

固收点评报告**固定收益点评报告**

光伏胶膜龙头，打新积极参与 ——福特转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**11月13日晚，杭州福斯特应用材料股份有限公司发布公告，将于2019年11月18日发行11亿元的可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为86.35元，YTM为2.45%。** 福特转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%，到期赎回价格为票面面值的110%（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/11/13）5.0350%作为贴现率估算，债底价值为86.35元，纯债对应的YTM为2.45%，具有一定的债底保护性。
- **平价为98.95元，重要条款均为主流设置。** 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，初始转股价为41.04元/股，福斯特（603806.SH）11月13日的收盘价为40.61元，对应转债平价为98.95元。福特转债的下修条款为：15/30, 85%，有条件赎回条款为：15/30, 130%，有条件回售条款为：30, 70%，重要条款均为主流设置。
- **预计福特转债上市首日价格在109~112元之间。** 按福斯特11月13日的收盘价40.61元测算，福特转债当前平价为98.95元。可参照的平价可比标的为溢利转债，其平价为99.16元，当前转股溢价率为12.95%，可参照的规模可比标的是游族转债，当前转股溢价率为13.24%。考虑到其正股基本面优质，行业格局稳定，预计上市首日的转股溢价率在10%~13%之间，则对应的上市价格在109~112元区间。
- **预计配售比例为55%。** 福斯特的主要股东为杭州福斯特科技集团有限公司和林建华，其持股比例分别为52.63%、21.3%，林建华先生为公司的实际控制人。发行人控股股东杭州福斯特科技集团有限公司与实际控制人林建华先生，承诺参与本次发行的优先配售，认购比例不低于本次发行总额的49%，认购金额不低于53900万元，在此基础上，我们预计配售比例在55%左右。
- **预计中签率为0.01%~0.02%。** 福特转债总申购金额为11亿元，若配售比例为55%，那么可供网上网下投资者申购的金额为4.95亿元，若网上申购户数为60万，平均单户申购金额为100万元，网下申购户数为3000~4000户，平均单户申购金额按上限的70%打新，即6.93亿元，则中签率在0.01%~0.02%之间。
- **总结来看，福特转债具有一定的债底保护性，当前平价水平不低，具有一定吸引力，重要条款均为主流设置，发行规模超过10亿元，且有网下申购，机构能上量，正股福斯特业绩确定性较强，行业格局稳定，正股目前估值27X，处于中枢水平，因此建议投资者积极参与福特转债的一级打新。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳 分析师SAC执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

马航 联系人 mahang@gjzq.com.cn

11月13日晚，杭州福斯特应用材料股份有限公司（以下简称“福斯特”）发布公告，将于2019年11月18日发行11亿元的可转债，此次募集资金将用于年产2.5亿平方米白色EVA胶膜技改项目、年产2亿平方米POE封装胶膜项目（一期）、年产2.16亿平方米感光干膜项目。以下我们对福特转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、福特转债基本要素分析

债底为86.35元，YTM为2.45%。 福特转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%，到期赎回价格为票面面值的110%（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/11/13）5.0350%作为贴现率估算，债底价值为86.35元，纯债对应的YTM为2.45%，具有一定的债底保护性。

平价为98.95元，重要条款均为主流设置。 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，初始转股价为41.04元/股，福斯特（603806.SH）11月13日的收盘价为40.61元，对应转债平价为98.95元。福特转债的下修条款为：15/30，85%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，重要条款均为主流设置。

图表 1：福特转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	福特转债/113551
	发行规模	11亿元
	发行方式	原股东优先配售、网下对机构投资者配售和网上通过上交所交易系统向社会公众投资者发售
	票面利率	第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%
	到期赎回价格	票面面值的110%（含最后一期年度利息）
	存续期	自发行之日起6年
	转股期	自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日~转债到期日
	主体/债项评级/担保	AA/A/无
	初始转股价格	41.04元/股
	募集资金用途	年产2.5亿平方米白色EVA胶膜技改项目、年产2亿平方米POE封装胶膜项目（一期）、年产2.16亿平方米感光干膜项目
重要条款	主承销商	财通证券股份有限公司
	下修条款	在本可转债存续期间，当本公司股票在任意连续30个交易日中有15个交易日的收盘价不高于当期转股价格的85%时，公司董事会将有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权按可转换公司债券面值加当期应计利息赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。
	有条件赎回条款	在本可转债最后两个计息年度，如果公司A股股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格的70%时，本次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。
有条件回售条款		

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为5.13%。 若按福斯特（603806.SH）初始转股价41.04元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度均为5.13%，股本摊薄压力一般。

图表 2：福特转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-11-14	T-2	刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 1、原股东优先配售股权登记日 2、网上路演
2019-11-15	T-1	3、网下申购日，网下机构投资者在 17:00 前提交《网下申购表》等相关文件，并于 17:00 前缴纳申购保证金 1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》
2019-11-18	T	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、确定网上申购中签率和网下申购初步配售结果
2019-11-19	T+1	1、刊登《网上中签率及网下配售结果公告》 2、网上申购摇号抽签 1、刊登《网上中签结果公告》
2019-11-20	T+2	2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款（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） 3、网下投资者根据配售金额缴款（如申购保证金低于配售金额）
2019-11-21	T+3	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
2019-11-22	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计福特转债上市首日价格在 **109~112 元之间**。按福斯特 11 月 13 日的收盘价 40.61 元测算，福特转债当前平价为 98.95 元。可参照的平价可比标的为溢利转债，其平价为 99.16 元，当前转股溢价率为 12.95%，可参照的规模可比标的是游族转债，当前转股溢价率为 13.24%。考虑到其正股基本面优质，行业格局稳定，预计上市首日的转股溢价率在 10%~13% 之间，则对应的上市价格在 109~112 元区间。

预计配售比例为 **55%**。福斯特的主要股东为杭州福斯特科技集团有限公司和林建华，其持股比例分别为 52.63%、21.3%，林建华先生为公司的实际控制人。发行人控股股东杭州福斯特科技集团有限公司与实际控制人林建华先生，承诺参与本次发行的优先配售，认购比例不低于本次发行总额的 49%，认购金额不低于 53900 万元，在此基础上，我们预计配售比例在 55% 左右。

预计中签率为 **0.01%~0.02%**。福特转债总申购金额为 11 亿元，若配售比例为 55%，那么可供网下投资者申购的金额为 4.95 亿元，若网上申购户数为 60 万，平均单户申购金额为 100 万元，网下申购户数为 3000~4000 户，平均单户申购金额按上限的 70% 打新，即 6.93 亿元，则中签率在 0.01%~0.02% 之间。

总结来看，福特转债具有一定的债底保护性，当前平价水平不低，具有一定的吸引力，重要条款均为主流设置，发行规模超过 10 亿元，且有网下申购，机构能上量，正股福斯特业绩确定性较强，行业格局稳定，正股目前估值 **27X**，处于中枢水平，因此建议投资者积极参与福特转债的一级打新。

3、正股基本面分析

福斯特是一家专业从事光伏封装材料研发与生产的高新技术企业，公司的主营业务为 EVA 太阳能电池胶膜、共聚酰胺丝网状热熔胶膜、太阳能电池背板产品的研发、生产和销售，是国内 EVA 太阳能电池胶膜领域的龙头企业，公司独立开发的热熔网膜及太阳能电池背板产品均在市场占有优势地位。

公司以自有品牌向下游客户（主要是国内光伏组件厂商，部分为国外客户或其代理商）直接销售，每年公司和下游客户签订框架协议，约定全年供需数量、规格等，具体根据客户下达的订单安排发货和结算。公司采取“以销定产”的生产模式。生产部根据销售订单情况制定生产计划并组织实施，由于行业特性以及主要客户群体较为稳定的特点，公司备货量不多。与国内同行业企业相比，福斯特具有强大的供货能力、稳定的客户关系、优异的产品性能、具备核心自主研发能力等优势。

福斯特隶属于光伏行业的封装材料领域，光伏封装材料的销售情况和光伏行业的新增装机需求紧密相关，而全球新增装机量目前受政策影响较大，光伏补贴政策的变动会导致光伏行业出现周期性的波动。

图表 3：福斯特2019上半年主要控股参股公司经营情况

公司名称	主要经营范围	营业收入（万元）	净利润（万元）
福斯特材料科学（泰国）有限公司	制造业	17349.43	647.48
苏州福斯特光伏材料有限公司	制造业	51020.42	6525.80
福斯特国际贸易有限公司	商贸业	1057.97	884.80
杭州临安福斯特热熔网膜有限公司	制造业	\	\
浙江福斯特新能源开发有限公司	制造业	\	\
福斯特（惠州）新材料有限公司	批发和零售业	\	\
杭州福斯特实业开发有限公司	服务业	\	\
杭州福斯特智能装备有限公司	制造业	\	\
浙江福斯特新材料研究院有限公司	制造业	\	\
福斯特（安吉）新材料有限公司	制造业	\	\

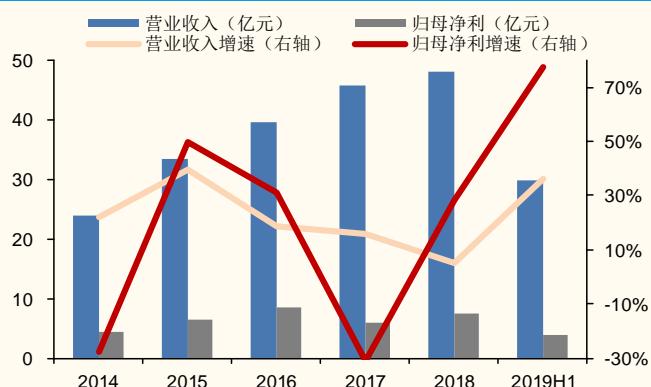
来源：Wind，国金证券研究所

公司营收增速稳步提升，归母净利润增速上升明显。福斯特 2016、2017、2018、2019 上半年营收分别为 39.52、45.85、48.10、29.79 亿元，同比增速分别为 18.57%、16.03%、4.90%、36.08%。2019 上半年营收增速较高，得益于 2019 年海外光伏市场需求增长较快，公司顺势而为释放了在泰国生产基地的产能。归母净利润方面，公司 2016、2017、2018、2019 上半年的归母净利润同比增速分别为 30.97%、-30.97%、28.38%、77.23%，主要系光伏胶膜产品销售规模扩大所致。

分业务来看，EVA 胶膜业务是公司主要业务构成。2018 年其实现营收 41.53 亿元，同比上升 6.84%，占总营收比重达 86.34%，2019 年上半年其实现营收 26.98 亿元，同比上升 32.23%，占总营收比重达 90.59%。

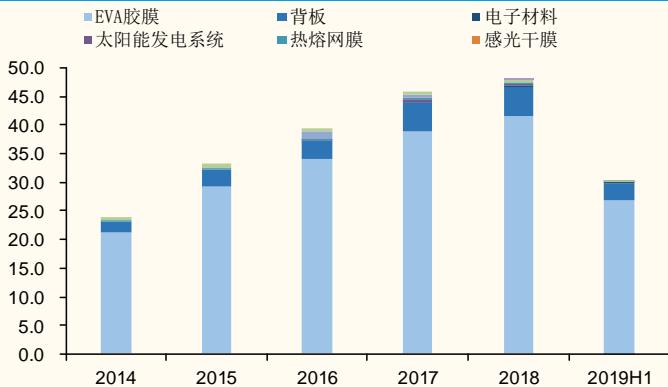
分区域来看，2018 年国内业务实现营收 39.2 亿元，占营收比重达 81.51%，国外业务实现营收 8.43 亿元，同比上升 0.86%。根据中国光伏行业协会数据，2019 年上半年我国光伏产品出口额达 106.1 亿美元，同比增加 31.7%，海外市场特别是欧洲市场在 2018 年限价措施取消后，一直维持较大的市场需求，在海外市场的需求增长驱动下，光伏企业或将积极拓展海外市场。

图表 4：福斯特营收及归母净利情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：福斯特各业务营收情况（单位：亿元）

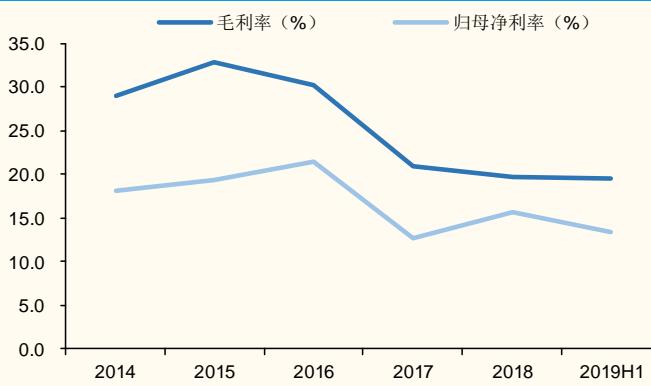


来源：Wind，国金证券研究所

盈利能力有所回落。公司 2016、2017、2018、2019 上半年的净利率分别为 25.44%、14.80%、16.36%、8.25%。公司 2016、2017、2018、2019 上半年的毛利率分别为 30.28%、20.92%、19.67%、19.47%，盈利能力有所回落。

公司成本管控能力尚可。公司 2016、2017、2018、2019 上半年的销售费率为 1.62%、1.70%、1.81%、1.70%，管理费率为 5.30%、5.06%、1.75%、1.74%，财务费率为 0.27%、0.31%、-0.11%、0.33%。管理费率在 2018 年下降明显，销售费率一直保持平稳波动，财务费率略微波动，但幅度较小。

图表 6：福斯特归母净利率和毛利率状况



来源：Wind，国金证券研究所

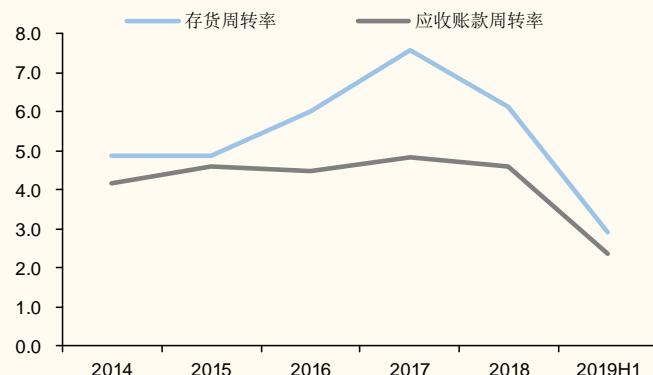
图表 7：福斯特期间费用率状况 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

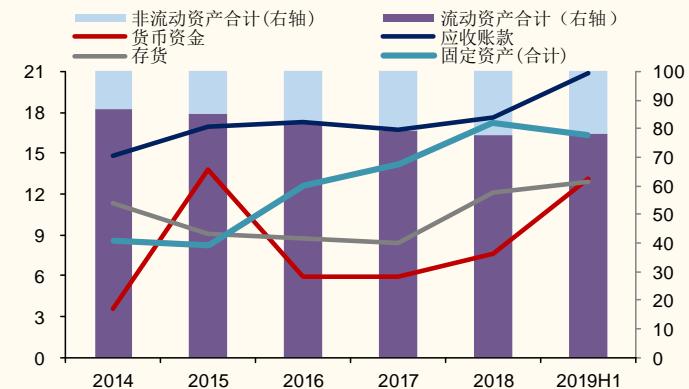
公司 2016、2017、2018、2019 上半年存货周转率分别为 6.02、7.58、6.14、2.93，应收账款周转率分别为 4.47、4.83、4.60、2.36。从资产构成来看，流动资产占比有所下降，就流动资产构成来看，流动性较强的货币资金占总资产的比例呈上升趋势，流动性偏差的应收账款同样呈上升趋势。非流动资产中，固定资产占总资产比例相对稳定。

图表 8：福斯特各类资产周转率



来源：Wind，国金证券研究所

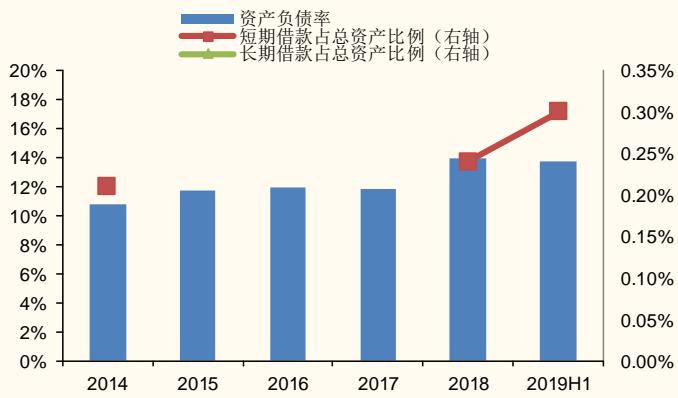
图表 9：福斯特各类资产占总资产比例（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

公司 2016、2017、2018、2019 上半年资产负债率分别为 11.92%、11.83%、13.94%、13.72%，总体保持在较低水平，较为符合行业特征。近年短期借款占比一直小于 1%，无长期借款，所以兑付压力小，流动性风险较小。从偿债指标来看，2016、2017、2018、2019 上半年流动比率分别为 7.08、6.85、5.66、5.90，速动比率为 6.33、6.12、4.78、4.93，公司偿债能力较好。

图表 10：福斯特资产负债率及短/长期借款占总资产比例



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：福斯特偿债能力指标



来源：Wind，国金证券研究所

4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH