

光伏胶膜领域的全球龙头，建议积极申购

福 20 转债投资价值分析

相关研究报告：

《高端精密平台型龙头，建议上市后重点关注》
--2020/11/22

《深耕环卫运营的优质龙头，建议积极申购》--2020/11/16

《华北水泥行业的绝对龙头，建议积极申购》--2020/11/04

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

利率条款偏低，转债的附加条款设置中规中矩。

本期可转债发行期限为 6 年，票面利率分别为：0.25%、0.45%、0.75%、0.95%、1.45%、1.75%，到期赎回价为 108 元（含最后一期利息）。利率条款略低于近期市场的正常设置。福 20 转债的各项附加条款设置均与现存转债基本一致。

纯债价值为 84.30 元，债底保护尚可。

本期可转债债项信用等级为 AA（联合评级），发行期限为 6 年，取贴现率为 4.8958%，计算得到纯债价值为 84.30 元，到期收益率为 1.91%，债底保护尚可。预计首日上市价格 113.16~119.26 元。

该券初始转股价为 73.69 元/股，按照 11 月 30 日福斯特收盘价（71.64）测算得到初始转换价值为 97.22 元。福斯特是光伏封装材料的全球龙头，主要产品光伏胶膜产能将在 2~3 年内实现翻倍，副业感光干膜推进顺利，叠加光伏行业前景广阔，上市首日溢价率大概率偏高。综合参考近期上市可比标的，我们判断福斯特上市初日溢价率位于 18%~22% 区间，对应的上市价格为 113.16 元~119.26 元。

正股是光伏胶膜全球龙头，建议积极申购。

综合来看，福 20 转债规模与评级中等，利率条款偏低，但债底保护尚可。正股福斯特是全球光伏胶膜的绝对龙头，市占率超过 50%。当前积极扩产能，2~3 年产能有望翻倍，进一步打开盈利空间。同时感光干膜副业进展顺利，较强的进口替代预期有望带来新的业绩增量。胶膜行业市场竞争格局较稳定，且行业中长期成长空间广阔。正股弹性较好且机构关注度较高，但当前公司估值处于历史高位，近期有一定回调，建议一级市场积极参与。

风险提示：

下游光伏装机不达预期，市场竞争加剧。

一、可转债条款分析与发行价格预测

福斯特公开发行人 A 股可转换公司债券，拟募集资金总额不超过 17.00 亿元，扣除发行费用后，将用于以下项目的投资：

图表 1：冀东转债募集资金运用情况

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	滁州年产 5 亿平方米光伏胶膜项目	160,346.85	140,000.00
2	补充流动性资金	30,000.00	30,000.00
合计		190,346.85	170,000.00

资料来源：公司债券募集说明书，太平洋研究院整理

福 20 转债初始转股价为 73.69 元/股，按照初始转股价计算，总共可转换 2306.96 万份福斯特 A 股股票。若转债全部转股，对 A 股流通股和总股本的稀释率均为 3.00%，此单可转债稀释率较低。本次发行的可转债转股期自 2021 年 6 月 7 日起至可转债到期日 2026 年 11 月 30 日止。

图表 1：福斯特条款

转债名称/代码	福 20 转债/113611.SH
发行规模	17.00 亿元
发行方式	原股东优先配售，原股东优先认购后的余额向社会公众投资者发售，若有发售余额则由承销商包销。
存续期	自发行之日起 6 年
票面利率	第一年 0.25%、第二年 0.45%、第三年 0.75%、第四年 0.95%、第五年 1.45%、第六年 1.75%
到期赎回价格	票面面值的 108% (含最后一期利息)。
初始转股价格	73.69 元/股
转股期	自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日 (2021 年 6 月 7 日) 起至转债到期日 (2026 年 11 月 30 日) 止。
信用评级	主体:AA; 债项:AA; 无担保; 联合信用评级有限公司
下修条款	15/30, 85%
有条件赎回条款	15/30, 130% 或可转债未转股余额不足 3,000 万元。
有条件回售条款	最后 2 个计息年度, 30, 70%

资料来源：公司债券募集说明书，太平洋研究院整理

利率条款低于市场平均水平。本期可转债发行期限为 6 年，票面利率分别为：0.25%、0.45%、0.75%、0.95%、1.45%、1.75%，到期赎回价为 108 元（含最后一期利息），利率条款略低于近期市场的正常设置。

转债的附加条款设置中规中矩。福 20 转债的各项条款设置均与现存转债基本一致，其中下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30，130%”或“可转债未转股余额不足 3,000 万元”，有条件回售条款为“30，70%”。

纯债价值为 84.30 元，债底保护尚可。本期可转债债项信用等级为 AA(联合评级)，发行期限为 6 年，11 月 27 日 6 年期 AA 级中债企业债到期收益率为 4.8902%，中证公司债到期收益率为 4.9014%，综合取贴现率为 4.8958%，计算得到纯债价值为 84.30 元，到期收益率为 1.91%，债底保护尚可。

预计首日上市价格 113.16~119.16 元。该券初始转股价为 73.69 元/股，按照 11 月 30 日福斯特收盘价（71.64）测算得到初始转换价值为 97.22 元。福斯特是光伏封装材料的全球龙头，主要产品胶膜产能将在 2~3 年内实现翻倍，重点突破的感光干膜板块强烈的进口替代预期也有望带来新的业绩增长点，叠加光伏行业前景广阔，上市首日报价率大概率偏高。综合参考近期上市可比标的，我们判断福斯特上市初日报价率位于 18%~22% 区间，对应的上市价格为 113.16 元~119.26 元。

图表 2：福 20 转债首日上市价格预测

股价波动	对应正股价格	18%	19%	20%	21%	22%
-0.05	68.06	108.98	109.91	110.83	111.75	112.68
-0.03	69.49	111.28	112.22	113.16	114.10	115.05
-0.01	70.92	113.57	114.53	115.50	116.46	117.42
0	71.64	114.72	115.69	116.66	117.63	118.61
0.01	72.36	115.86	116.85	117.83	118.81	119.79
0.03	73.79	118.16	119.16	120.16	121.16	122.16
0.05	75.22	120.45	121.47	122.49	123.52	124.54

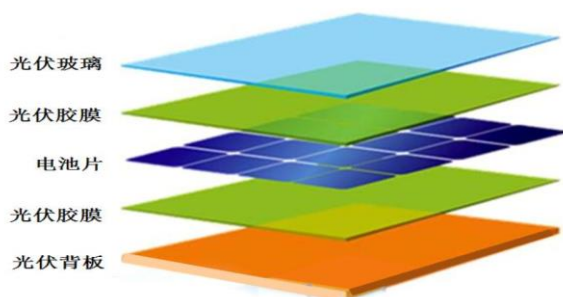
资料来源：太平洋研究院整理

二、福斯特基本面分析

公司是全球光伏封装材料龙头企业，光伏胶膜市占率超 50%。杭州福斯特应用材料股份有限公司成立于 2003 年，主要经营光伏封装材料的研发、生产和销售。光伏胶膜和背板对太阳能电池组件起到封装和保护的作用，是太阳能电池组件的关键封装材料。EVA 胶膜在公司的营收占比已超过 90%，上游原材料为 EVA

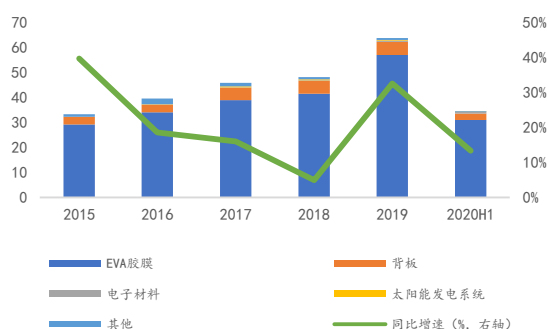
树脂等石油衍生品，下游为光伏组件厂商。经过十余年的探索和积累，公司已成为全球光伏胶膜行业的龙头企业，连续多年全球市占率超 50%。

图表 3：传统单玻晶硅组件结构示意图



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

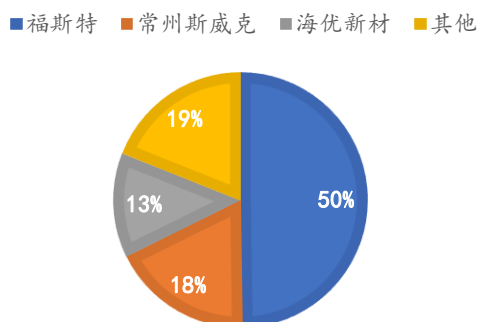
图表 4：福斯特历年收入(亿元)及增速(右轴)



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

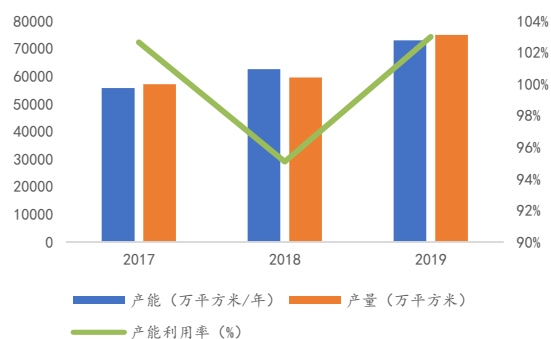
胶膜市场格局稳定，公司作为龙头企业具有较强的竞争力，业绩稳步提升。2019 年公司营业收入 63.78 亿元 (YoY+32.61%)、归母净利润 9.57 亿元 (YoY+27.39%)、扣非归母净利润 8.11 亿元 (YoY+88.20%)。当前胶膜市场的竞争格局相对稳定，根据公司公告，2019 年前三家头部企业的总产量超 12.19 亿平方米，约占全球市场份额的 81%。公司作为光伏封装材料的行业龙头，在技术研发、生产规模、客户资源及定价权方面均具有较强的竞争力，近几年业绩稳步提升，2018 年业绩增速放缓主要是由于当年的“531 新政”对下游需求产生了一定冲击，但目前相关影响已被行业消化。在光伏全产业链提质增效的背景下，公司作为头部企业有望继续收益。

图表 5：前三家公司约占全球市场份额的 81%



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 6：近三年公司开工率维持在较高水平



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

募资扩产，进一步打开市场空间。近三年公司光伏胶膜的产能利用率一直维持在较高水平，随着光伏产业规模的扩大，公司加快推进光伏胶膜项目的建设，进一步提高产能。本次可转债募集资金即用来建造滁州年产 5 亿平方米的光伏胶膜项目。截至 2019 年底，公司的产能为 7.3 亿平方米，目前在建及拟建项目胶膜产能合计 12 亿平方米，预计 2~3 年内即可实现产能翻倍，进一步打开市场空间。

图表 7：公司在建和拟建光伏胶膜及光伏背板项目详情

公告时间	项目	投资总额 (亿元)	产地	建设期	资金来源
2018-8	年产 2.5 亿平方米白色 EVA 胶膜技改项目	5.54	浙江杭州	2 年	可转债和自筹资金
2018-8	年产 2 亿平方米 POE 封装胶膜项目 (一期)	4.21	浙江杭州	3 年	可转债和自筹资金
2020-2	年产 5 亿平方米光伏胶膜项目	16.03	安徽滁州	4 年	可转债和自筹资金
2020-9	年产 2.5 亿平方米光伏胶膜项目 年产 1.1 亿平方米光伏背板项目	10.20	浙江嘉兴	3 年	自筹资金

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

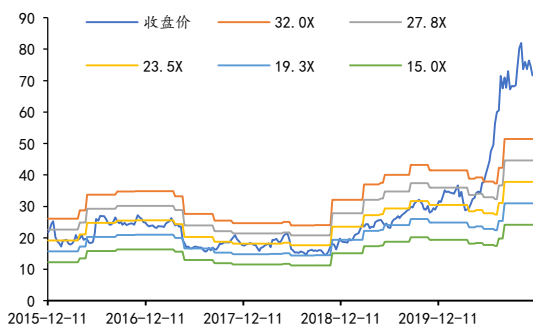
电子材料板块顺利推进，进口替代预期有望成为新的业绩增长点。感光干膜产品是 PCB 和 FPC 行业关键的图形刻蚀材料，但长期被中国台湾及国外少数几家公司垄断，是公司在电子材料领域重点突破的产品。目前公司的感光干膜产品已经首次完成了酸蚀、电镀及 LDI 主要市场系列的全覆盖，并顺利导入深南电路、景旺电子、奥士康等国内大型 PCB 企业，2019 年实现销售收入 5,721.95 万元，

同比增长 94.88%。当前公司有年产 2.16 亿平方米感光干膜项目在建，未来进口替代预期有望成为新的业绩增长点。

降本路径清晰，海外市场遍地开花的新格局下，光伏行业成长空间广阔。随着技术的高速发展，光伏发电的成本不断降低，目前已在全球多个地方成为成本最低的发电方式。在光伏发电优势渐显的背景下，海外市场也从过去的相对集中转向遍地开花，2017 年装机规模超过 GW 的市场数量仅为 7 个，而在 2019 年已超 16 个。根据 CPIA 的预测，全球光伏新增装机规模有望从 2018 年的 106GW 在 2025 年达到 200GW，中长期成长空间广阔。

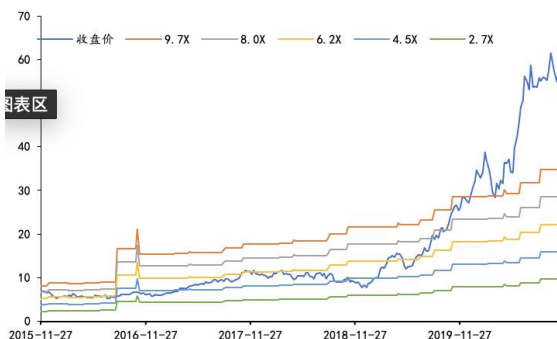
当前股票估值水平处于历史高位。根据 Wind 一致预期，公司当前 PE 为 45.16X（以截至 11.30 公司收盘价为依据），历史（2015.08~2020.11）看，公司 PE（TTM）中枢为 25X。我们认为当前公司估值水平高于历史均值。

图表 7：福斯特 PE-Bands



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：福斯特 PB-Bands



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、投资策略

福斯特股权集中度较高，实际控制人林建华先生通过直接及间接控股的福斯特集团持有公司 71.47% 的表决权。参考近期发行的可转债发行数据，以 70% 的股

东配售比例计算，留给投资者申购的金额为 5.1 亿元。进一步预估网上有效申购 800 万户，则中签率为 0.0064%。

综合来看，福 20 转债规模与评级中等，利率条款偏低，但债底保护尚可。正股福斯特是全球光伏封装材料的绝对龙头，市占率超过 50%。当前积极扩产能，2~3 年产能有望实现翻倍，进一步打开盈利空间。同时感光干膜副业进展顺利，较强的进口替代预期有望带来新的业绩增量。胶膜行业市场竞争格局较稳定，且行业中长期成长空间广阔，公司将持续受益。正股福斯特弹性较好且机构关注度较高，但当前公司估值处于历史高位，近期有一定回调，建议一级市场积极参与。

四、风险提示

下游光伏装机不达预期，市场竞争加剧，正股股价超预期波动。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。