

## 固收点评 20220924

# 芳源转债：中国锂电池材料前驱体领军企业

2022 年 09 月 24 日

### 事件

- **芳源转债（118020.SH）于 2022 年 9 月 23 日开始网上申购：**总发行规模为 6.42 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 5 万吨高端三元锂电前驱体（NCA、NCM）和 1 万吨电池氢氧化锂项目。
- **当前债底估值为 79.44 元，YTM 为 4.35%。**芳源转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.5%、0.6%、1.2%、2.6%、3.4%、3.5%，公司到期赎回价格为票面面值的 120.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.54%（2022-09-22）计算，纯债价值为 79.44 元，纯债对应的 YTM 为 4.35%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 87.65 元，平价溢价率为 14.09%。**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 2023 年 03 月 29 日至 2028 年 09 月 22 日。初始转股价 18.62 元/股，正股芳源股份 9 月 22 日的收盘价为 16.32 元，对应的转换平价为 87.65 元，平价溢价率为 14.09%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.31%。**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 18.62 元计算，转债发行 6.4200 亿元对总股本稀释率为 6.31%，对流通盘的稀释率为 8.29%，对股本摊薄压力较小。

### 观点

- **我们预计芳源转债上市首日价格在 99.47~111.04 元之间，我们预计中签率为 0.0021%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到芳源转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 20% 左右，对应的上市价格在 99.47~111.04 元之间。我们预计网上中签率为 0.0021%，建议积极申购。
- **广东芳源新材料集团股份有限公司是国内领先的锂电池 NCA 正极材料前驱体生产商。**芳源以有色金属资源综合利用为基础，以自主创新的现代分离技术和功能材料制备技术为核心，生产 NCA/NCM 前驱体和镍电池正极材料球形氢氧化镍，主要产品为高端电动汽车用 NCA 三元正极材料前驱体。
- **2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 81.23%。**公司 2021 年实现营业收入 20.70 亿元，同比增加 108.49%，实现归母净利润 0.67 亿元，同比增加 12.46%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率波动较大，2017-2021 年复合增速为 81.23%。与此同时，归母净利润也整体增长，2017-2021 年复合增速为 66.59%。
- **公司营业收入构成加入新成分，2020 年以来主营业务为三元材料前驱体、硫酸钴和球形氢氧化镍，主营业务收入占比各年均超过 95%。**2019 年及以前，公司的主营业务构成为三元材料前驱体和球形氢氧化镍，2020 年后，公司加入硫酸钴作为新的主营收入成分，自加入以来硫酸钴占营收占比大致为 10% 左右。
- **公司销售净利率和毛利率有所下滑，销售费用率稳定，财务费用和管理费用率近年有所上升。**2017-2021 年，公司销售净利率分别为 4.52%、3.23%、7.84%、5.97% 和 3.22%，销售毛利率分别为 17.91%、17.28%、20.28%、15.38% 和 12.02%。销售费用率较稳定，且低于行业平均值。
- **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

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016

chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《天赐转债：锂电材料平台型企业》

2022-09-23

《爱迪转债：铝合金压铸行业领军企业》

2022-09-23

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	5
3. 正股基本面分析 .....	7
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1:	2017-2022H1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022H1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2017-2022H1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2017-2022H1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022H1 管理费用率水平 (%)	9
表 1:	芳源转债发行认购时间表	4
表 2:	芳源转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测芳源转债上市价格 (单位: 元)	6

## 1. 转债基本信息

表1: 芳源转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-09-21	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-09-22	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-09-23	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-09-26	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-09-27	1、刊登《网上中签结果公告》 2、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	2022-09-28	1、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	2022-09-29	1、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: 芳源转债基本条款

转债名称	芳源转债	正股名称	芳源股份
转债代码	118020.SH	正股代码	688148.SH
发行规模	6.42 亿元	正股行业	电力设备-电池-电池化学品
存续期	6 年（2022 年 09 月 23 日至 2028 年 09 月 22 日）	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	18.62 元/股	转股期	2023 年 03 月 29 日至 2028 年 09 月 22 日
票面利率	0.50%、0.60%、1.20%、2.60%、3.40%、3.50%		
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，公司将以面值的 120%（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
年产 5 万吨高端三元锂电前驱体 (NCA、NCM) 和 1 万吨电池氢氧化锂项目	105,000.00	64,200.00
合计	105,000.00	64,200.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

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	79.44 元	转换平价 (以 2022/9/23 收盘价)	87.65 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	25.89%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	14.09%
纯债到期收益率 YTM	4.35%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 79.44 元, YTM 为 4.35%。芳源转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.5%、0.6%、1.2%、2.6%、3.4%、3.5%, 公司到期赎回价格为票面面值的 120.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.54% (2022-09-22) 计算, 纯债价值为 79.44 元, 纯债对应的 YTM 为 4.35%, 债底保护一般。

当前转换平价为 87.65 元, 平价溢价率为 14.09%。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 2023 年 03 月 29 日至 2028 年 09 月 22 日。初始转股价 18.62 元/股, 正股芳源股份 9 月 22 日的收盘价为 16.32 元, 对应的转换平价为 87.65 元, 平价溢价率为 14.09%。

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 6.31%。按初始转股价 18.62 元计算, 转债发行 6.42 亿元对总股本稀释率为 6.31%, 对流通盘的稀释率为 8.29%, 对股本摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

我们预计芳源转债上市首日价格在 99.47~111.04 元之间。按芳源股份 2022 年 9 月 22 日收盘价测算, 当前转换平价为 87.65 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的康医转债 (转换平价 86.11 元, 评级 A+, 发行规模 7.00 亿元)、湘佳转债 (转换平价 101.88 元, 评级 A+, 发行规模 6.40 亿元)、申昊转债 (转换平价 80.45 元, 评级 A+, 发行规模 5.50 亿元), 9 月 22 日转股溢价率分别为 41.80%、26.04%、48.22%。

2) 参考近期上市的天箭转债(上市日转换平价 79.57 元)、嵘泰转债(上市日转换平价 97.02 元)、科蓝转债(上市日转换平价 86.95 元), 上市当日转股溢价率分别为 49.57%、30.16%、34.45%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率( $x_2$ )、前十大股东持股比例( $x_3$ )和上市前一日中证转债成交额取对数( $x_4$ ), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为:  $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的实证模型, 其中, 电力设备行业的转股溢价率为 22.97%, 2022 年 9 月 22 日 A+级中债企业债到期收益为 8.54%, 2022 年半年报显示芳源股份前十大股东持股比例为 55.40%, 2022 年 9 月 22 日中证转债成交额为 42,414,970,235 元, 取对数得 24.47。因此, 可以计算出芳源转债上市首日转股溢价率( $y$ )为 18.17%。

综合可比标的、实证模型结果及至上市当日正股股价变动预期, 考虑到芳源转债的债底保护一半, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 20%左右, 对应的上市价格在 99.47~111.04 元之间。

表5: 相对价值法预测芳源转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		15.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	15.50	95.76	97.42	99.92	102.42	104.08
-3%	15.83	97.77	99.47	102.02	104.57	106.27
2022/09/22 收盘价	16.32	100.79	102.55	105.18	107.81	109.56
3%	16.81	103.82	105.62	108.33	111.04	112.85
5%	17.14	105.83	107.68	110.44	113.20	115.04

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 66.62%。芳源股份的前十大股东合计持股比例为 55.40% (2022/3/31), 股权较为集中。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 66.62%。

我们预计中签率为 0.0021%。芳源转债发行总额为 6.42 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 66.62%, 剩余网上投资者可申购金额为 2.14 亿元。芳源转债仅设置网上发行, 近期发行的金盘转债(评级 AA, 规模 9.77 亿元) 1032.29 万户, 密卫转债(评级 AA-, 规模 8.72 亿元) 1039.71 万户, 常银转债(评级 AA+, 规模 60.00 亿元) 1034.50 万户。我们预计芳源转债网上有效申购户数为 1035.5 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0021%。

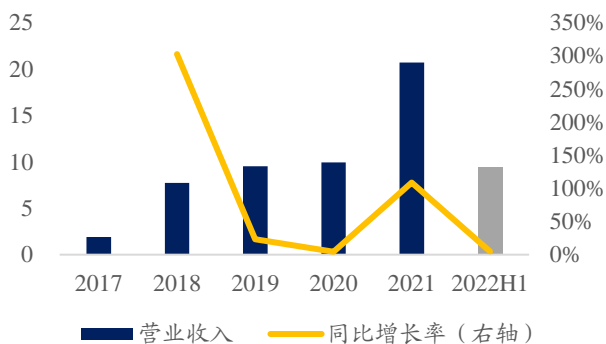


### 3. 正股基本面分析

广东芳源新材料集团股份有限公司是国内领先的锂电池 NCA 正极材料前驱体生产商。芳源以有色金属资源综合利用为基础，以自主创新的现代分离技术和功能材料制备技术为核心，生产 NCA/NCM 前驱体和镍电池正极材料球形氢氧化镍，主要产品为高端电动汽车用 NCA 三元正极材料前驱体。公司已建立起从镍钴原料到三元正极材料前驱体和镍电池正极材料的完整产业链：以包括氢氧化镍、粗制硫酸镍、镍钴料等资源为原材料，利用分离提纯技术制备高纯硫酸镍、高纯硫酸钴、高纯硫酸锰等溶液，进而直接合成 NCA/NCM 三元前驱体及球形氢氧化镍。

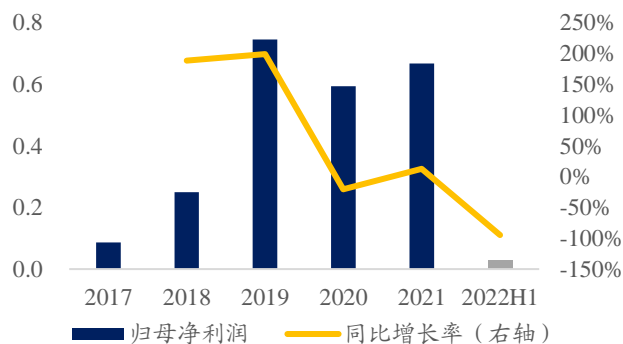
2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 81.23%。公司 2021 年实现营业收入 20.70 亿元，同比增加 108.49%，实现归母净利润 0.67 亿元，同比增加 12.46%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率波动较大，2017-2021 年复合增速为 81.23%。与此同时，归母净利润也整体增长，2017-2021 年复合增速为 66.59%。2021 年度，公司营业收入较 2020 年增长 108.49%。主要系三元前驱体的市场需求旺盛，公司成功开拓国内 NCM 和 NCA 客户，销量增加。同时，公司产能持续释放，推动公司 NCA 三元前驱体、NCM 三元前驱体、硫酸钴等产品销售增长。

图1：2017-2022H1 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

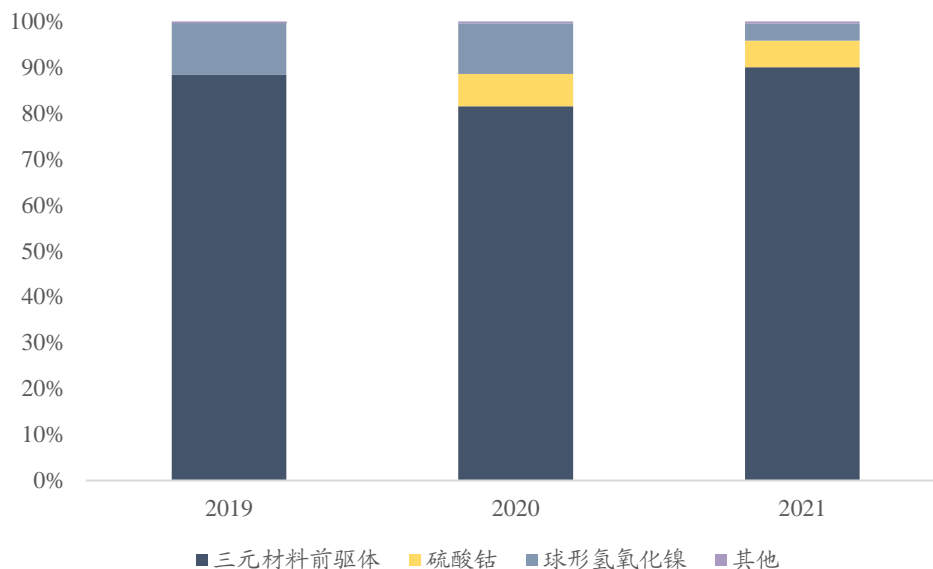
图2：2017-2022H1 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司营业收入构成加入新成分，2020 年以来主营业务为三元材料前驱体、硫酸钴和球形氢氧化镍，主营业务收入占比各年均超过 95%。2019 年及以前，公司的主营业务构成为三元材料前驱体和球形氢氧化镍，2020 年后，公司加入硫酸钴作为新的主营收入成分，自加入以来硫酸钴占营收占比大致为 10%左右。

图3: 2019-2021 年营业收入构成

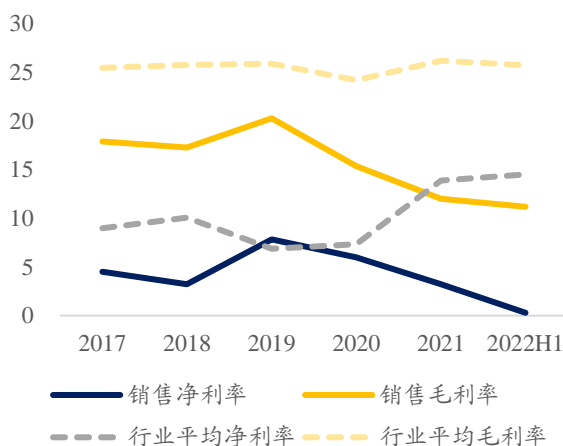


数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率有所下滑，销售费用率稳定，财务费用和管理费用率近年有所上升。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 4.52%、3.23%、7.84%、5.97%和 3.22%，销售毛利率分别为 17.91%、17.28%、20.28%、15.38%和 12.02%。公司各年主营业务毛利率存在一定程度下滑，主要系产品结构存在变化以及各类产品毛利率自身也存在波动所致。2019 年和 2020 年，公司主要产品 NCA 三元前驱体毛利率较高，主要系公司掌握了以“萃杂不萃镍”湿法冶炼技术为核心的现代分离技术，可从氢氧化镍、粗制硫酸镍、镍钴料等资源中提取得到高纯硫酸镍、高纯硫酸钴等，降低了产品成本。2021 年度和 2022 年 1-6 月，受公司与重要客户松下 NCA 的合作模式变化以及液碱等辅料价格上涨等因素影响，公司 NCA 三元前驱体毛利率有所下滑。销售费用率较稳定，且低于行业平均值。2020 年度，公司财务费用较小，主要由于公司于 2019 年 12 月归还明股实债的借款、2020 年 2 月归还融资租赁款，2020 年利息支出下降；2022 年上半年财务费用率上升，主要由于为购买原料设备、投建募投项目和补充营运资金，公司增加短期借款和长期借款。管理费用率 2021 年有所上升，主要系当期实施限制性股票激励增加股份支付及经营规模扩大，增加管理人员、职工薪酬增加所致。

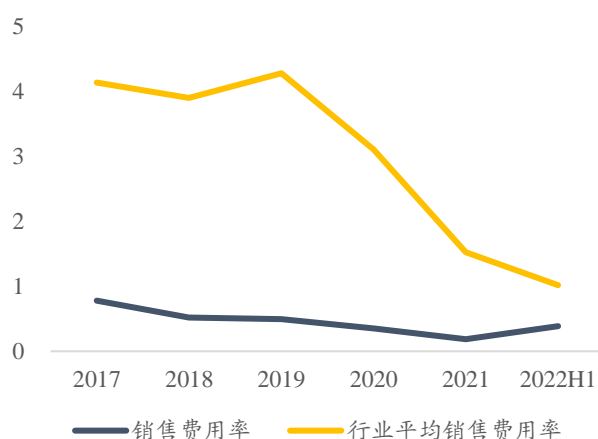


图4: 2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%)



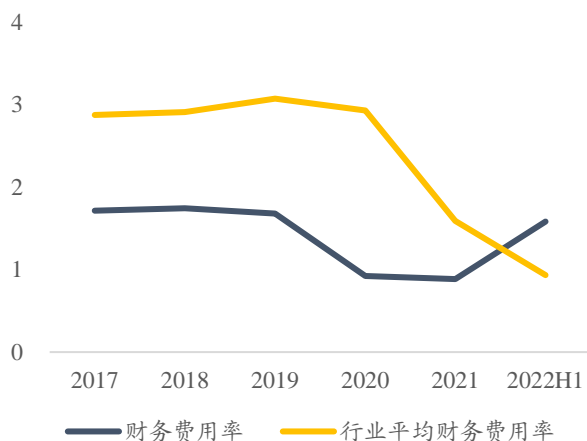
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022H1 销售费用率水平 (%)



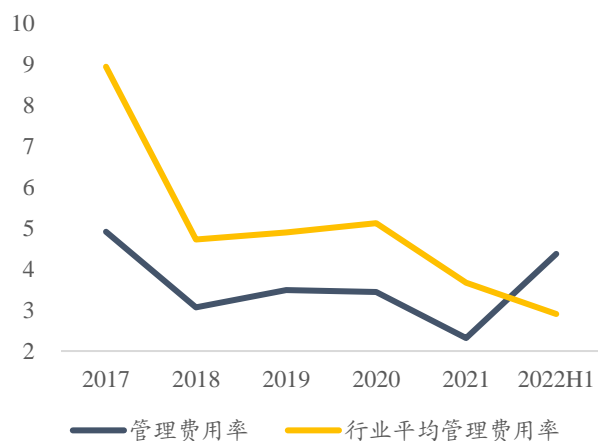
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2017-2022H1 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2017-2022H1 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图 4-7 中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的额相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营收入较大的公司的影响, 弱化主营收入较小的公司的影响。

#### 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>