

固收点评 20220223

通 22 转债：“渔光一体”的双龙头企业

2022 年 02 月 23 日

事件：

■ 通 22 转债（110085.SH）于 2022 年 2 月 24 日开始网上申购：总发行规模为 120.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于高纯晶硅项目、单晶拉棒切方项目以及补充流动资金。

■ 当前债底估值为 91.90 元，YTM 为 2.16%。通 22 转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司评级为 AA+/AA+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.6%、1.5%、1.8%、2%，到期赎回价格为票面面值的 109%（含最后一期利息），以 6 年 AA+中债企业债到期收益率 3.6341 %（2022/2/22）计算，纯债价值为 91.90 元，纯债对应的 YTM 为 2.16%，债底保护一般。

■ 当前转换平价为 106.47 元，平价溢价率为 -6.08%。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止，即 2022 年 09 月 02 日至 2028 年 02 月 23 日。初始转股价 39.27 元/股，正股通威股份 2 月 22 日的收盘价为 41.81 元，对应的转换平价为 106.47 元，平价溢价率为 -6.08%。

■ 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 8.42%。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%”，条款中规中矩。按初始转股价 39.27 元计算，转债发行 120.00 亿元对总股本和流通盘的稀释率均为 8.42%，对股本具有一定的摊薄压力。

■ 我们预计通 22 转债上市首日价格在 123.93~142.56 元之间，我们预计中签率为 0.0368%。综合可比标的，考虑到通 22 转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力中等，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 123.93~142.56 元区间。我们预计网上中签率 0.0368%，建议积极申购。

点评：

■ 通威股份是一家“农业+光伏”的双龙头企业。主营业务为水产饲料、畜禽饲料的研发、生产和销售，以及高纯晶硅生产、太阳能电池及组件的研发、生产、销售以及光伏电站建设与运营。公司产品广泛应用于饲料行业、光伏新能源行业等领域，行业地位突出。

■ 2016 年以来公司营收及归母净利润呈现连续增长的趋势，2016-2020 年营业收入复合增速为 20.62%。受益于“双碳”承诺、光伏行业快速发展，光伏新能源产业迅速得到市场认可，同时农牧产业发展稳定，公司总体营收及归母净利润快速增长。

■ 公司营业收入构成稳定，收入主要来自以饲料销售为主的农牧业务和以上游高纯晶硅、中游太阳能电池及下游“渔光一体”光伏电站为主的光伏业务。2016 年-2021 年 Q1-3，农牧业务和光伏业务占营业收入的比重之和均在 95%以上，营业收入构成稳定。

■ 2016 年以来销售毛利率和销售净利率总体呈上升趋势，期间略有下降，三费率水平总体较为稳定。2018 年以来，受国际贸易争端等因素的影响，饲料企业原材料采购成本增加，公司农牧业务的毛利率有所下降；公司光伏业务毛利率受高纯晶硅、太阳能电池平均销售单价影响，呈现先降后升的趋势。三费率水平总体较为稳定，管理费用占比上升主要因为随着重要项目投产，业务规模扩大，相应费用增加。

■ 风险提示：项目进展不及预期风险、违约风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

1、《固收点评 20220222：江苏省弱资质城投债现状 4 个知多少，道阻且长，行则将至》
2022-02-22

2、《固收点评 20220221：精装转债，国内领先的批量精装修服务企业》
2022-02-21

3、《固收周观 20220220：“宽信用”逻辑下的债券市场》
2022-02-20

4、《固收点评 20220216：通胀延续回落，宽松仍可期》
2022-02-16

5、《固收点评 20220215：苏利转债，精细化工领域的农化企业》
2022-02-15

内容目录

1. 转债基本信息.....	3
2. 投资申购建议.....	5
3. 正股基本面分析.....	6
4. 风险提示.....	9

图表目录

图 1: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）	7
图 2: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）	7
图 3: 2016-2020 营业收入构成	8
图 4: 2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）	9
图 5: 2016-2021Q1-3 三费率水平（%）	9

表 1: 通 22 转债发行认购时间表.....	3
表 2: 通 22 转债基本条款.....	4
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: 相对价值法预测通 22 转债上市价格（单位：元）	6

1. 转债基本信息

表 1: 通 22 转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-02-22	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-02-23	网上路演 原股东优先配售股权登记日
T	2022-02-24	发行首日 刊登发行提示性公告 原股东优先配售（缴付足额资金） 网上申购（无需缴付申购资金） 确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-02-25	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-02-28	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	2022-03-01	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	2022-03-02	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：通 22 转债基本条款

转债名称	通 22 转债	正股名称	通威股份
转债代码	110085.SH	正股代码	600438.SH
发行规模	120.00 亿元	正股行业	电力设备-光伏设备-硅料硅片
存续期	6 年（2022 年 02 月 24 日至 2028 年 02 月 23 日）	主体评级/债项评级	AA+/AA+
转股价	39.27 元	转股期	发行结束之日起满 6 个月后（2022 年 09 月 02 日至 2028 年 02 月 23 日）
票面利率	0.2%、0.4%、0.6%、1.5%、1.8%、2%		
向下修正条款	存续期，15/30，85%		
赎回条款	（1）到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的 109%（含最后一期利息）全部赎回 （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
乐山二期高纯晶硅项目	401,020.00	260,000.00
包头二期高纯晶硅项目	413,475.00	300,000.00
15GW 单晶拉棒切方项目	440,535.87	290,000.00
补充流动资金	350,000.00	350,000.00
合计	1,605,030.87	1,200,000.00

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	91.90 元	转换平价（以 2022/2/22 收盘价）	106.47 元
纯债溢价率（以面值 100 计算）	8.82%	平价溢价率（以面值 100 计算）	-6.08%
纯债到期收益率 YTM	2.16%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前债底估值为 91.90 元，YTM 为 2.16%。通 22 转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司评级为 AA+/AA+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.6%、1.5%、1.8%、2%，到期赎回价格为票面面值的 109%（含最后一期利息），以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 3.6341%（2022/2/22）计算，纯债价值为 91.90 元，纯债对应的 YTM 为 2.16%，债底保护一般。

当前转换平价为 106.47 元，平价溢价率为 -6.08%。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止，即 2022 年 09 月 02 日至 2028 年 02 月 23 日。初始转股价 39.27 元/股，正股通威股份 2 月 22 日的收盘价为 41.81 元，对应的转换平价为 106.47 元，平价溢价率为 -6.08%。

转债条款中规中矩。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%”，条款中规中矩。

总股本稀释率为 8.42%。按初始转股价 39.27 元计算，转债发行 120.00 亿元对总股本和流通盘的稀释率均为 8.42%，对股本具有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计通 22 转债上市首日价格在 123.93~142.56 元之间。按通威股份最新收盘价测算，当前转换平价为 106.47 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的苏银转债（转换平价 107.38 元）、南航转债（转换平价 115.54 元）、杭银转债（转换平价 113.78 元），当前转股溢价率分别为 14.34%、15.99%、9.91%；

2) 参照同属电力设备板块的起帆转债（转换平价 115.27 元）、隆 22 转债（转换平价 83.59 元）、日丰转债（转换平价 118.96 元），当前转股溢价率分别为 14.81%、48.88%、12.22%；

3) 参考近期上市的华正转债（转换平价 86.39 元）、隆 22 转债（转换平价 84.09 元）、城市转债（转换平价 95.94 元），上市当日转股溢价率分别为 37.45%、49.10%、29.46%；

上述 1) 和 2) 转债转换平价及转股溢价率日期均为 2022 年 2 月 22 日收盘价，3) 转换平价及转股溢价率日期为上市当天。综合可比标的，考虑到通 22 转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力中等，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 123.93~142.56 元区间。

表 5: 相对价值法预测通 22 转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%
-5%	39.72	116.32	121.37	126.43	131.49	136.55
-3%	40.56	118.77	123.93	129.09	134.26	139.42
2022/2/22 收盘价	41.81	122.44	127.76	133.09	138.41	143.73
3%	43.06	126.11	131.59	137.08	142.56	148.04
5%	43.90	128.56	134.15	139.74	145.33	150.92

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 66.27%。通威股份持股 5%以上的股东以及董监高已出具承诺函, 持股 5%以上的股东、董事及高级管理人员通威集团、香港中央结算有限公司承诺直接参与公司本次公开发行可转债认购, 认购比例暂未确定, 除前述人员外, 其他各方均不直接参与本次可转债的认购。公司前 10 大股东持股比例 54.22%, 假设前十大股东 80%参与优先配售, 其他股东中有 50%参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 66.27%。

我们预计中签率为 0.0368%。通 22 转债发行总额为 120.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 66.27%, 剩余网上投资者可申购金额为 40.48 亿元。通 22 转债仅设置网上发行, 近期发行的天奈转债网上申购数约 1,000.28 万户, 台 21 转债网上申购数约 1,106.89 万户, 隆 22 转债网上申购数约 1,129.44 万户。我们预计通 22 转债网上有效申购户数为 1100 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率 0.0368%。

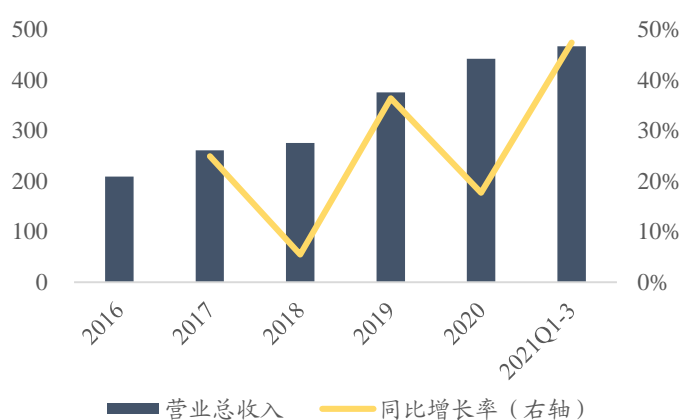
3. 正股基本面分析

通威股份是一家“农业+光伏”的双龙头企业。农牧方面: 主营业务为水产饲料、畜禽饲料的研发、生产和销售, 同时涉及动保药品生产、水产苗种和鱼、鸭、猪养殖, 主要产品为水产饲料和畜禽饲料; 光伏方面: 主营业务为高纯晶硅生产、太阳能电池及组件的研发、生产、销售以及光伏电站建设与运营, 主要产品为高纯晶硅、太阳能电池及组件。公司产品广泛应用于饲料行业、光伏新能源行业等领域, 行业地位突出。农牧方面, 公司是全球水产饲料生产龙头企业之一, 年饲料生产能力超过 1000 万吨, 生产、销售网络已布局全国大部分地区及越南、孟加拉、印度尼西亚等东南亚国家; 光伏方面, 公司是光伏新能源产业发展的核心参与者和主要推动力量, 先后参与了多项高纯晶硅行业标准制修订, 在产业链终端, 还创造性提出将光伏发电与现代渔业有机结合, 于全球率先创造“渔光一体”发展模式。

2016 年以来公司营收及归母净利润呈现连续增长的趋势, 2016-2020 年营业收入复

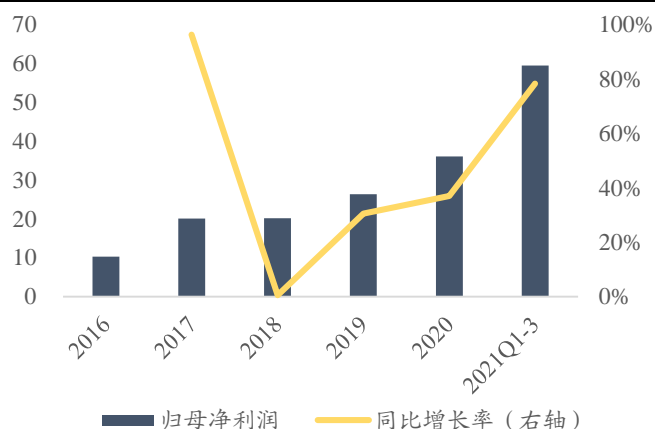
合增速为 20.62%。2016 年以来，受益于“双碳”承诺、光伏行业快速发展，光伏新能源产业迅速得到市场认可，同时农牧产业发展稳定，公司总体营收及归母净利润快速增长。2021 年，公司是少数有新增产能释放的硅料企业，因此成为了行业景气的核心受益企业，而且公司及子公司充分利用各自在高纯晶硅、太阳能电池和“渔光一体”光伏电站等不同光伏产业链环节形成的竞争优势，助推光伏业务快速发展。2016-2020 年营收复合增速为 20.62%，保持快速增长，2021Q1-3 同比增速为 47.42%。2016-2020 年归母净利润复合增速为 36.97%，2021Q1-3 同比增速为 78.38%。

图 1: 2016-2021Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

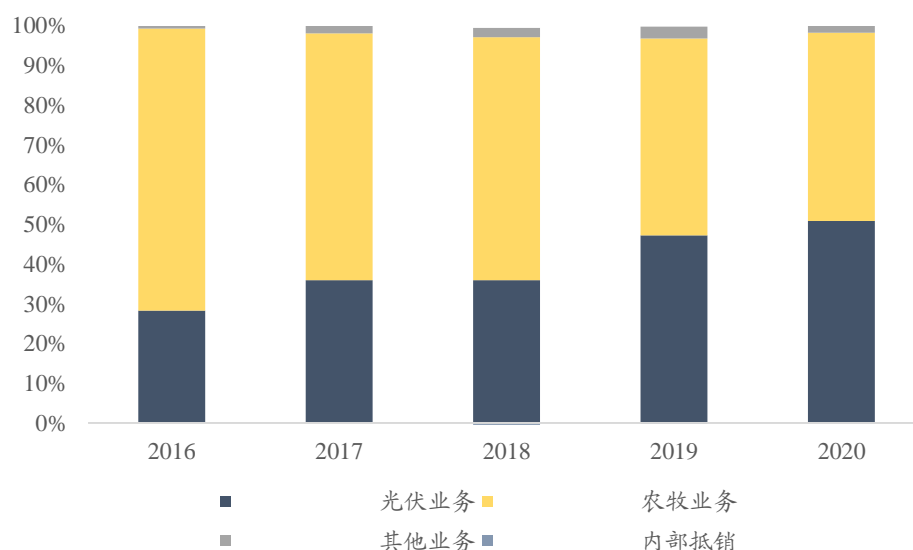
图 2: 2016-2021Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司营业收入构成稳定，收入主要来自以饲料销售为主的农牧业务和以上游高纯晶硅、中游太阳能电池及下游“渔光一体”光伏电站为主的光伏业务。2016 年-2021 年 Q1-3，农牧业务和光伏业务占营业收入的比重之和均在 95%以上，营业收入构成稳定。在公司通过并购重组注入光伏新能源资产之前，主营业务为以饲料销售为主的农牧业务，随着光伏业务整体营收规模的不断扩大，农牧业务占比有所下降。

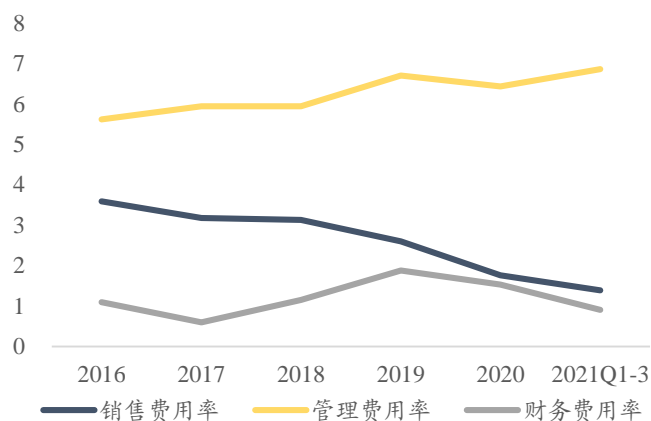
图 3：2016-2020 营业收入构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

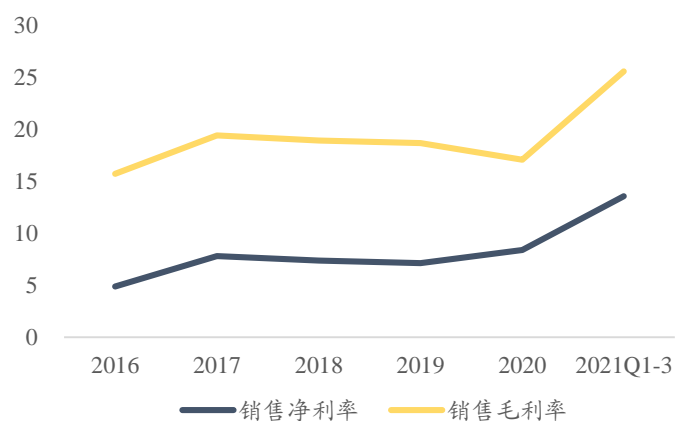
2016 年以来销售毛利率和销售净利率总体呈上升趋势、期间略有下降，三费率水平总体较为稳定。2016-2021Q1-3，公司销售毛利率分别 15.73%、19.42%、18.91%、18.69%、17.09%和 25.57%，公司销售净利率分别为 4.90%、7.82%、7.38%、7.14%、8.40%和 13.56%。2016 年以来销售毛利率和销售净利率总体呈上升趋势、期间略有下降。2018 年以来，水产养殖持续低迷，加之受国际贸易争端、“非洲猪瘟”、自然灾害、环保政策趋严等因素的影响，饲料企业原材料采购成本增加，公司农牧业务的毛利率有所下降；2018 年以来，高纯晶硅、太阳能电池平均销售单价持续下降，公司光伏业务毛利率有所下降，但 2021 年受产业链供需不平衡影响，高纯晶硅产品供不应求，市场价格大幅上涨，光伏业务毛利率呈现大幅上升。三费率水平总体较为稳定，2016 年以来，公司管理费用占比上升的原因是随着高纯晶硅、太阳能电池等重要项目的投产，业务规模扩大，相应职工薪酬、修理费、折旧费等增加。

图 4: 2016-2021Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2016-2021Q1-3 三费率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

项目进展不及预期风险、违约风险。

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>

