

## 光伏背板领军企业，非光伏业务潜力巨大，建议积极关注

### 赛伍转债投资价值分析

#### 相关研究报告：

《中大转债投资价值分析》--  
2021/10/29

《元力转债投资价值分析》--  
2021/09/03

《旗滨转债投资价值分析》--  
2021/04/19

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

#### 赛伍转债各项条款中规中矩，债底保护较弱

转债项目募集 7 亿拟投资于年产 25500 万平方米装胶膜项目，股份稀释率 5.03%，转股稀释压力有限。利率条款略高于市场平均水平，转债的各项条款设置中规中矩，纯债价值为 81.41 元，债底保护较弱。预计首日上市价格 102.36 元~133.59 元。

#### 光伏背板领域领军企业，光伏与非光伏业务齐头并进

公司是光伏背板领域的领军企业，实现同心圆多元化经营模式。公司营收持续增长，光伏材料是最大收入及利润贡献来源，非光伏业务逐渐成为新的利润增长点。技术与区域覆盖优势大，光伏产业景气度持续上行，助力公司长远发展。转债募投项目拟在提高产能，巩固行业领先地位。光伏产业高速增长，非光伏产业潜力巨大，正股估值较低。

#### 正股处于市场领先地位，技术创新能力强，建议积极关注

综合而言，赛伍转债规模较小，评级略微偏低，但是符合大多数机构入库标准，下修条款一般，债底保护较弱。正股赛伍技术作为光伏背板领域的优质企业，光伏背板产品的市场占有率连续多年保持世界领先，并凭借在光伏领域领先的技术创新能力，在全球光伏技术领域的话语权持续增加，此外非光伏材料也在细分市场中迅速成长。公司注重研发投入，不断开发出适合市场不同需求的材料，推进同心多元化战略，保持公司的市场领先地位，2021 上半年公司经营情况稳中向好，我们建议积极关注该转债。

#### 风险提示：

技术迭代风险，新产品技术开发不及预期，行业周期波动。

## 目录

一、 泉峰转债下修条款宽松，债底保护较弱.....	2
二、 汽车零部件业务占优势地位，考虑增长后泉峰汽车估值处于行业中位数 <b>错误!未定义书签。</b>	
三、 投资建议：转债收益风险不对称，性价比较高.....	6
四、 风险提示 .....	6

## 一、赛伍转债各项条款中规中矩，债底保护较弱

募集7亿拟投资于年产25500万平方米装胶膜项目。赛伍技术发行A股可转换公司债券，拟募集资金总额不超过7.00亿元，扣除发行费用后的全部资金将用于投资年产25,500万平方米太阳能封装胶膜项目，购置全新生产线，增加公司太阳能封装胶膜产品生产能力并降低生产成本。

转债的股份稀释率5.03%。赛伍转债初始转股价为32.90元/股，按照初始转股价计算，总共可转换2128万份赛伍技术的A股股票。若转债全部转股，对A股总股本（40001万份）的稀释率为5.05%，转股稀释压力有限。本次发行的可转债转股期自2022年5月2日起至2027年10月26日止。

图表 1：赛伍转债条款

转债名称/代码	赛伍转债/603212.SH
发行规模	7.00 亿元
发行方式	原股东优先配售，余额(含原股东放弃优先配售部分)通过交易所交易系统网上向社会公众投资者发行，认购金额不足 7.00 亿元的部分由保荐机构（主承销商）包销。
存续期	自发行之日起 6 年
票面利率	第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 2.00%、第六年 2.50%
到期赎回价格	票面面值的 115%(含最后一期利息)
初始转股价格	32.90 元/股
转股期	自发行结束之日(2021 年 1122 日)起满 6 个月后的第一个交易日(2022 年 5 月 2 日)起至转债到期日(2027 年 10 月 26 日)止
信用评级	主体:AA-;债项:AA-;无担保;上海新世纪资信评估投资服务有限公司
募集资金用途	年产 25,500 万平方米太阳能封装胶膜项目
下修条款	15/30, 85%
有条件赎回条款	15/30, 130%; 或未转股余额不足人民币 3000 万元
有条件回售条款	最后两个计息年度, 30, 70%

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

利率条款略高于市场平均水平。本期可转债发行期限为6年，票面利率分别为:0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%，普遍高于近期市场的设置。到期赎回价为115元（含最后一期利息），略高于市场平均水平。

转债的各项附加条款中规中矩。赛伍转债的各项附加条款设置均与现存转债基本一致，其中有条件赎回条款为“15/30，130%；或未转股余额不足人民币3000万元”，有条件回售条款为“30，70%”，下修条款为“15/30，85%”。

纯债价值为81.41元，债底保护较弱。本期可转债债项信用等级为AA-（上海新世纪资信评估投资服务有限公司），发行期限为6年，10月22日6年期AA-级中债企业债到期收益率为6.9260%，6年期AA-级的中证企业债到期收益率为6.8496%，综合取贴现率为

6.89%，到期赎回价为115元，计算得到纯债价值为81.41元，债底保护力度较弱。

预计首日上市价格**102.36元~133.59元**。该券初始转股价为32.90元/股，按照10月25日赛伍技术收盘价(31.71元)测算得到初始转换价值为96.38元。同行业具有股性的转债平均转股溢价率为22%。我们判断赛伍转债上市初日溢价率位于18%~26%区间，对应的上市价格较现在波动-10%至10%之间，依据情景分析做出赛伍转债上市当日可能的价格范围。

图表 2：赛伍转债首日上市价格预测

股价波动	转股溢价率	18%	20%	22%	24%	26%
	股价					
-10%	28.54	102.36	104.09	105.83	107.56	109.30
-6%	29.81	106.91	108.72	110.53	112.34	114.16
-3%	30.76	110.32	112.19	114.06	115.93	117.80
0%	31.71	113.73	115.66	117.59	119.51	121.44
3%	32.66	117.14	119.13	121.11	123.10	125.09
6%	33.61	120.56	122.60	124.64	126.69	128.73
10%	34.88	125.11	127.23	129.35	131.47	133.59

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 二、光伏背板领域领军企业，光伏与非光伏业务齐头并进

### 光伏背板领域的领军企业

公司主营光伏背板、光伏POE封装胶膜等薄膜形态功能性高分子材料的研发、生产和销售，在同一技术平台上不断开发适用不同应用领域的功能性材料，实现同心圆多元化经营模式。目前公司已形成光伏和非光伏两个业务板块，光伏板块的主要产品为背板产品和封装胶膜产品，非光伏板块主要有3C材料和SET材料领域，产品广泛应用于光伏、消费电子、半导体、电动汽车、智能家居等领域。公司在研发水平、工艺技术和生产管理等方面均处在行业领先地位，下游应用行业的快速发展为功能性材料创造了持续增长的需求。

图表 3: 公司主要产品

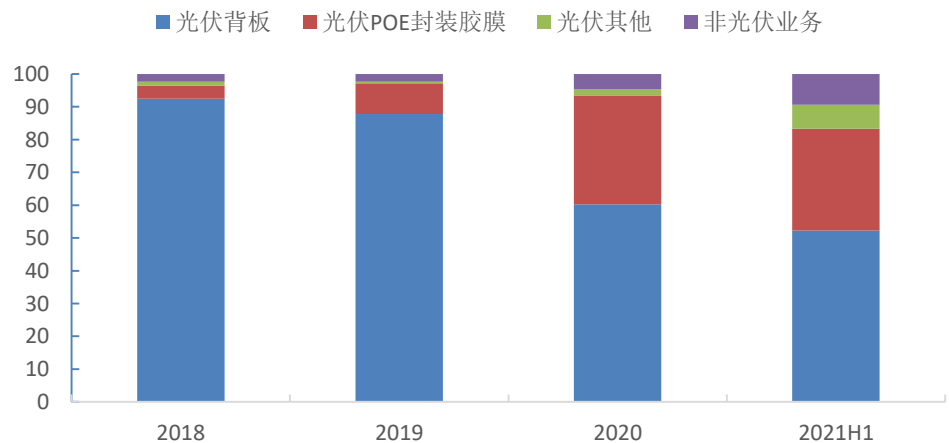
业务板块	产品	功能及运用
光伏板块	光伏背板 (以 KPF 型背板为主)	位于太阳能电池组件背面的光伏封装材料, 对太阳能电池组件起到耐候绝缘保护作用, 减小对发电效率的影响。
	光伏封装胶膜 (以 POE 胶膜为主)	为太阳能电池线路装备提供结构支撑, 为电池片与太阳能辐射提供最大光耦合, 物理隔离电池片及线路, 传导电池片产生的热量等。
	MoPro 材料 (光伏电站维修暨技改工程材料)	用于老化、失效光伏电站的维修养护及技术改造提升
非光伏板块	3C 材料	主要应用于消费电子产品结构粘结功能性材料及制程材料
	SET 材料	分别面向半导体、电气、交通运输工具 (高铁、新能源汽车等) 等细分领域

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

公司营收持续增长, 光伏材料是最大收入及利润贡献来源, 非光伏业务逐渐成为新的利润增长点。

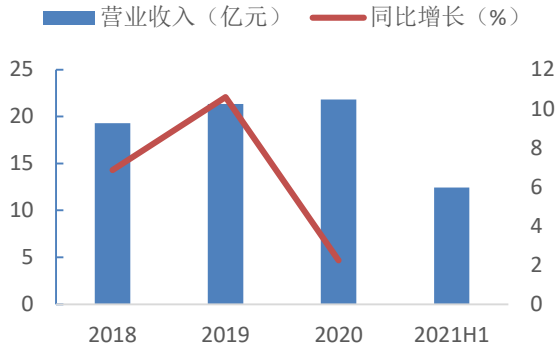
公司业务高度集中, 光伏业务尤其是光伏背板是公司最大的收入及利润贡献来源, 2021上半年, 光伏业务实现营收12.15亿, 贡献主营业务收入90.58%, 其中光伏背板实现营收6.49亿, 光伏POE封装胶膜实现营收3.85亿。公司光伏背板产品的市场占有率连续多年保持世界领先, 2020年公司光伏背板实现销售13,234.63万平方米, 全球市场占有率已达30.1%, 连续七年位居世界第一。2018-2020年, 公司主营业务收入的年均复合增长率为6.29%, 2021上半年, 主营业务收入同比增长39.77%, 均呈稳定的增长态势。其中光伏背板、光伏POE封装胶膜产品收入占比有所下降, 主要原因为非光伏类产品销售额增长较快, 特别是受新能源汽车产业增长影响, 公司SET材料销售额增长较快。

图表 4: 主营业务收入构成 (%)



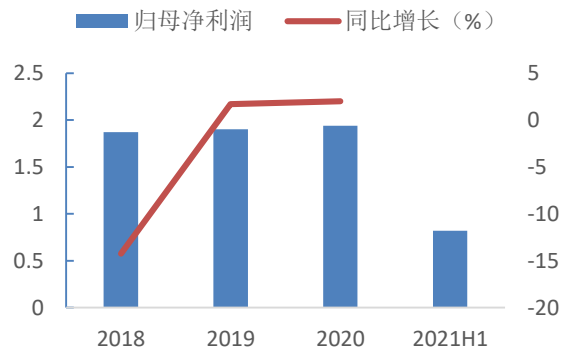
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 5: 营业收入与同比增长 (%)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 6: 归母净利润与同比增长 (%)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

### 技术与区域覆盖优势大，光伏产业景气度持续上行，助力公司长远发展。

公司牵头起草了晶体硅太阳能电池组件用绝缘背板和叠层母线排绝缘胶膜的国家标准，推动公司成为全球市场占有率第一的世界著名背板供应商并获得良好的品牌效应。公司在变频器材料、新能源电池、声学材料方面也已进入行业前列，上述所有技术均为内部自主研发并具有自主创新的差异化特性。

太阳能光伏作为国家重点发展的清洁能源行业，借助长三角地区的完善工业配套，成为我国太阳能光伏领域的重要产业集群。公司总部位于光伏技术发展的核心省份江苏省，立足完备的上游产业配套，为长三角地区的光伏组件企业输出优质的光伏背板及封装胶膜等产品，形成了较低运输半径和成本的运作体系。

光伏发电是太阳能领域的重要构成，目前光伏行业正处于景气度上行通道，下游正扩产加速，基于平价上网以及“碳达峰、碳中和”的减排目标，光伏装机需求景气度持续上行，公司产品需求随着“碳中和”的趋势和太阳能能源的推广利用而持续增加，这将助力公司长远发展。

### 转债募投项目拟在提高产能，巩固行业领先地位。

本次募投项目以近年来双玻组件渗透率提升带来的POE封装胶膜需求量激增为契机，将新建太阳能封装胶膜生产车间。目前，公司光伏封装胶膜产品产量逐年递增，但公司自身产能局限较大，近三年公司销量规模处于供不应求状态，订单量是实际产销售量的3倍水平。

该项目将购置全新生产线，增加公司太阳能封装胶膜产品生产能力，充分满足下游市场对光伏封装胶膜产品需求，进一步拓展光伏封装胶膜市场；同时也有利于进一步降

低封装胶膜产品生产成本，提升公司产品利润水平，从而强化自身盈利能力，并巩固公司在行业内的龙头地位。

**光伏产业高速增长，非光伏产业潜力巨大，正股估值较低。**

新项目投产释放大量产能，并受益于光伏行业的快速发展，公司在光伏领域的市场地位进一步提升。非光伏业务占比不断提高，下游应用涵盖多个领域，带动公司平台化发展。2021年半年报显示，公司光伏业务依旧是主导业务，同时非光伏类产品销售额增长较快。根据我们预测，未来三年公司营业收入增长分别为32.11亿、44.89亿、56.61亿元，归母净利润增速分别为2.92亿、4.57亿和6.15亿元，在同行业中，赛伍技术估值较低，处于行业中下游。

图表 7：赛伍技术盈利预测

单位:亿元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19.31	21.35	21.83	32.11	44.89	56.61
增长率(%)	6.87%	10.59%	2.25%	47.11%	39.80%	26.11%
归属母公司股东净利润	1.87	1.90	1.94	2.92	4.57	6.15
增长率(%)	-14.24%	1.68%	2.01%	50.32%	56.73%	34.39%
每股收益(EPS)	0.52	0.53	0.49	0.73	1.14	1.54
市盈率(P/E)			80.13	42.78	27.29	20.31

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 三、投资建议：正股处于市场领先地位，技术创新能力强，建议积极关注

综合而言，赛伍转债规模较小，评级略微偏低，但是符合大多数机构入库标准，下修条款一般，债底保护较弱。正股赛伍技术作为光伏背板领域的优质企业，光伏背板产品的市场占有率连续多年保持世界领先，并凭借在光伏领域领先的技术创新能力，在全球光伏技术领域的话语权持续增加，此外非光伏材料也在细分市场中迅速成长。公司注重研发投入，不断开发出适合市场不同需求的材料，推进同心多元化战略，保持公司的市场领先地位，2021上半年公司经营情况稳中向好，我们建议积极关注该转债。

### 四、风险提示

公司主要下游市场光伏行业技术升级迭代速度较快，对上游光伏材料供应商研发投入和响应速度要求较高；

新产品技术开发风险；

公司产品主要为汽车关键零部件，其生产和销售受乘用车行业的周期性波动影响较大，宏观经济增长不及预期风险。

## 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	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@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
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@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	zhaf1@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
	李文	13728975701	liyw@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。