

## 固定收益点评

### 精密激光加工设备行业龙头，建议积极申购—帝尔转债投资价值分析

2021年8月3日，武汉帝尔激光科技股份有限公司发布可转债发行公告，计划发行规模8.40亿元，拟投资于高效太阳能电池激光印刷技术应用研发项目3.31亿元，投资于新型显示行业激光技术及设备应用研发项目2.60亿元，剩余2.49亿元用于补充流动资金。

下修条款较为严格，其他条款中规中矩，申购安全垫较好。帝尔转债下修条款触发条件为“15/30，85%”；条件赎回条款触发条件为“15/30，130%”；条件回售条款触发条件为“30，70%”。起始转股价192.70元，8月3日平价99.64元，债底为82.85元，纯债YTM3.72%，申购安全垫较好。

**精密激光加工设备龙头，市占率持续提升。**帝尔激光是国内太阳能电池激光设备的领导企业，于2019年在深交所创业板成功上市，公司主营精密激光加工解决方案的设计及其配套设备的研发、生产和销售，主要产品为应用于光伏产业的精密激光加工设备，2018年底，主要光伏电池厂商的PERC工艺产能中约77%采用了公司的设备，SE工艺产能中约86%采用了公司的设备，市占率较高，近年随着PERC电池片新产能持续释放叠加光伏电池片行业集中度提升，公司市占率将持续提升。

**平价上网+“双碳”目标驱动光伏需求释放。**全球范围内光伏产业高速发展，2020年，全球光伏新增装机创历史新高。2021年，在光伏发电成本持续下降和全球绿色复苏等有利因素的推动下，全球光伏市场将快速增长。中国领跑全球，稳居全球光伏市场首位，未来我国光伏产业规模有望实现持续扩大。在“双碳”目标推动下，“十四五”期间我国光伏年均新增光伏装机或将在70-90GW之间。

**市场集中度较高，技术水平处于行业前列。**高效太阳能电池激光加工设备行业中具有较强市场竞争力的企业数量较少，市场集中度较高，国外企业逐步退出市场，公司在微纳级激光精密加工领域深耕多年，技术水平处于行业前列，是行业内少数能够提供高效太阳能电池激光加工综合解决方案的企业。

**建议积极申购。**建议积极申购。截至8月3日收盘，帝尔转债转股价值为99.64元，参考可比转债情况，预计帝尔转债上市首日转股溢价率中枢为[15%，18%]，对应价格中枢[114元，118元]。帝尔激光原股东每股配售7.9394元可转债，假设50%原股东参与配售，网上有效申购户数为870万户，网上有效申购额度为4.20亿，单户顶格申购中签一签概率为4.83%，建议一级市场积极参与申购。

**风险提示：**光伏装机不及预期，原材料价格上涨，新产品扩展不及预期。

#### 作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

研究助理 李顺帆

邮箱：lishunfan@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《固定收益点评：有保有压，继续分化——信用市场月度展望》2021-08-01
- 2、《固定收益定期：20210801-国盛固收经济与债市手册》2021-08-01
- 3、《固定收益定期：关注经济放缓与部分高频数据加速回落》2021-08-01
- 4、《固定收益点评：政治局会议对债市的四大影响点》2021-07-31
- 5、《固定收益点评：靶材+新材料双轮驱动，建议积极申购—隆华转债投资价值分析》2021-07-30



## 内容目录

帝尔转债条款设计与发行流程 .....	3
帝尔激光基本面分析 .....	4
建议积极申购 .....	6
风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1: 帝尔转债条款概况 .....	3
图表 2: 帝尔转债发行流程 .....	4
图表 3: 帝尔激光主营业务构成 .....	4
图表 4: 全球光伏年度新增装机规模以及预测 (单位: GW) .....	5
图表 5: 国内光伏年度新增装机规模以及预测 (单位: GW) .....	5
图表 6: 光伏发电最低中标电价 (美分/kWh) .....	5
图表 7: 帝尔激光营业收入与同比增长 .....	6
图表 8: 帝尔激光归母净利润与同比增长 .....	6
图表 9: 帝尔激光毛利率与净利率 .....	6
图表 10: 帝尔激光期间费用率 .....	6
图表 11: 帝尔激光 PE-Band .....	7
图表 12: 帝尔激光 PB-Band .....	7
图表 13: 可比转债概况 .....	7

## 帝尔转债条款设计与发行流程

2021年8月3日，武汉帝尔激光科技股份有限公司发布可转债发行公告，计划发行规模**8.40**亿元，拟投资于高效太阳能电池激光印刷技术应用研发项目**3.31**亿元，投资于新型显示行业激光技术及设备应用研发项目**2.60**亿元，剩余**2.49**亿元用于补充流动资金。

下修条款较为严格，其他条款中规中矩。帝尔转债下修条款触发条件为“15/30, 85%”，即在本次发行可转债存续期间，当股价在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案。条件赎回条款触发条件为下述两种情形的任意一种出现时：“15/30, 130%”即可转债转股期内，公司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%）时；或当本次发行的可转债未转股余额不足人民币3000万元时。条件回售条款触发条件为“30, 70%”，即可转债最后两个计息年度，如果公司股价在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

起始转股价**192.70**元，8月3日平价**99.64**元，债底为**82.85**元，纯债YTM**3.72%**，申购安全垫较好。8月3日，帝尔激光收盘价为192.00元，对应帝尔转债平价99.64，债底方面，使用6年期AA-中债企业债到期收益率作为折现率，债底为82.85元，纯债YTM为3.72%，申购安全垫较好。

图表1: 帝尔转债条款概况

发行日期	2021/8/5	发行规模	8.40 亿元
到期日期	2027/8/5	起始转股价	192.70 元
期限	6 年	转股起始日	2022/2/011
主体评级	AA-	债项评级	AA-
票面利率	0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.50%、3.00%（补偿利率 15%）		
下修条款	公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会及类别股东大会表决，上述方案需经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。（15/30, 85%）		
条件赎回条款	可转债转股期内，公司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%）时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债（15/30, 130%）；或当本次发行的可转债未转股余额不足人民币3,000万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。		
条件回售条款	在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司（30, 70%）		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

8月4日（T-1）为原股东优先配售股权登记日；8月5日（T）为原股东优先认购日与网上申购日；8月9日（T+2）为缴款日，投资者需按中签结果足额缴款。

图表 2: 帝尔转债发行流程

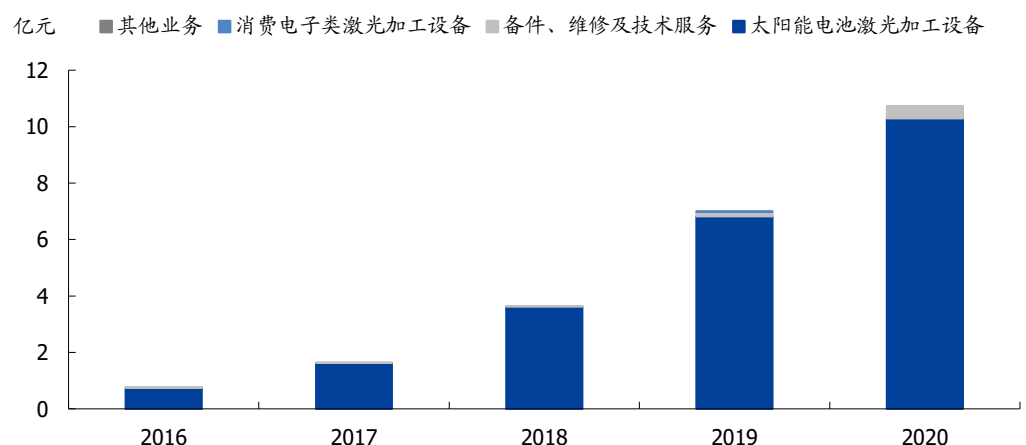
时间	事件
T-2	2021/8/3 披露《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2021/8/4 网上路演、原 A 股股东优先配售股权登记日
T	2021/8/5 披露《发行提示性公告》、原 A 股股东优先配售日、网上申购日、确定网上中签率
T+1	2021/8/6 披露《网上中签率及优先配售结果公告》进行网上申购的摇号抽签
T+2	2021/8/9 披露《网上中签结果公告》、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2021/8/10 保荐机构确定最终配售结果和包销金额
T+4	2021/8/11 披露《发行结果公告》

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 帝尔激光基本面分析

**精密激光加工设备龙头，市占率持续提升。**帝尔激光是国内太阳能电池激光设备的龙头企业，于 2019 年在深交所创业板上市，公司主营业务为精密激光加工解决方案的设计及其配套设备的研发、生产和销售，主要产品为应用于光伏产业的精密激光加工设备，2018 年底，主要光伏电池厂商的 PERC 工艺产能中约 77% 采用了公司的设备，SE 工艺产能中约 86% 采用了公司的设备，市占率较高，近年随着 PERC 电池片新产能持续释放叠加光伏电池片行业集中度提升，公司市占率有望持续提升。2021 年 Q1，公司实现营收 2.74 亿元，同比增长 36.27%，实现归母净利润 7358.49 万元，同比增长 2.69%，实现综合毛利率 40.42%，环比略有下滑，主要系“531”新政推行后，下游客户面对降本压力，以及公司技术更新迭代导致成本提升，未来随着新产品实现销售，毛利率下降趋势有望逆转。

图表 3: 帝尔激光主营业务构成

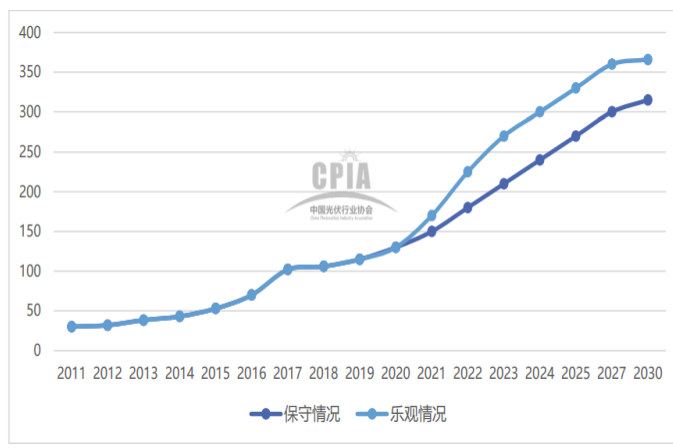


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**平价上网+“双碳”目标驱动光伏需求释放。**全球范围内光伏产业高速发展，根据中国光伏行业协会统计及预测，2020 年，全球光伏新增装机达 130GW，创历史新高。2021 年，在光伏发电成本持续下降和全球绿色复苏等有利因素的推动下，全球光伏装机将快速增长，预计“十四五”期间，全球每年新增光伏装机约 210-260GW。纵观国际市场，

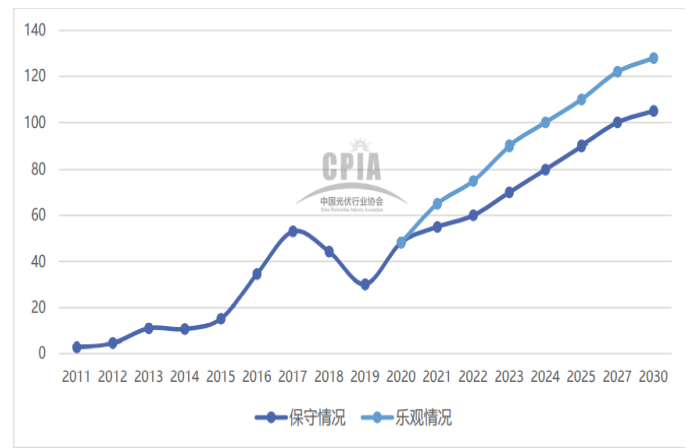
中国领跑全球，稳居全球光伏市场首位，未来我国光伏产业规模有望实现持续扩大。2020年，国内光伏新增装机48.2GW，同比增加60.1%。2020年受疫情影响，上半年电站装机规模较少，全年装机主要集中在下半年，尤其是12月，在抢装推动下，单月新增光伏装机规模达到29.5GW，创历史新高。2020年户用光伏装机超10GW，占到了全年光伏新增装机约20%。在“双碳”目标推动下，“十四五”期间我国光伏年均新增光伏装机或将在70-90GW之间。

图表4：全球光伏年度新增装机规模以及预测（单位：GW）



资料来源：CPIA，国盛证券研究所

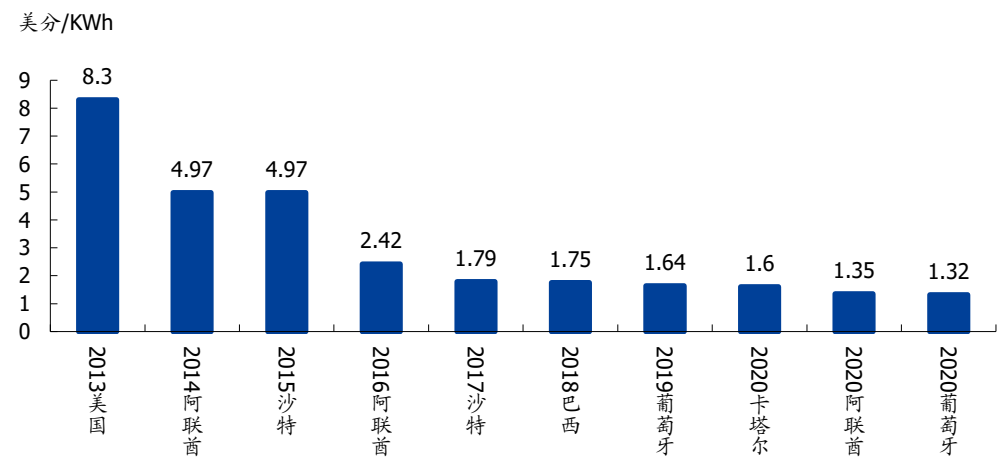
图表5：国内光伏年度新增装机规模以及预测（单位：GW）



资料来源：CPIA，国盛证券研究所

高效太阳能电池显著提升发电效率，激光消融技术加速 PERC 太阳能电池快速产业化。目前高效太阳能电池主流技术工艺为 PERC 技术，近三年新上产能中，PERC 太阳能电池已经成为技术主流，叠加激光选择性掺杂技术的 PERC+ 量产转换效率已达到 23%。近几年光伏电站开始大量应用 PERC 电池，转换效率节节攀升，生产成本也大幅度降低，从 2020 年 CPIA 更新的光伏发电最低中标电价走势看，中标电价不断探底，光伏电站的建设成本不断下降，经济效益越来越好。

图表6：光伏发电最低中标电价（美分/kWh）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

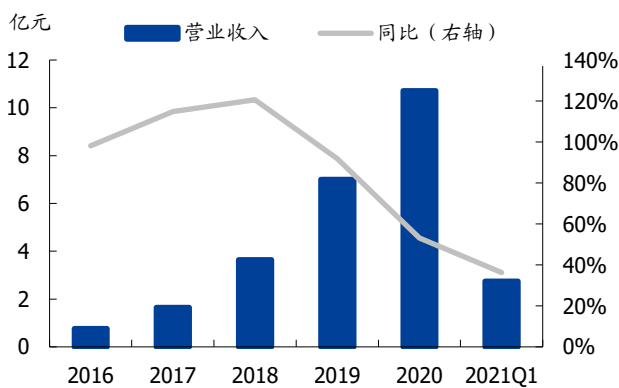
市场集中度较高，公司技术水平处于行业前列。高效太阳能电池激光加工设备行业中具有较强市场竞争力的企业数量较少，市场集中度较高。公司在微纳级激光精密加工领域深耕多年，在高效太阳能电池路线领域、PERC 激光消融设备、SE 激光掺杂设备，技术水平处于行业前列，是行业内少数能够提供高效太阳能电池激光加工综合解决方案的企业。2020年，在国内主要光伏电池厂商的 PERC 工艺产线上，公司的 PERC 激光消融和 SE 掺杂设备延续以前年度较高的市占率。同时，公司也在积极向高端消费电子、新型显示和集成电路等领域市场开拓，公司精密激光加工设备有望应用于更多领域，有利于提升公司盈利能力、降低经营风险。



积极布局新技术，未来降本空间较大。目前 TOPCon 转化率突破 25%，激光设备单 GW 投资绝对值超 PERC 时代，且该技术可在原有工艺基础上追加投资进行改造，从而拉长设备应用周期，提高转化效率同时降低度电成本；HJT 为全新技术路线，国内认证转化率已经超过 25%，HJT 可以实现比 PERC 更高的光电转化率和双面率，同时具备广地的光致衰减、低温度系数、和无 PID 现象的优点，作为全新工艺，HJT 尚未大规模量产，未来设备投资下降空间较大。

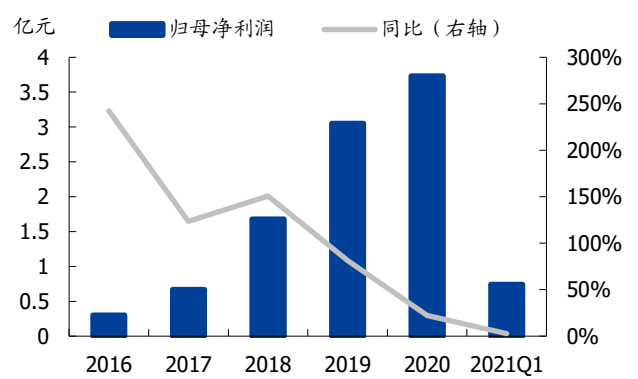
**2021Q1 业绩平稳增长。**一季度实现营业收入 2.74 亿元，同比增长 36.27%，PERC 激光消融设备、SE 激光掺杂设备保持稳定增长，毛利率短期承压，同比下降 9.15%至 40.42%，主要系产业链降本压力向设备端传导，公司主动让利、适当调整小尺寸成熟产品价格所致，公司归母净利润 0.74 亿元，同比小幅增长 2.69%，受毛利率下降和期间费用率提升影响，净利率同比下滑 8.77%至 26.83%。

图表 7: 帝尔激光营业收入与同比增长



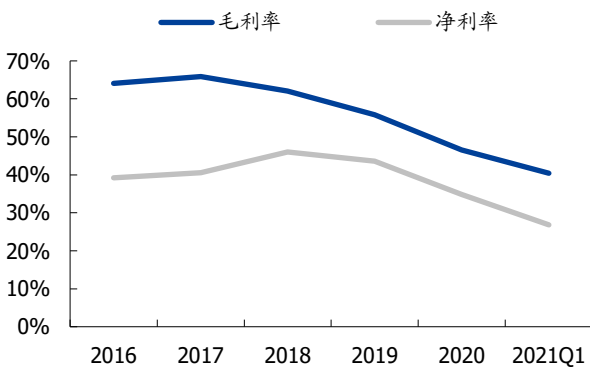
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 帝尔激光归母净利润与同比增长



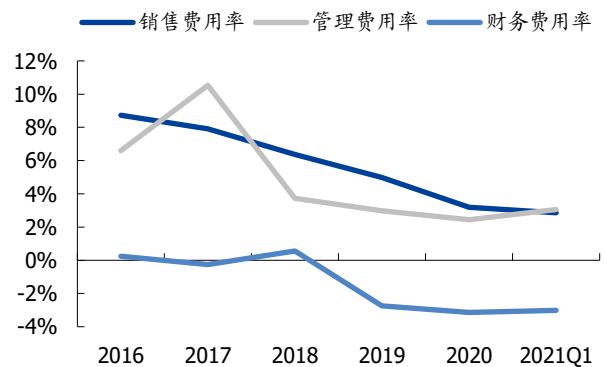
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 帝尔激光毛利率与净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 帝尔激光期间费用率

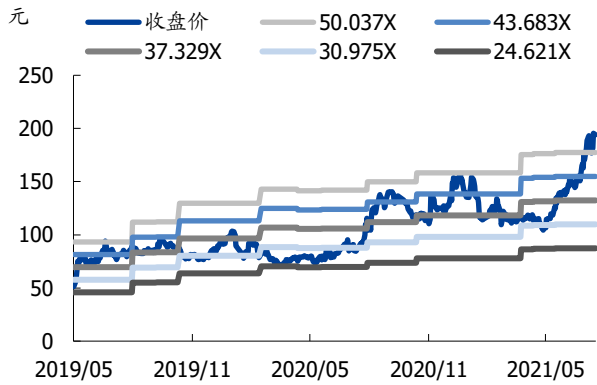


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 建议积极申购

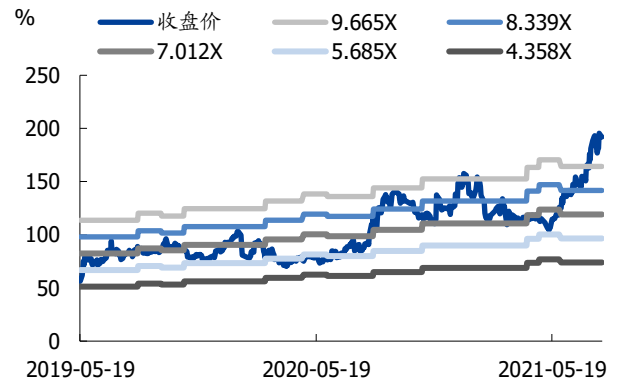
截至 8 月 3 日收盘，纵向看，帝尔激光市盈率为 54.19 倍，市净率为 10.82 倍，估值处于上市以来较高位置；横向看，申万机械设备行业市盈率为 35.12 倍，市净率为 5.11 倍，帝尔激光估值高于行业中枢。

图表 11: 帝尔激光 PE-Band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 帝尔激光 PB-Band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**建议积极申购。**截至8月3日收盘,帝尔转债转股价值为99.64元,参考可比转债情况,预计帝尔转债上市首日转股溢价率中枢为[15%, 18%],对应价格中枢[114元, 118元]。帝尔激光原股东每股配售7.9394元可转债,假设50%原股东参与配售,网上有效申购户数为870万户,网上有效申购额度为4.20亿,单户顶格申购中签概率为4.83%,建议一级市场积极参与申购。

图表 13: 可比转债概况

证券代码	证券简称	纯债价值 (元)	纯债溢价率 (%)	转股价值 (元)	转股溢价率 (%)	债券余额 (亿元)	债项评级
123024.SZ	岱勒转债	91.91	26.73%	102.20	13.99%	2.10	A+
123025.SZ	精测转债	93.58	64.14%	135.51	13.47%	3.09	AA-
123060.SZ	苏试转债	86.37	70.44%	128.72	14.43%	3.10	AA-
123112.SZ	万讯转债	87.20	42.13%	116.57	6.37%	2.46	AA-

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

光伏装机不及预期,下游原材料价格上涨,公司新产品扩展不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com