

固收点评 20230413

海能转债：消费电子产品知名制造商

2023年04月13日

关键词：#产能扩张 #新产品、新技术、新客户

事件

- **海能转债 (123193.SZ) 于 2023 年 4 月 13 日开始网上申购：**总发行规模为 6.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于越南新建年产 3,360 万件消费类电子厂项目及补充流动资金。
- **当前债底估值为 82.85 元，YTM 为 3.18%。**海能转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.53%（2023-04-12）计算，纯债价值为 82.85 元，纯债对应的 YTM 为 3.18%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 104.8 元，平价溢价率为-4.64%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即 2023 年 10 月 19 日至 2029 年 04 月 12 日。初始转股价 33.47 元/股，正股海能实业 4 月 12 日的收盘价为 35.10 元，对应的转换平价为 104.87 元，平价溢价率为-4.64%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.47%。**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 33.47 元计算，转债发行 6.00 亿元对总股本稀释率为 10.47%，对流通盘的稀释率为 16.74%，对股本有一定的摊薄压力。
- **我们预计海能转债上市首日价格在 124.10~138.26 元之间，我们预计中签率为 0.0017%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到海能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 25%左右，对应的上市价格在 124.10~138.26 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%，建议积极申购。

观点

- **2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 23.45%。**自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率有所波动，2017-2021 年复合增速为 23.45%。2021 年，公司实现营业收入 20.80 亿元，同比增加 32.86%。与此同时，归母净利润不断上升，2017-2021 年复合增速为 15.49%。2021 年实现归母净利润 1.86 亿元，同比增加 63.90%。
- **信号适配器贡献主要收入，电源适配器占比随需求上升。**公司营业收入主要来自信号线束、信号适配器和电源适配器，2019-2021 年合计占营业收入的比例分别为 98.33%、97.38%和 98.85%。公司电源适配器类产品收入占比上升，2019-2021 年占比分别为 21.73%、28.10%、30.69%，主要系近年来电源适配器市场需求增长较快，公司积极把握市场机会，加大该类产品的生产和销售。
- **公司销售净利率和毛利率上升，销售费用率下降趋势明显。**2017-2021 年，公司销售净利率分别为 11.68%、10.31%、10.76%、7.25%和 8.94%，销售毛利率分别为 29.52%、26.05%、27.61%、24.87%和 25.96%。2019-2021 年公司销售费用率分别为 5.99%、3.97%、3.49%，随行业趋势明显下降。
- **风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。**

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《科思转债：全球防晒剂领域龙头》

2023-04-12

《高温超导产业可转债标的知多少？——转债捕手系列（二）》

2023-04-12

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
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点分析	9
4. 风险提示	11

图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022Q1-3 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:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	公司研发费用及占营业收入比例	10
图 9:	公司主要产品产量 (万条/万件)	11
表 1:	海能转债发行认购时间表	4
表 2:	海能转债基本条款	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:	相对价值法预测海能转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1: 海能转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-04-11	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-04-12	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-04-13	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	2023-04-14	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	2023-04-17	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	2023-04-18	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	2023-04-19	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: 海能转债基本条款

转债名称	海能转债	正股名称	海能实业
转债代码	123193.SZ	正股代码	300787.SZ
发行规模	6.00 亿元	正股行业	电子-消费电子-消费电子 零部件及组装
存续期	2023 年 04 月 13 日至 2029 年 04 月 12 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	33.47 元	转股期	2023 年 10 月 19 日至 2029 年 04 月 12 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,1.50%,2.00%,3.00%.		
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 115%（含最后一期利息）全部赎回； （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%(含 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
越南新建年产 3,360 万件消费类电子厂项目	59,156.00	42,000.00
补充流动资金	18,000.00	18,000.00
合计	77,156.00	60,000.00

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	82.85 元	转换平价 (以 2023/4/12 收盘价)	104.87 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	20.70%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-4.64%
纯债到期收益率 YTM	3.18%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 82.85 元, YTM 为 3.18%。海能转债存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.53% (2023-04-12) 计算, 纯债价值为 82.85 元, 纯债对应的 YTM 为 3.18%, 债底保护一般。

当前转换平价为 104.8 元, 平价溢价率为-4.64%。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 10 月 19 日至 2029 年 04 月 12 日。初始转股价 33.47 元/股, 正股海能实业 4 月 12 日的收盘价为 35.10 元, 对应的转换平价为 104.87 元, 平价溢价率为-4.64%。

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 10.47%。按初始转股价 33.47 元计算, 转债发行 6.00 亿元对总股本稀释率为 10.47%, 对流通盘的稀释率为 16.74%, 对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计海能转债上市首日价格在 124.10~138.26 元之间。按海能实业 2023 年 4 月 12 日收盘价测算, 当前转换平价为 104.87 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的明新转债 (转换平价 102.37 元, 评级 AA-, 发

行规模 6.73 亿元)、新星转债(转换平价 84.19 元, 评级 AA-, 发行规模 5.95 亿元)、裕兴转债(转换平价 84.47 元, 评级 AA-, 发行规模 6.00 亿元), 4 月 12 日转股溢价率分别为 24.93%、42.44%、41.95%。

2) 参考近期上市的亚康转债(上市日转换平价 106.72 元)、春 23 转债(上市日转换平价 94.42 元)、平煤转债(上市日转换平价 83.38 元), 上市当日转股溢价率分别为 47.40%、36.01%、39.14%。

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上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 电子行业的转股溢价率为 23.86%, 中债企业债到期收益率为 6.53%, 2022 年三季报显示海能实业前十大股东持股比例为 71.19%, 2023 年 4 月 12 日中证转债成交额为 38,541,124,337 元, 取对数得 24.37。因此, 可以计算出海能转债上市首日转股溢价率为 21.61%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到海能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 25%左右, 对应的上市价格在 124.10~138.26 元之间。

表5: 相对价值法预测海能转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	33.35	119.55	121.54	124.53	127.52	129.51
-3%	34.05	122.07	124.10	127.15	130.21	132.24
2023/04/12 收盘价	35.10	125.84	127.94	131.09	134.23	136.33
3%	36.15	129.62	131.78	135.02	138.26	140.42
5%	36.86	132.14	134.34	137.64	140.95	143.15

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 **71.36%**。海能实业的前十大股东合计持股比例为 71.19% (2022/09/30), 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 71.36%。

我们预计中签率为 **0.0017%**。海能转债发行总额为 6.00 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 71.36%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.72 亿元。海能转债仅设置网上发

行，近期发行的韵达转债（评级 AA+，规模 24.50 亿元）网上申购数约 1036.14 万户，智尚转债（评级 AA-，规模 7.00 亿元）1011.13 万户，道氏转 02（评级 AA-，规模 26 亿元）1011.13 万户。我们预计海能转债网上有效申购户数为 1023.64 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0017%。

3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

消费电子制造商，逐步拓展新产品。公司主要从事电子信号传输适配产品及其他消费电子产品的定制化设计生产，是专业化的消费电子产品提供商，高新技术企业。公司自成立以来，始终专注于以电子信号传输适配产品为主的产品设计生产，依托持续进步的技术实力和快速的研发响应能力，为各类下游消费电子客户提供定制化产品。公司的产品主要应用在智能移动通讯、影音设备、PC、智能可穿戴设备及各类电子终端产品领域，各类电子终端产品市场的持续发展带动了电子信号传输适配产品市场需求的稳健增长，具有广阔的市场空间。公司产品主要以 ODM/OEM 形式生产并供应给海外零售市场客户及消费电子系统厂商客户。公司近年来逐步拓展新产品范围，布局具备市场潜力的领域，不断增加有效产能，相关产品未来市场空间较大，为公司未来经营规模的不断扩大奠定了基础。

2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 23.45%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率有所波动，2017-2021 年复合增速为 23.45%。2021 年，公司实现营业收入 20.80 亿元，同比增加 32.86%。与此同时，归母净利润不断上升，2017-2021 年复合增速为 15.49%。2021 年实现归母净利润 1.86 亿元，同比增加 63.90%。2022 年下半年以来，电子终端产品领域相关行业受到了一定的宏观经济波动冲击，行业需求有所下降，但公司营业收入与归母净利润持稳。

图1：2017-2022Q1-3 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

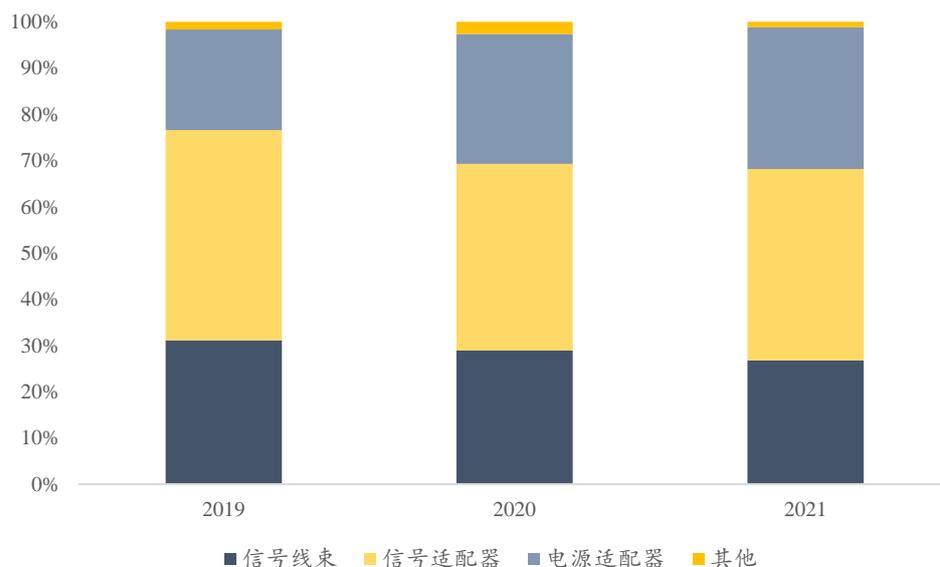
图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

信号适配器贡献主要收入，电源适配器占比随需求上升。公司营业收入主要来自信号线束、信号适配器和电源适配器，2019-2021 年合计占营业收入的比例分别为 98.33%、97.38%和 98.85%。公司电源适配器类产品收入占比上升，2019-2021 年占比分别为 21.73%、28.10%、30.69%，主要系近年来电源适配器市场需求增长较快，公司积极把握市场机会，加大该类产品的生产和销售。

图3: 2019-2021 年营业收入构成



数据来源: wind, 东吴证券研究所

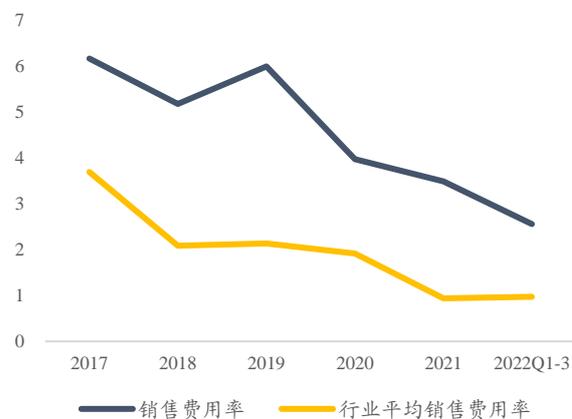
公司销售净利率和毛利率上升，销售费用率下降趋势明显。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 11.68%、10.31%、10.76%、7.25%和 8.94%，销售毛利率分别为 29.52%、26.05%、27.61%、24.87%和 25.96%。2019-2021 年公司销售费用率分别为 5.99%、3.97%、3.49%，随行业趋势明显下降。2021 年管理费用率上升主要系员工人数增加职工薪酬增加及办公大楼转固定资产等折旧摊销增加等所致，同年财务费用率下降主要系汇兑损失较上年减少所致。

图4: 2017-2022Q1-3 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: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)



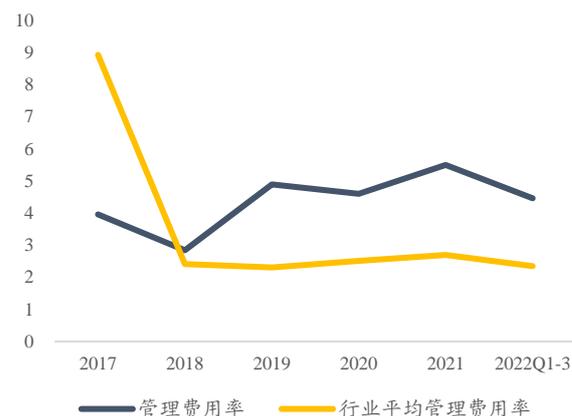
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

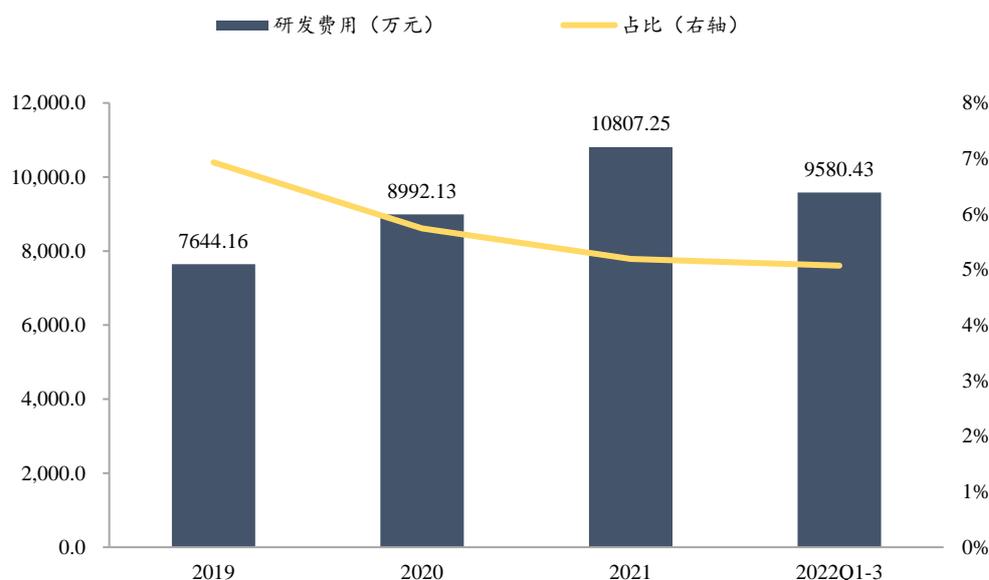
注: 图 4-7 中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营收入较大的公司的影响, 弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点分析

研发管理体系完善, 研发制造技术领先。公司已建立完善的研发管理体系, 具备从连接器自动化生产、电线抽线加工、线束组装等整个过程的开发生产能力和领先的研发制造技术。在信号适配器产品领域, 公司拥有各类信号转换、分配、切换、矩阵、延长产品的技术开发能力, 能够提供完整的信号类产品解决方案。公司拥有自主开发算法的能力, 能够使用 MCU 开发 Type-C 的系列化产品。公司研究开发了系列化音视频矩阵产

品，产品功能模块化，具备电源供电模块、信号接入模块、信号输出模块等，且产品可以通过应用程序实现远程控制。在电源适配器产品领域，公司具备业界领先的小功率电源类产品研发制造技术，已经形成系列化产品，并率先推出了 USBPD100W 电源产品，Type-C 便携可收纳式转换器、Thunderbolt 3 多功能扩展坞等在研。

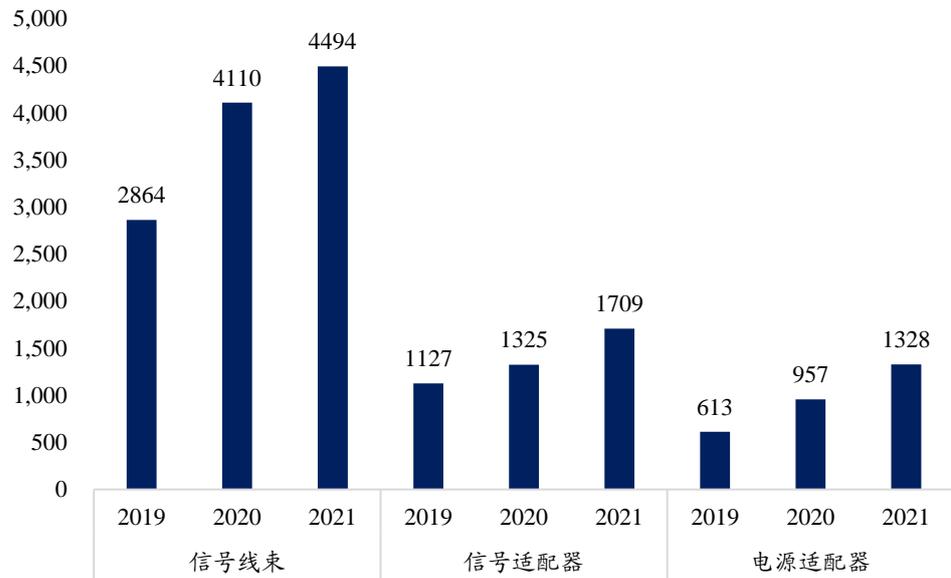
图8：公司研发费用及占营业收入比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

产业链布局趋于完善，产量不断提升。公司对产业进行了有效整合，已经形成电线、连接器、模具、SMT、组装等产业集群，形成了较为完整的产业链布局和完备的生产管理体系。公司拥有小批量、多品类产品的制造能力，通过对生产制造系统的优化生产工艺的改进以及对自动化设备和辅助自动化设备的结合，实现快速换线，做到同一工艺产能弹性化，提高了生产线效率。公司在江西省安福县与遂川县、广东省东莞市以及越南设立生产基地，在供货时效、生产效率、成本控制等方面形成自身优势。2019-2021 年信号线束、信号适配器和电源适配器呈现不同程度的上升。

图9: 公司主要产品产量 (万条/万件)



数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

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>

