

固收点评 20210606

2021年06月06日

捷捷转债：国内晶闸管龙头

事件

- **捷捷转债(123115.SZ)于6月8日开始网上申购**：总发行规模为11.95亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于功率半导体“车规级”封测产业化项目。
- **当前债底估值为80.45元，YTM为2.92%**。捷捷转债存续期为6年，联合评级为AA-/AA-，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%，到期赎回价格为票面面值的113%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.8025%（6/4）计算，纯债价值为80.45元，纯债对应的YTM为2.92%，债底保护性一般。
- **当前转换平价为103.97元，平价溢价率为-3.81%**。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2021年12月15日至2027年6月7日。初始转股价29元/股，正股捷捷微电6月4日的收盘价为30.15元，对应的转换平价为103.97元，平价溢价率为-3.81%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为5.30%**。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5.30%。按初始转股价29.00元计算，转债发行11.95亿对总股本和流通盘的稀释率分别为5.30%和6.04%，会对股本造成一定的摊薄压力。
- **我们预计上市价格在107.91~121.01元区间，我们预计网上中签率为0.0051%**。综合可比标的，我们考虑到捷捷转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，预计上市首日转股溢价率在10%左右，对应的上市价格在107.91~121.01元区间。我们预计网上中签率为0.0051%，建议积极申购。

观点

- **公司是一家专业从事半导体分立器件、电力电子器件研发、制造及销售的高新技术企业，是国内晶闸管生产龙头企业**。受益于国外疫情产能紧缺、国产替代进口以及国家相关政策的出台，半导体分立器件行业市场需求不断增长，客户订单量增加，公司半导体芯片、器件的生产量及销售都同比增长较大，业绩表现亮眼。
- **分离器供需旺盛，进口替代效应凸显**。凭借长期的技术积累和自主创新，我国半导体分立器件的整体生产规模年均复合增长率达到15.08%。市场需求方面，在国家产业政策大力支持和计算机、消费电子、汽车电子等众多下游行业呈现爆发式增长的双重利好下，分立器件在各应用领域均保持着较高的增长速度，行业呈现良好的发展态势。新冠疫情叠加中美贸易摩擦，越来越多的电子产品企业开始向国内优秀的半导体分立器件企业采购技术水平和性价比较高的半导体分立器件产品，进口替代效应凸显。
- **持续加大研发投入，布局高端产品**。2020年公司研发投入达到7438.23万元，同比变动+100.08%，占营业收入的比重为7.63%，同比变动38.22%。公司主要致力于功率MOSFET、IGBT、碳化硅、氮化镓等新型电力半导体器件的研发和推广，积极布局有特色的FRD、高端整流器产品线。
- **风险提示**：项目进展不及预期风险、下游需求不及预期风险、原材料供应和外协加工风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收周报 20210605：周观：地方债新增供给不及预期，美国仍受“用工荒”限制（2021年第19期）》2021-06-05
- 2、《固收点评 20210531：5月PMI点评：PMI基本持平，需求扩张持续放缓，价格达到近年高点》2021-05-31
- 3、《固收周报 20210530：周观：6月流动性前瞻，美国流动性过剩（2021年第18期）》2021-05-30
- 4、《固收周报 20210523：周观：后疫情时代的消费，美联储公布4月会议纪要（2021年第17期）》2021-05-23
- 5、《固收点评 20210520：美元怎么了？“trust the process”》2021-05-20

内容目录

| | |
|------------------|----|
| 1. 转债基本信息 | 3 |
| 2. 投资申购建议 | 5 |
| 3. 正股基本面分析 | 6 |
| 4. 风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 我国半导体分立器件产量 (单位: 亿只) | 7 |
| 图 2: 我国半导体分立器件进口规模 (单位: 亿美元) | 7 |
| 图 3: 我国半导体分立器件市场规模 (单位: 亿元) | 8 |
| 图 4: 我国半导体分立器件市场规模预测 (单位: 亿元) | 8 |
| 图 5: 15-21Q1 营业总收入及同比增速 (单位: 亿元) | 9 |
| 图 6: 15-21Q1 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元) | 9 |
| 图 7: 15-21Q1 销售毛利率和净利率水平 | 10 |
| 图 8: 15-21Q1 三费率水平 | 10 |

| | |
|------------------------------------|---|
| 表 1: 捷捷转债发行认购时间表 | 3 |
| 表 2: 捷捷转债基本条款 | 4 |
| 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: 相对价值法预测捷捷转债上市价格 (单位: 元) | 6 |

1. 转债基本信息

表 1: 捷捷转债发行认购时间表

| 时间 | 日期 | 发行安排 |
|-----|-------------------------|---|
| T-4 | 2021 年 6 月 4 日 (周四) | 刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 |
| T-1 | 2021 年 6 月 7 日 (周一) | 原股东优先配售股权登记日 网上路演 |
| T | 2021 年 6 月 8 日 (周二) | 发行首日 刊登《可转债发行提示性公告》 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) 确定网上申购中签率 |
| T+1 | 2021 年 6 月 9 日 (周三) | 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 | 2021 年 6 月 10 日 (周四) | 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 日日终有足额的转债认购资金) |
| T+3 | 2021 年 6 月 11 日 (周五) | 联席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 | 2021 年 6 月 12 日 (周六) | 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: 捷捷转债基本条款

| | | | |
|--------|---|-----------|----------------------------|
| 转债名称 | 捷捷转债 | 正股名称 | 捷捷微电 |
| 转债代码 | 123115.SZ | 正股代码 | 300623.SZ |
| 发行规模 | 11.95 亿元 | 正股行业 | 电子-半导体 |
| 存续期 | 6 年 (2021/6/8-2027/6/7) | 主体评级/债项评级 | AA-/AA- |
| 转股价 | 29.00 元/股 | 转股期 | 6 个月 (2021/12/15-2027/6/7) |
| 票面利率 | 0.40%、0.60%、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, 以票面价值的 113% (含最后一期利息) 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, 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 |
|-----------------------|------------|------------|
| 功率半导体“车规级” 封测产业化项目 | 133,395.95 | 119,500.00 |
| 合计 | 133,395.95 | 119,500.00 |

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 | 80.45 元 | 转换平价 (以 6/4 收盘价) | 103.97 元 |
| 纯债溢价率 (以面值 100 计算) | 24.30% | 平价溢价率 (以面值 100 计算) | -3.81% |
| 纯债到期收益率 YTM | 2.92% | | |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 80.45 元，YTM 为 2.92%。捷捷转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%，到期赎回价格为票面面值的 113%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.8025%（6/4）计算，纯债价值为 80.45 元，纯债对应的 YTM 为 2.92%，债底保护性较强。

当前转换平价为 103.97 元，平价溢价率为-3.81%。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 2021 年 12 月 15 日至 2027 年 6 月 7 日。初始转股价 29.00 元/股，正股捷捷微电 6 月 4 日的收盘价为 30.15 元，对应的转换平价为 103.97 元，平价溢价率为-3.81%。

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 5.30%。按初始转股价 29.00 元计算，转债发行 11.95 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 5.30%和 6.04%，会对股本造成一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计捷捷转债上市首日价格在 107.91~121.01 元之间。按捷捷微电最新收盘价测算，当前转债平价为 103.97 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的伟 20 转债、游族转债和旺能转债，当前转股溢价率分别为 14.47%、15.69%和 9.01%；

2) 参照同属电子板块的韦尔转债、长信转债和利德转债，当前转股溢价率分别为 17.52%、9.35%和 19.76%；

3) 参考近期上市的正川转债、晶科转债和绿茵转债，上市首日转股溢价率分别为 9.07%、30.04%和 9.68%；

综合可比标的，我们考虑到捷捷转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，预计上市首日转股溢价率在 10%左右，对应的上市价格在 107.91~121.01 元区间。

表 5: 相对价值法预测捷捷转债上市价格 (单位: 元)

| 转股溢价率/正股价 | | 5.00% | 7.00% | 10.00% | 13.00% | 15.00% |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| -5% | 28.64 | 103.71 | 105.68 | 108.64 | 111.61 | 113.58 |
| -3% | 29.25 | 105.89 | 107.91 | 110.93 | 113.96 | 115.97 |
| 6/4 收盘价 | 30.15 | 109.16 | 111.24 | 114.36 | 117.48 | 119.56 |
| 3% | 31.05 | 112.44 | 114.58 | 117.79 | 121.01 | 123.15 |
| 5% | 31.66 | 114.62 | 116.81 | 120.08 | 123.36 | 125.54 |

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 **68.01%**。捷捷微电的前两大股东为捷捷投资、黄善兵, 最新持股比例分别为 27.86%、7.94%, 共合计持股 35.80%, 前十大股东合计持股比例为 60.02%, 股权结构较分散。截至目前, 暂无股东承诺参与此次优先配售, 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 68.01%。

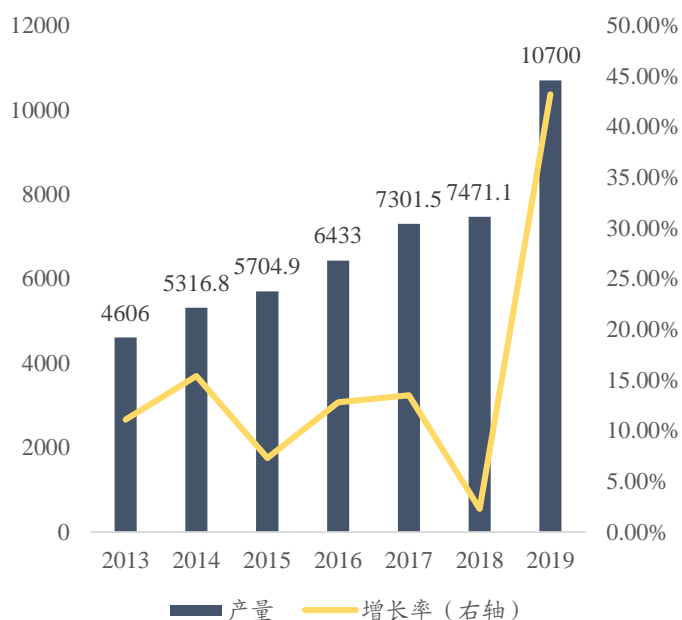
我们预计中签率为 **0.0051%**。捷捷转债发行总额为 11.95 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 68.01%, 剩余网上投资者可申购金额为 3.81 亿元。捷捷转债仅设置网上发行, 近期发行的绿茵转债 (评级 AA-, 规模 7.12 亿元) 网上申购数约 715.33 万户, 仙乐转债 (评级 AA-, 规模 10.25 亿元) 网上申购数约 753.29 万户。我们预计捷捷转债网上有效申购户数为 750 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 预计网上中签率为 0.0051%。

3. 正股基本面分析

公司是一家专业从事半导体分立器件、电力电子器件研发、制造及销售的高新技术企业, 是国内晶闸管生产龙头企业。公司功率半导体分立器件和功率半导体芯片生产业务贡献主要营收, 合计占比达 98.42%, 其中功率半导体分立器件占比 70.33%, 功率半导体芯片占比 28.09%。2020 年, 受益于国外疫情产能紧缺、国产替代进口以及国家相关政策的大力支持, 半导体分立器件行业市场需求不断增长, 客户订单量充足, 公司功率半导体芯片、器件的生产量及销售都同比增长较大, 同时芯片自耗量也增长较大。功率半导体器件的销售量/生产量/库存量为 31.3/31.47/1.5 亿只, 同比变动 +41.05%/+41.37%/+12.87%, 功率半导体芯片的销售量/生产量/库存量为 99.91/264.29/2.25 万片, 同比变动 +38.76%/+48.59%/-5.86%。

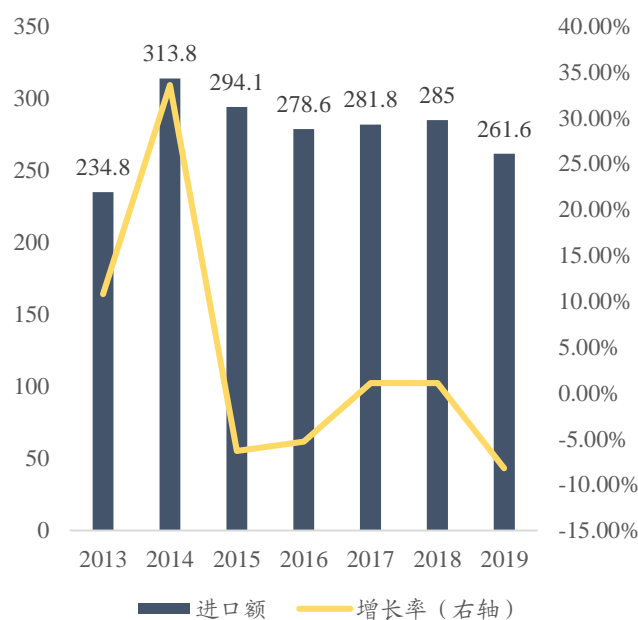
国内产销不断扩大，进口替代效应凸显。市场供给方面，凭借长期的技术积累和自主创新，我国半导体分立器件企业不断增加，分立器件的产量随之攀升。2013年至2019年，我国半导体分立器件的整体生产规模年均复合增长率达到15.08%。在中美贸易摩擦、新冠疫情等背景下，国内越来越多的电子产品企业为保证供应链安全以及降低产品成本，开始向国内优秀的半导体分立器件企业采购技术水平和性价比较高的半导体分立器件产品。2014年进口额达313.8亿美元，自2014年过后，中国半导体分立器件的进口金额开始逐步下滑，2019年进口额为261.6亿美元，相较于2014年下降16.63%，进口替代效应凸显。

图 1：我国半导体分立器件产量（单位：亿只）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

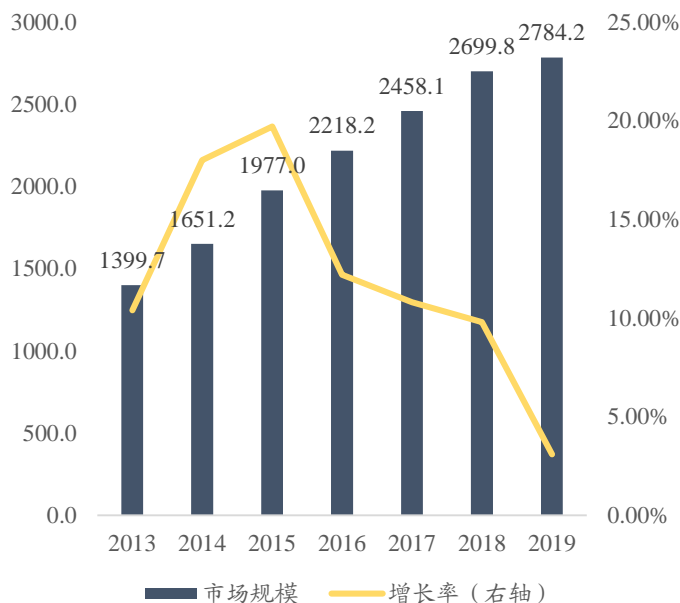
图 2：我国半导体分立器件进口规模（单位：亿美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

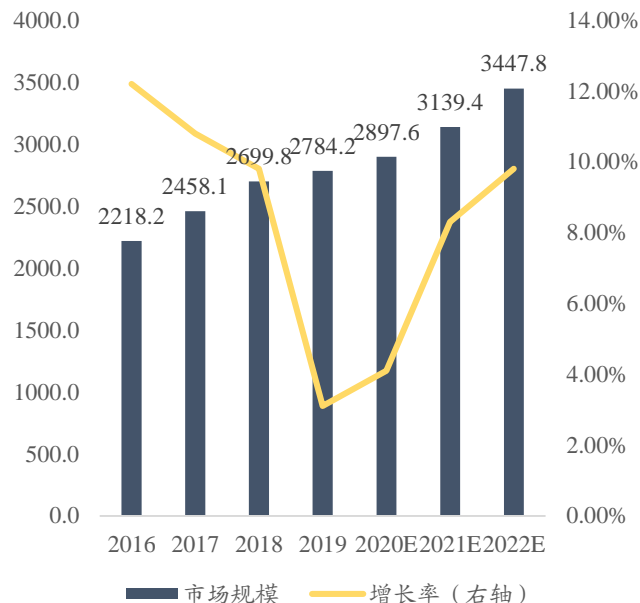
国家政策支持叠加下游行业增长，分立器件需求旺盛。市场需求方面，在国家产业政策大力支持和计算机、消费电子、汽车电子等众多下游行业呈现爆发式增长的双重利好下，分立器件在各应用领域均保持着较高的增长速度，行业呈现良好的发展态势。2013年至2019年国内分立器件市场规模的年均复合增长保持在12.14%的水平，2019年分立器件市场规模达到2,784.20亿元。根据中国半导体行业协会预测，到2022年分立器件的市场需求将达到3,447.80亿元。从中长期来看，国内半导体市场需求仍将呈现较快的增长势头。

图 3：我国半导体分立器件市场规模（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：我国半导体分立器件市场规模预测（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

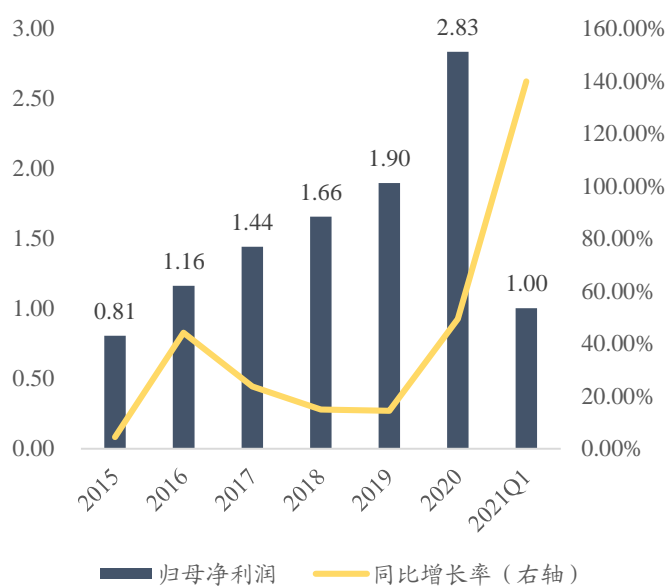
21 年一季度业绩高速增长，接近指引区间上限。21 年一季度营业总收入为 3.65 亿元，同比增长 137.32%，归母净利润为 1.00 亿元，同比增长 139.83%。基本每股收益 0.20 元，加权平均净资产收益率 3.95%。主要系公司的晶闸管、二极管、MOS、模块组件等系列产品净利同比上年同期（疫情等因素影响）均有较大幅度的增长，功率半导体器件进口替代契机以及下游需求旺盛等利好因素所致，增长趋势有望延续。

图 5: 15-21Q1 营业总收入及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

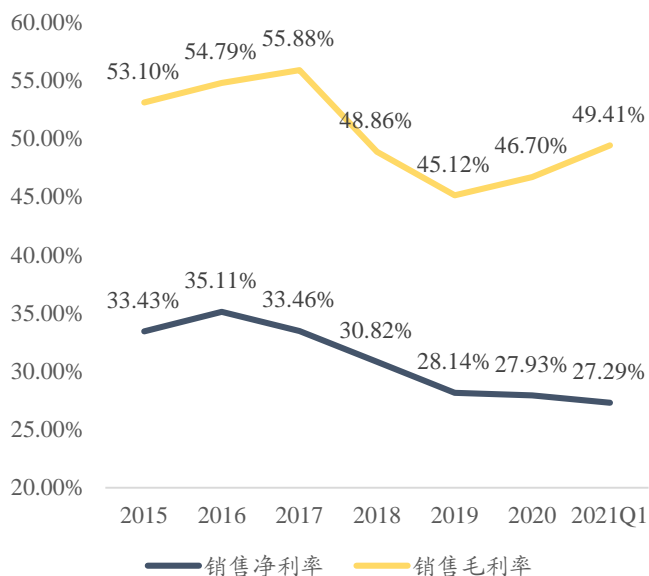
图 6: 15-21Q1 归母净利润及同比增速 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

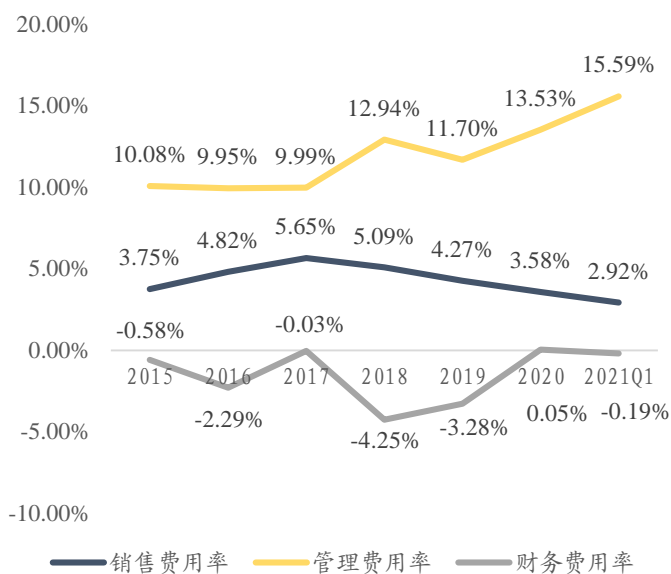
销售毛利率稳定增长,销售费用率呈下降趋势。2020年,公司销售毛利率为46.70%,同比变动+3.50%,销售净利率同比变动-0.74%,主要系费用增加所致。2020年销售/管理费用率为2.92%/15.59%,同比变动-16.06%/+15.69%,销售费用率呈递减趋势。其中管理费用的增加主要系公司因业绩增长增加管理人员薪酬、管理部门折旧费增加等所致。

图 7: 15-21Q1 销售毛利率和净利率水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 15-21Q1 三费率水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

持续加大研发投入, 布局高端产品。2020 年公司研发投入达到 7438.23 万元, 同比变动+100.08%, 占营业收入的比重为 7.63%, 同比变动 38.22%。公司主要致力于功率 MOSFET、IGBT、碳化硅、氮化镓等新型电力半导体器件的研发和推广, 积极布局有特色的 FRD、高端整流器产品线, 进入新能源汽车、光伏、风电、电焊机、各类变频电源等领域。根据 IC Insights 的相关市场研究表明, 在各类半导体功率器件组件中, MOSFET 与 IGBT 模块增长最为强劲, 而在国内, 英飞凌、安森美等主要厂商占据将近一半的 MOSFET 市场份额、IGBT 起步整体较晚, 可见未来国产替代的市场空间较大。

4. 风险提示

项目进展不及预期风险、下游需求不及预期风险、原材料供应和外协加工风险。

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>

