

聚飞转债（123050.SZ）新券申购价值分析： 背光 LED 龙头，业绩增长迅猛

核心结论：

- **背光 LED 龙头，盈利增长迅猛，偿债能力良好**
深圳市聚飞光电股份有限公司（300303.SZ）是背光 LED 领域的国内龙头企业，公司盈利增长迅猛：2019 年前三季度公司营业收入为 18.50 亿元，同比增长 7.41%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 88.54%。根据公司公告，预计 2019 全年归母净利润为 3.60 亿元，同比增长 93.10%。信用状况整体良好，优于同业平均水平，能够满足公司支付利息和偿还债务的需要。公司近期限售股解禁，股权质押风险不大；正股估值合理。上涨触发剂方面，“行业龙头+LED”概念或受资本关注。
- **纯债价值为 87.02 元，YTM 为 3.75%，债底保护作用尚可**
该转债面值为 100 元，发行期限为 6 年，6 年的票面利率分别为 0.40%、0.80%、1.00%、1.50%、2.50%和 3.50%，到期赎回价为 118 元（含最后一期利息），对应的 YTM 为 3.75%。债项信用等级为 AA-（中证鹏元评级），按照 2020 年 4 月 10 日 6 年期 AA-级中债企业债到期收益率（6.2379%）计算，纯债价值为 87.02 元，债底保护作用尚可。
- **平价为 97.16 元，转债下修条件中规中矩**
正股 2020 年 4 月 10 日收盘价为 5.13 元，初始转股价为 5.28 元，对应的平价为 97.16 元。该可转债的发行规模为 7.05 亿元，若以初始转股价（5.13 元/股）全部转股，对公司流通股总股本的稀释率为 10.75%，压力一般。转债下修条款中规中矩。
- **预计上市价格中枢为 112 元，中签率中枢预计为 0.01%，建议投资者积极参与申购**
根据最近 3 个月公募可转债的发行与上市情况，同时参考近期上市的可转债中，与聚飞转债在发行规模、基本面等较为相似的视源转债、木森转债的表现，我们预计聚飞转债的上市转股溢价率将处于 15%-25%的区间，上市价格在 112-121 元的区间，中枢为 116 元。中签率预计在 0.0059%-0.0137%，中枢约为 0.01%。综合来看，此次发行的可转债发行规模中等，转股价格下修条件中规中矩，评级一般，但债底保护作用尚可，正股基本面较好，建议投资者积极参与申购。
申购日期：2020 年 4 月 14 日。
- **风险提示**
原材料价格波动风险，市场需求不及预期。

分析师

洪亮

座机：（8610）66568750
邮箱：hongliang@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511010005

特此鸣谢

李欣怡
座机：（8610）83574039
邮箱：lixinyi_yj@chinastock.com.cn

近期报告

2020/04/09 滨化转债（113034.SH）新券申购价值分析：产品价格下行拖累业绩，新项目助力未来发展

2020/04/09 应急转债（123048.SZ）新券申购价值分析：领先的应急交通工程装备制造商

2020/04/07 长集转债（128105.SZ）新券申购价值分析：生物质龙头，盈利能力持续提升

2020/04/07 鲁泰转债（127016.SZ）新券申购价值分析：色织产业链龙头，主业经营稳健

2020/04/02 裕同转债（128104.SZ）新券申购价值分析：精品包装龙头，5G 带来新机遇

2020/03/30 利群转债（113033.SH）新券申购价值分析：自主供应链优势明显

2020/03/27 华体转债（113574.SH）新券申购价值分析：智慧路灯行业标杆，成长空间广阔

目 录

一、公司基本面.....	2
1.1 盈利分析：背光 LED 龙头，盈利增长迅猛.....	2
1.2 偿债能力与流动性分析：整体良好，优于同业平均水平.....	2
1.3 股权结构分析：股权结构稳定但较为分散，股权质押风险不大.....	3
1.4 正股估值分析：估值合理，“行业龙头+LED”概念或受资本关注.....	3
二、募集资金使用情况.....	3
三、可转债条款分析.....	3
四、发行定价与申购建议.....	4
4.1 发行定价估算.....	4
4.2 中签率估算.....	5
4.3 申购建议.....	5
五、风险提示.....	5
附录. 可转债发行安排与申购方式.....	6

图 表 目 录

图 1. 2018 年公司营业收入分产品构成情况.....	2
图 2. 2016-2019 年公司归母净利润增长情况（亿元，%）.....	2
图 3. 公司近三年 PE 走势.....	3
图 4. 公司近三年 PB 走势.....	3
.....	3
.....	3
.....	3
表 1. 募集资金使用情况.....	3
表 2. 可转债主要条款.....	4
表 3. 聚飞转债可比券相关指标.....	4
表 4. 聚飞转债可比券发行指标.....	5
表 5. 发行时间安排.....	6
表 6. 申购方式.....	6

一、公司基本面

深圳市聚飞光电股份有限公司(300303.SZ)是背光LED领域的国内龙头企业,公司专业从事SMD、LED器件的研发、生产与销售,主要产品为背光LED器件和照明LED器件,产品广泛应用于手机、PAD、电脑、TV、电器等消费类电子产品及显示屏、照明、汽车电子、数码管等领域。公司是国家高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业,通过持续技术创新,不断推出满足客户需求的新产品,公司树立了良好的品牌优势,大客户数量逐年增加,国际化销售占比持续提升,行业龙头地位进一步得到加强,尤其在背光LED市场上,公司的市场占有率处于绝对领先地位。

1.1 盈利分析: 背光LED龙头, 盈利增长迅猛

公司2018年营业收入为23.45亿元,同比增长14.11%;归母净利润为1.60亿元,同比增长167.02%。2019年前三季度公司营业收入为18.50亿元,同比增长7.41%;实现归母净利润2.54亿元,同比增长85.96%。根据公司公告,预计2019全年归母净利润为3.13亿元,同比增长95.91%,盈利增长迅猛。主要系公司产品原材料价格下跌,毛利率上涨所致。

主营业务方面,公司以背光LED为主,占营业收入比重超过七成,此外公司兼营照明LED、通讯技术服务和其他LED产品。公司通过技术创新,在行业中积累了雄厚的技术优势,公司在LED领域的技术优势和龙头地位是未来盈利的基础。

图 1. 2018 年公司营业收入分产品构成情况

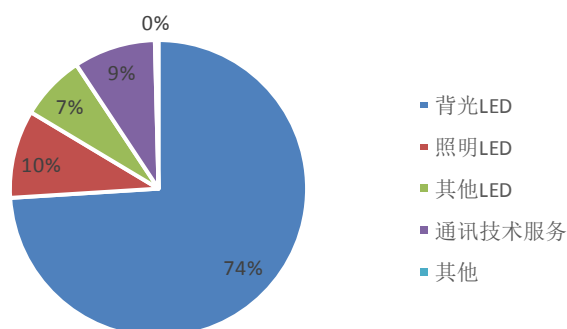
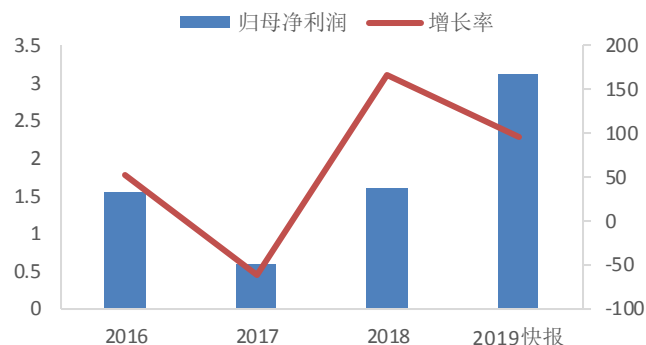


图 2. 2016-2019 年公司归母净利润增长情况 (亿元, %)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

1.2 偿债能力与流动性分析: 整体良好, 优于同业平均水平

信用方面, 偿债能力良好, 债务风险较低:

截至 2019 年 Q3,

1) 公司资产负债率为 46.20%, 较过去三年公司的资产负债率有所上升, 2016、2017、2018 年的资产负债率分别为 35.70%、44.13%、40.27%, 主要系公司扩大经营规模所致。目前, 公司的资产负债率低于同业平均水平。

2) 公司流动比率为 1.49, 速动比率为 1.36, 过去三年公司的流动性指标有所下降, 但高于同业平均水平。2016、2017、2018 年的流动比率和速动比率分别为 2.30、1.69、1.67 和 2.14、1.55、1.51。目前, 公司的流动比率和速动比率均高于同业平均水平。

1.3 股权结构分析: 股权结构稳定但较为分散, 股权质押风险不大

公司股权结构稳定但较为分散, 邢美正、李晓丹是公司的实际控制人。根据 2020 年一季报公布, 二人通过签署一致行动人协议, 共持有公司 22.42% 的股权, 持股比例较低, 不排除有第三方通过一致行动、收购等方式获得公司的控制权从而导致控制权发生变化的可能。公司近期无限售股解禁, 目前无未解押股权。聚飞光电前十大股东股权质押 5610 万股, 占总流通股股份数的比例为 4.39%, 股权质押风险不大。

1.4 正股估值分析: 估值合理, “行业龙头+LED” 概念或受资本关注

从股票估值水平来看, 2020 年 4 月 10 日, 公司股票的市盈率 (TTM) 为 20.94X, 略高于同业可比公司¹中位数 (19.38X), 市净率 (MRQ) 为 3.08X, 高于同业可比公司中位数 (1.95X); 纵向比较来看, 市盈率处于历史较低位置。上涨触发剂方面, 行业龙头和 LED 概念或受资本关注。

图 3. 公司近三年 PB 走势

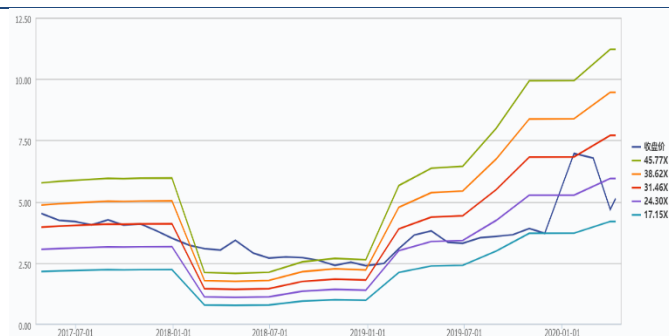
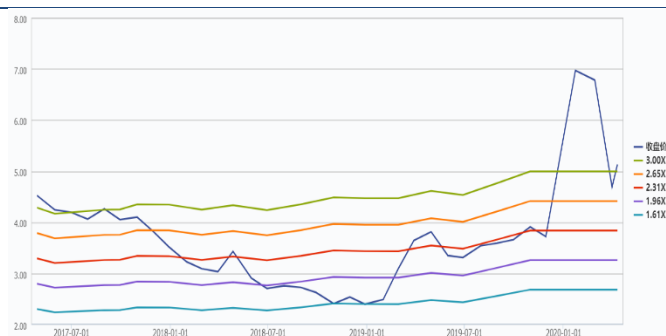


图 4. 公司近三年 PB 走势



数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、募集资金使用情况

此次募集资金将用于惠州 LED 产品的研发和扩产项目, 本次募投项目的实施, 将能够增强公司在小间距产品和汽车应用产品板块的生产能力, 提升市场份额和盈利能力。

表 1. 募集资金使用情况

序号	项目名称	投资金额(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	惠州 LED 产品扩产项目	56,689.75	54,689.75
2	惠州 LED 技术研发中心建设项目	15,779.06	15,779.06
合计		72,468.81	70,468.81

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、可转债条款分析

该转债面值为 100 元, 发行期限为 6 年, 6 年的票面利率分别为 0.40%、0.80%、1.00%、1.50%、2.50% 和 3.50%, 到期赎回价为 118 元 (含最后一期利息), 则 YTM

¹选取木林森、欧普照明、利亚德、阳光照明、洲明科技、鸿利智汇、佛山照明、国星光电、联创光电、华灿光电 10 家, 下同。

为 3.75%。债项信用等级为 AA- (中证鹏元评级), 按照 2020 年 4 月 10 日 6 年期 AA- 级中债企业债到期收益率 (6.2379%) 计算, 纯债价值为 87.02 元, 债底保护作用尚可。

正股 2020 年 4 月 10 日收盘价为 5.13 元, 初始转股价 5.28 元, 则平价为 97.16 元。该可转债的发行规模为 7.05 亿元, 若以初始转股价 (5.13 元/股) 全部转股, 公司流通股本将增加 1.37 亿股, 对公司流通股总股本的稀释率为 10.75%, 压力一般。

该转债的转股价格下修条件中规中矩:

1) 转股价格下修条款: 存续期内, 公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价低于当期转股价格的 85%。

2) 有条件赎回条款: 转股期内, 公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价不低于当期转股价格的 130%。

3) 有条件回售条款: 最后两个计息年度, 公司正股在任意连续 30 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%。

表 2. 可转债主要条款

债券简称	聚飞转债	发行规模	7.05 亿元
发行价格	100 元	转股价格	5.28 元
到期赎回价	118 元	主体与债项评级	AA- (中证鹏元评级)
到期收益率	3.75%	纯债价值	87.02 元
平价	97.16 元	稀释率	10.75%
存续期限	2020 年 4 月 14 日 - 2026 年 4 月 13 日		
债券利率	6 年分别为: 0.40%、0.80%、1.00%、1.50%、2.50% 和 3.50%		
转股期	2020 年 10 月 20 日 - 2026 年 4 月 13 日		
转股下修条款	存续期内, 公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价低于当期转股价格的 85%。		
有条件赎回条款	转股期内, 公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价不低于当期转股价格的 130%。		
有条件回售条款	最后两个计息年度, 公司正股在任意连续 30 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%。		

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、发行定价与申购建议

4.1 发行定价估算

我们选取满足以下三个条件的可转债进行比较: 1) 2020 年 4 月 10 日平价在 90-104 元, 2) 债券余额在 5-10 亿元, 3) 债项评级为 A+、AA- 或 AA。11 只符合条件的可转债 2020 年 4 月 10 日的转股溢价率主要处于 20%-30% 的区间, 同时重点参考已发行流通的可转债中, 与聚飞转债在发行规模、基本面等较为相似的木森转债、视源转债的近期表现, 我们预计聚飞转债的上市转股溢价率将处于 15%-25% 的区间, 上市价格在 112-121 元区间, 中枢为 116 元。

表 3. 聚飞转债可比券相关指标

转债简称	债项评级	债券余额	收盘价	平价	转股溢价率 (%)	所属行业
未来转债	AA-	6.30	112.60	90.66	24.21	轻工制造
创维转债	AA	9.78	121.44	101.39	19.78	家用电器
一心转债	AA	6.03	122.60	101.91	20.31	医药生物
拓邦转债	AA	5.73	122.29	102.71	19.07	电子
白电转债	AA	8.80	113.77	91.32	24.58	电气设备
柳药转债	AA	8.02	119.36	91.67	30.20	医药生物
远东转债	AA	8.94	114.32	93.26	22.57	汽车
赣锋转债	AA	9.18	126.21	93.78	34.58	有色金属
先导转债	AA	10.00	133.00	96.40	37.97	机械设备
永高转债	AA	7.00	117.30	96.83	21.15	建筑材料
索发转债	AA	9.45	119.63	98.41	21.57	有色金属
平均值		8.11		96.21	25.09	

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

4.2 中签率估算

我们选取最近3个月满足以下条件的公募可转债的发行情况来预测聚飞转债的中签率: 1) 网上发行日期在 2019 年 1 月 13 日-2020 年 4 月 13 日, 2) 发行规模在 5-12 亿元, 3) 债项评级为 A+、AA-或 AA, 4) 发行方式为股东优先配售和网上发行。

根据 8 只符合条件的可转债的发行情况, 我们估计聚飞转债的网上获配比例为 32%-64%, 发行规模为 7.05 亿元, 可供投资者申购的金额为 2.26-4.51 亿元。同时, 我们结合近期火热的申购情绪上调网上有效申购金额至 33000-38000 亿元, 因此中签率在 0.0059%-0.0137%, 中枢约为 0.01%。

表 4. 聚飞转债可比券发行指标

证券简称	网上发行日期	债项评级	发行总额 (亿元)	网上获配比例 (%)	网上有效申购金额 (亿元)
起步转债	2020-04-10	AA-	5.20	88.25	55301.01
华统转债	2020-04-10	AA	5.50	32.86	56860.52
长集转债	2020-04-09	AA	8.00	14.75	57862.10
博特转债	2020-03-12	AA-	6.97	58.57	46572.83
搜特转债	2020-03-12	AA	8.00	63.79	42569.76
永高转债	2020-03-11	AA	7.00	31.09	44902.82
科达转债	2020-03-09	AA-	5.16	62.13	40641.86
柳药转债	2020-01-16	AA	8.02	35.12	30456.68
平均值			6.73	48.32	46895.95

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

4.3 申购建议

综合来看, 公司是背光 LED 领域的龙头。此次发行的可转债规模中等, 转股价格下修条件中规中矩。平价为 97.16 元, 纯债价值为 87.02 元, YTM 为 3.75%, 评级不高, 但债底保护作用尚可, 正股基本面较好, 行业龙头和 LED 概念有一定看点。

我们预计聚飞转债的上市价格在 112-121 元的区间, 中枢为 116 元。中签率中枢预计为 0.01%。建议投资者积极参与申购。

五、风险提示

原材料价格波动风险, 市场需求不及预期。

附录. 可转债发行安排与申购方式

表 5. 发行时间安排

日期	事项
T-2 日 2020 年 4 月 10 日 (周五)	刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1 日 2020 年 4 月 13 日 (周一)	1、原股东优先配售股权登记日 2、网上路演
T 日 2020 年 4 月 14 日 (周二)	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》; 3、原无限售股东优先配售认购日 (缴付足额资金) 5、网上申购 (无需缴付申购资金); 6、确定网上中签率
T+1 日 2020 年 4 月 15 日 (周三)	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 2、网上发行摇号抽签
T+2 日 2020 年 4 月 16 日 (周四)	1、刊登《网上中签结果公告》 2、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 日 2020 年 4 月 17 日 (周五)	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 日 2020 年 4 月 20 日 (周一)	刊登《发行结果公告》

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 6. 申购方式

	原股东优先配售	网上申购
参与对象	原股东 (2020 年 4 月 13 日收 市后登记在册)	社会公众投资者
平台	深交所交易系统	深交所交易系统
申购代码	380303	370303
申购简称	聚飞配债	聚飞发债
申购日期	2020/4/14	2020/4/14
申购保证金	/	/
申购金额范围	每股配售 0.5513 元	1000 元-100 万元

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

作者简介与承诺

洪亮, 证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。(本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利)。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司(以下简称银河证券,银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明,所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正,但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断,银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户,本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接,银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便,链接网站的内容不构成本报告的任何部份,客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日,本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%,特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的,属于机密材料,只有银河证券客户才能参考或使用,如接收人并非银河证券客户,请及时退回并删除。除银河证券官方网站外,银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区: 耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn