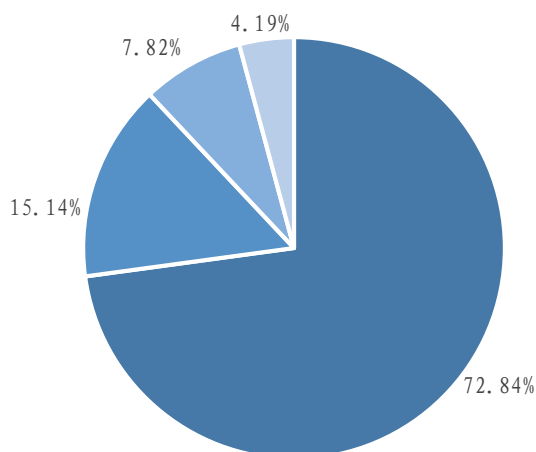
根据 2020 年 11 月 20 日永安行收盘价 20.30 元计算，初始转换平价 99.80 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计永安转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计洪城转债上市价格约 110 元到 124 元之间。

2. 基本面分析

共享出行符合时代趋势，政策助力公司可持续。公司主要从事基于物联网和大数据分析技术的共享出行系统的研发、建设、销售和运营服务，通过永安行 APP 向消费者提供共享出行平台服务。共享出行指提供非独占式交通出行资源使用权服务的行业，伴随信息技术的进步和商业模式的发展、创新，共享出行的实现方式日渐多元化，也更加适应时代变化的要求，为居民生活提供便利的同时节约了城市资源。2019 年 7 月，交通运输部《数字交通发展规划纲要》提出鼓励平台型企业深化多源数据融合，整合线上和线下资源，鼓励打造数字化出行助手。公司所搭建的共享出行平台契合政策需求，未来发展可持续性较强。

多种出行工具相融合，提供系统化解方案。根据《中国共享经济发展报告(2020)》，2019 年我国共享经济市场交易规模约为 3.28 万亿元，同比增长约 11.6%，其中交通出行 2019 年交易规模 2700 亿元，较 2018 年增长 9%，虽然增长率出现边际放缓，但市场依旧可观。共享经济在向中高速增长转变的同时也更注重质量和效率，公司已完成将传统的公共自行车业务与新一代公共自行车业务、共享助力车业务、共享汽车业务、网约车业务的技术对接和服务融合，为消费者提供多样化的出行工具。多种共享出行服务间可以实现有效融合和数据共享，快速提升永安行共享出行平台的业务收入。目前公司主营业务收入主要包括系统运营服务业务收入、共享出行平台业务收入、系统销售业务收入等。其中系统运营服务占比较大，2020 年上半年为 72.84%。

图 1: 2020H1 公司主营业务构成 (单位: %)



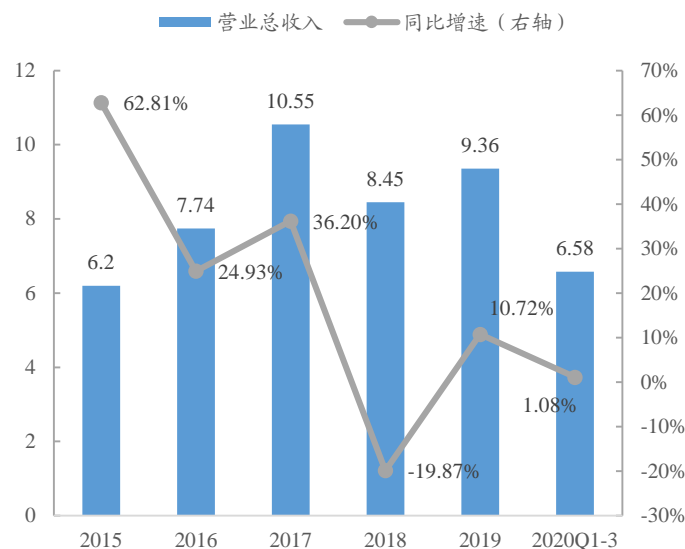
■ 系统运营服务业务 ■ 共享出行平台业务 ■ 系统销售业务 ■ 智慧生活业务

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

先发和规模优势显著，技术实力雄厚。公司长期深耕共享出行，业务扩展至全国近 300 个左右市、县，积累了超过 5100 万名会员并持续快速增长，且公司业务都是凭借当地政府部门的市场准入获准经营，采取“固定站点停放”及“临时锁车”辅助的模式，避免乱停乱放现象的发生，与当地政府建立了深度合作的关系。产品方面，公司不断强化技术深度，在物联网存储芯片、氢能源助力车等方面进行研发投入，以创新促增长，提高核心竞争力。据公司公告，新一代的物联网存储芯片计划将在 2020 年底推出。有望辅助共享平台强化业务效率，提升公司盈利能力。

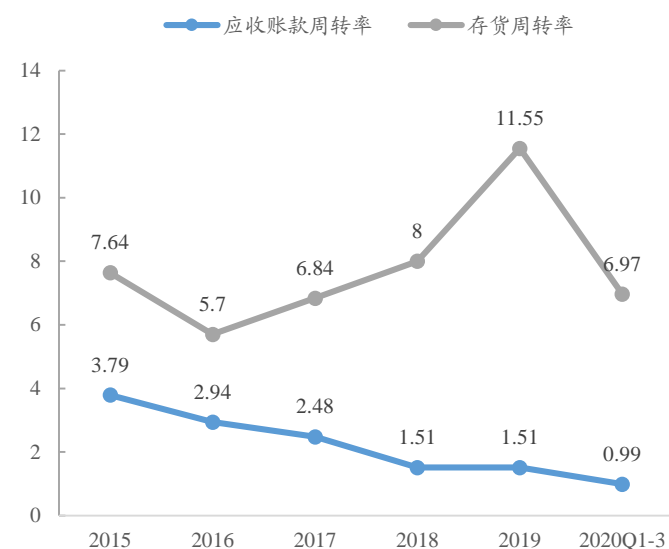
政府深入合作，公共服务属性保障稳定盈利。公司相对于自由停放的共享单车运营商，虽然便利性稍有欠缺，但是政府付费的公共自行车业务为公司持续提供了稳定的盈利，对于共享出行工具的投放点，公司一般采取先试用再扩大，结合 APP 的数据反馈能够有效监控工具的被使用情况，合理控制投入，提升盈利能力。公司前三季度实现营业收入 6.58 亿元，同比增长百分之 1.08%，受疫情影响上半年公共出行有所减少，第三季度已出现明显回升，未来居民生活正常化，公司营业收入有望实现稳定增长。存货周转率 2016-2019 年分别为 5.7、6.84、8、11.55，呈增长趋势。

图 2: 2015-2020Q1-3 营业收入及同比增速 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

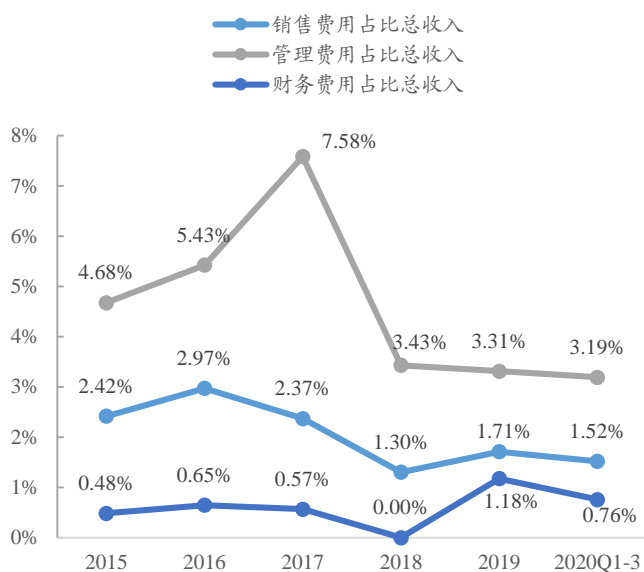
图 3: 2015-2020Q1-3 应收账款周转率及存货周转率 (次)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

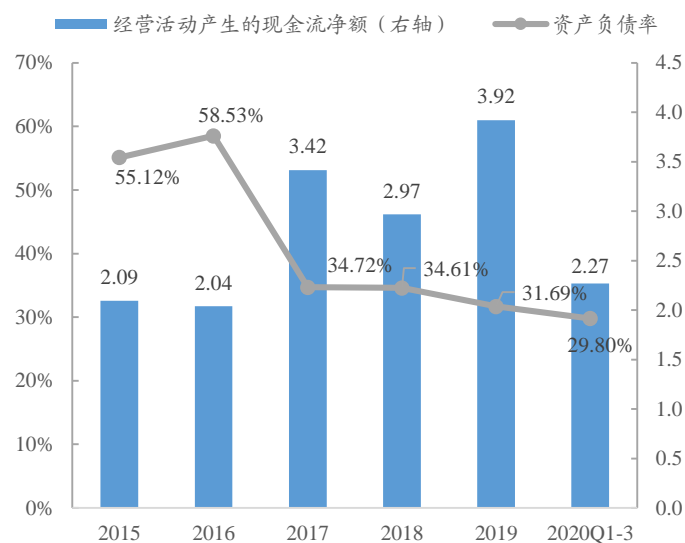
期间费用基本稳定, 资产负债率不断下降。公司 2018 年、2019 年、2020 年前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率基本保持稳定。资产负债率 2018 年、2019 年、2020 年前三季度分别为 34.61%、31.69%、29.8%, 逐年下降。经营活动产生的现金流净额 2020 年前三季度为 2.27 亿, 较去年有所下降。公司总体现金流状况尚可, 偿债能力较好。

图 4: 2015-2020Q1-3 三费占比总收入 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2015-2020Q1-3 资产负债率及经营净现金流 (单位: 亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

宏观经济波动风险、新技术落地不及预期、疫情复发减少出行人数。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

