

强力转债：电子化学品领先企业，技术补强 巩固地位——转债投资价值分析

2020年11月18日

事件

- **强力转债(123076.SZ)于11月19日开始网上申购**：总发行规模为8.50亿元，扣除发行费用后，将全部用于“年产12,000吨环保型光引发剂、年产50,000吨UV-LED高性能树脂等相关原材料及中试车间项目”及“补充流动资金项目”。
- **强力转债条款中规中矩；上市价格预计在106-120元之间**：转债存续期为6年，联合评级为AA-AA-，股价为18.98元/股。下修条款为“20/30、85”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，条款中规中矩。以6年AA-中债企业债到期收益率7.046%（11/17）计算，纯债价值为79.38元，债底保护性较弱。按照11月17日强力的收盘价为19.58元，转换平价为103.16元，平价溢价率为-3.06%。根据2020年11月17日强力收盘价19.58元计算，初始转换平价为103.16元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计强力转债的转股溢价率在15%到20%之间。根据相对价值法估计强力转债上市价格约115元到129元之间，建议积极申购。

观点

- **行业发展机遇良好，国家政策继续助力**。电子化学品行业是电子信息产业中重要的基础材料行业，处于电子信息产业链的最前端。国家各部委近年来陆续颁布的《产业结构调整指导目录（2019年本）》、《战略性新兴产业分类（2018）》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》等多项政策性产业规划文件中，均将电子化学品行业列为给予鼓励和重点扶持的行业。随着PCB光刻胶行业已基本完成向中国大陆的转移，LCD光刻胶行业正在推进向中国大陆转移的进程，以及半导体光刻胶行业国产化的趋势，市场需求的扩大、行业自身的技术进步及国家政策的持续鼓励，电子化学品产业面临着良好的行业发展机遇。
- **行业技术壁垒较高，公司致力提高技术水平**。公司是一家以应用研究为导向，立足于产品自主研发创新的高新技术企业，从事电子材料领域各类光刻胶专用电子化学品的研发、生产和销售。技术工艺和产品研发能力是公司可持续发展的核心竞争优势，公司所处的电子材料行业存在技术壁垒高的特点，同时，PCB制程、LCD部件制造、半导体制造、OLED材料等下游产业技术也在不断的升级换代，公司加大研发力度，研发团队人数不断增加且研发团队学历水平整体提升，不断推出新产品以适应市场。
- **营业收入逐年增长，但增速边际趋缓**。报告期内，公司主营业务收入来源主要是微电子光刻工艺用的各种光引发剂等电子化学品的销售。公司其他业务收入主要为加工费用、技术咨询服务和非电子化学品贸易业务等。收入方面，2019年实现营业总收入8.6亿元，同比增长16.9%；利润方面，2019年实现归母净利润1.5亿元，同比上升17.5%。收益质量方面，公司2019年净利润为1.48亿元，同比上升18%。受疫情影响，2020上半年公司收入大幅下滑。随着疫情持续好转，产业链上下游逐渐恢复，公司经营状态在逐渐好转。
- **风险提示**：宏观经济波动风险，项目投产产能消化风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收点评 20201116：侨银转债：环卫市场老牌企业，双轮驱动助力业绩增长》2020-11-16
- 2、《固收点评 20201116：MLF超量续作，维护流动性合理充裕》2020-11-16
- 3、《固收点评 20201116：1-10月经济数据点评：经济持续稳定恢复，多项指标继续改善》2020-11-16
- 4、《固收周报 20201115：美债收益率再迫0.9，美元企稳黄金承压》2020-11-15
- 5、《固收周报 20201115：一周策略：国内经济持续恢复，海外形势仍充满不确定性（2020年第43期）》2020-11-15

内容目录

1. 转债信息	3
2. 基本面分析	5
3. 风险提示	8

图表目录

图 1: 强力新材 2019 年各板块业务占比	6
图 2: 强力 2015-2020H1 营业收入及增速	6
图 3: 强力 2015-2020H1 归母净利润及增速	6
图 4: 强力 2015-2020H1 净利润入及增速	7
图 5: 强力 2015-2020H1 资产负债率和资产周转率	7
图 6: 强力 2015-2020H1 三大费用	8

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

1. 转债信息

表 1: 强力转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2020 年 11 月 17 日	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2020 年 11 月 18 日	网上路演; 原股东优先配售股权登记日
T	2020 年 11 月 19 日	发行首日 刊登《发行提示性公告》; 原股东优先配售认购日 (缴付足额资金); 网上申购 (无需缴付申购资金); 确定网上中签率
T+1	2020 年 11 月 20 日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 网上申购摇号抽签
T+2	2020 年 11 月 23 日	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 (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	2020 年 11 月 24 日	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	2020 年 11 月 25 日	刊登《发行结果公告》; 向发行人划付募集资金

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 2: 强力转债基本条款

转债名称	强力转债	正股名称	强力新材
转债代码	123076.SZ	正股代码	300429.SZ
发行规模	8.5 亿元	正股行业	化工行业-其他化学制品
存续期	6 年 (2020/11/19-2026/11/18)	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	18.98 元/股	转股期	6 个月 (2021/11/25-2026/05/25)
票面利率	0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%、2.00%		
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, 以单张可转债 113 元的价格全部赎回 (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，任何连续 30 个交易日收盘价低于当期转股价 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 12,000 吨环保型光引发剂、 年产 50,000 吨 UV-LED 高性能树脂等相关原材料及中试车间项目	109,748.00	75,000.00
补充流动资金	10,000.00	10,000.00
合计	119,748.00	85,000.00

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	79.38 元	转换平价 (以 11/17 收盘价)	103.1 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	25.98%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-3.06%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-AA-，股价为 18.98 元/股。下修条款为“20/30、85”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，条款中规中矩。以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 7.046% (11/17) 计算，纯债价值为 79.38 元，债底保护性较弱。按照 11 月 17 日强力的收盘价为 19.58 元，转换平价为 103.16 元，平价溢价率为 -3.06%。

表 5: 相对价值法预测强力转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		15%	16.25%	17.50%	18.75%	20.00%
-10%	17.76	107.61	108.78	109.95	111.11	112.28
-5%	18.65	112.99	114.21	115.44	116.67	117.90
11/17 收盘价	19.58	118.64	119.92	121.21	122.50	123.79
5%	20.56	124.57	125.92	127.28	128.63	129.98
10%	21.59	130.80	132.22	133.64	135.06	136.48

数据来源：wind，东吴证券研究所

根据 2020 年 11 月 17 日强力收盘价 19.58 元计算，初始转换平价为 103.16 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计强力转债的转股溢价率在 15% 到 20% 之间。根据相对价值法估计强力转债上市价格约 115 元到 129 元之间。

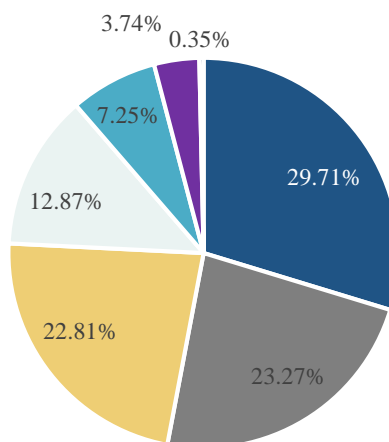
2. 基本面分析

行业发展机遇良好，国家政策继续助力。电子化学品行业是电子信息产业中重要的基础材料行业，处于电子信息产业链的最前端。国家各部委近年来陆续颁布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》、《战略性新兴产业分类（2018）》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》等多项政策性产业规划文件中，均将电子化学品行业列为给予鼓励和重点扶持的行业。随着 PCB 光刻胶行业已基本完成向中国大陆的转移，LCD 光刻胶行业正在推进向中国大陆转移的进程，以及半导体光刻胶行业国产化的趋势，市场需求的扩大、行业自身的技术进步及国家政策的持续鼓励，电子化学品产业面临着良好的行业发展机遇。

行业技术壁垒较高，公司致力提高技术水平。公司是一家以应用研究为导向，立足于产品自主研发创新的高新技术企业，从事电子材料领域各类光刻胶专用电子化学品的研发、生产和销售。技术工艺和产品研发能力是公司可持续发展的核心竞争优势，公司所处的电子材料行业存在技术壁垒高的特点，同时，PCB 制程、LCD 部件制造、半导体制造、OLED 材料等下游产业技术也在不断的升级换代，公司加大研发力度，研发团队人数不断增加且研发团队学历水平整体提升，不断推出新产品以适应市场。

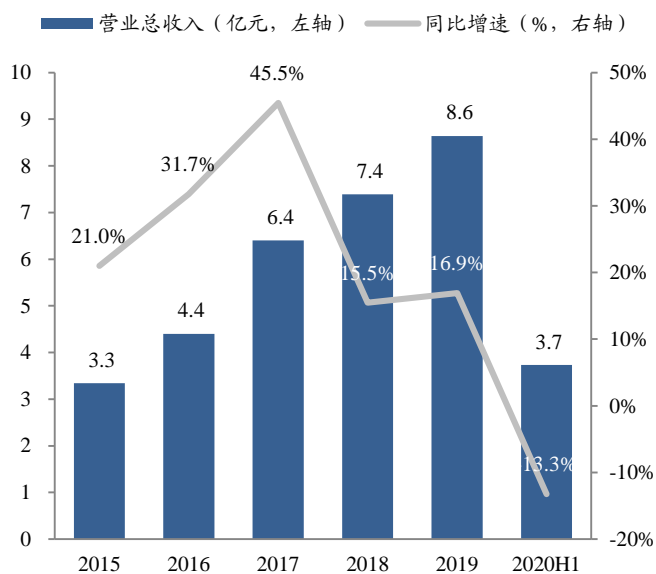
图 1: 强力新材 2019 年各板块业务占比

- 其他用途化学品
- LCD光刻胶光引发剂
- 线路板专用引发剂
- 化工原料贸易
- 线路板专用树脂
- 半导体专用化学品
- 其他化合物



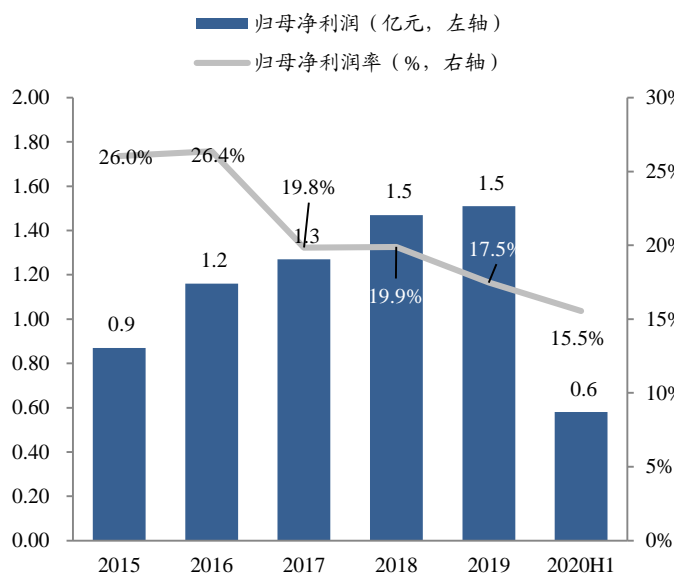
数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

图 2: 强力 2015-2020H1 营业收入及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 3: 强力 2015-2020H1 归母净利润及增速

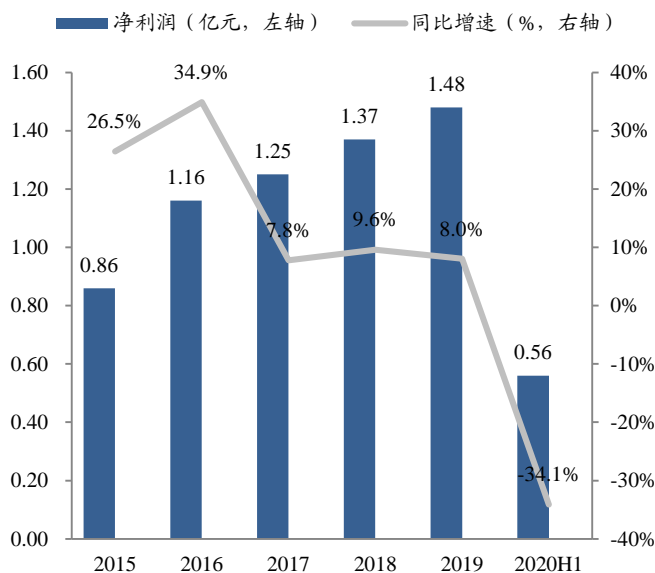


数据来源: wind, 东吴证券研究所

营业收入逐年增长, 但增速边际趋缓。报告期内, 公司主营业务收入来源主要是微电子光刻工艺用的各种光引发剂等电子化学品的销售。公司其他业务收入主要为加工费用、技术咨询服务和非电子化学品贸易 业务等。收入方面, 2019 年实现营业总收入 8.6 亿元, 同比增长 16.9%; 利润方面, 2019 年实现归母净利润 1.5 亿元, 同比上升 17.5%。收益质量方面, 公司 2019 年净利润为 1.48 亿元, 同比上升 18%。受疫情影响, 2020 上

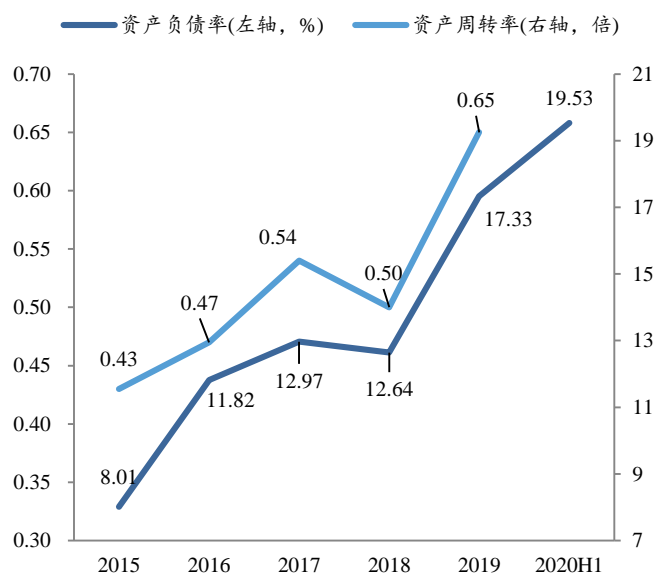
半年公司收入大幅下滑。随着疫情持续好转，产业链上下游逐渐恢复，公司经营状态在逐渐好转。

图 4: 强力 2015-2020H1 净利润入及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

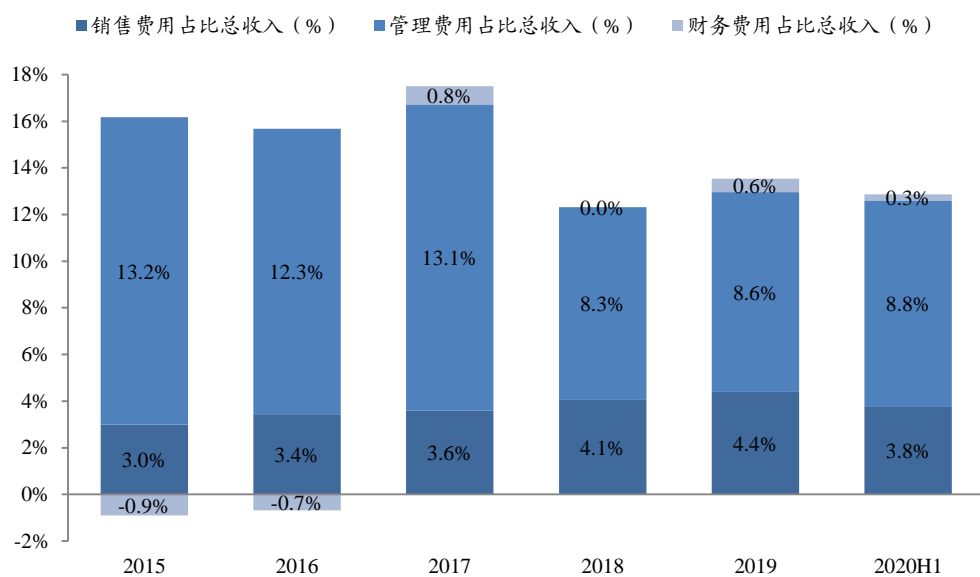
图 5: 强力 2015-2020H1 资产负债率和资产周转率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

销售和管理费用增速较快, 财务费用较为稳定。19 年年公司销售费用为 0.38 亿元, 管理费用为 0.74 亿元, 财务费用为 0.05 亿元。2019 年公司销售费用较 2018 年增加 750.86 万元, 增幅为 24.79%, 主要系公司薪酬水平进一步提升, 同时, 报告期内公司业务规模保持了较快的增速, 公司开拓市场形成的市场推广服务费大幅增加; 2019 年, 公司管理费用较 2018 年增加 1,305.42 万元, 增幅为 21.51%, 主要原因为: 2019 年公司部分在建项目转为固定资产使得折旧费用增幅较大; 2019 年公司新设投资项目, 项目可行性论证等产生的中介咨询费用增加; 2017 年至 2019 年, 由于公司业务规模持续增长, 对流动资金需求增加, 公司通过银行借款等方式补充流动资金, 利息支出增加, 导致财务费用中的利息支出增加。

图 6: 强力 2015-2020H1 三大费用



数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

宏观经济波动风险、项目投产产能消化风险。

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>

