

## 固收点评 20221120

# 福 22 转债：光伏封装胶膜领域龙头企业

关键词：#新需求、新政策

2022 年 11 月 20 日

### 事件

- **福 22 转债 (113661.SH) 于 2022 年 11 月 22 日开始网上申购：**总发行规模为 30.30 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 4.2 亿平方米感光干膜项目、年产 6.145 万吨合成树脂及助剂项目、年产 1 亿平方米（高分辨率）感光干膜项目、年产 500 万平方米挠性覆铜板（材料）项目、年产 2.5 亿平方米高效电池封装胶膜项目、3.44MWp 屋顶分布式光伏发电项目、12MW 分布式光伏发电项目、3555KWP 屋顶分布式光伏发电项目、补充流动资金。
- **当前债底估值为 90.46 元，YTM 为 2.27%。**福 22 转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.30%、0.40%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.01%（2022-11-18）计算，纯债价值为 90.46 元，纯债对应的 YTM 为 2.27%，债底保护较好。
- **当前转换平价为 104.12 元，平价溢价率为-3.96%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至转债到期日止，即 2023 年 05 月 29 日至 2028 年 11 月 21 日。初始转股价 65.07 元/股，正股福斯特 11 月 18 日的收盘价为 67.75 元，对应的转换平价为 104.12 元，平价溢价率为-3.96%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 3.38%。**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。按初始转股价 65.07 元计算，转债发行 30.30 亿元对总股本稀释率为 3.38%，对流通盘的稀释率为 3.38%，对股本摊薄压力较小。

### 观点

- **我们预计福 22 转债上市首日价格在 123.21~137.27 元之间，我们预计中签率为 0.0081%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到福 22 转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 123.21~137.27 元之间。我们预计网上中签率为 0.0081%，建议积极申购。
- **2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 29.41%。**自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率有所波动，2017-2021 年复合增速为 29.41%。2021 年，公司实现营业收入 128.58 亿元，同比增加 53.20%。与此同时，归母净利润也不断变化，2017-2021 年复合增速为 39.19%。2021 年实现归母净利润 21.97 亿元，同比增加 40.35%。
- **公司营业收入构成较为稳定，EVA 胶膜和背板为公司主要收入来源。**2019 年至 2021 年，两类产品销售收入合计占主营业务收入的比重均在 95%以上。
- **公司销售净利率和毛利率存在一定波动，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率下降。**2017-2021 年，公司销售净利率分别为 12.76%、15.59%、14.97%、18.65%和 17.09%，销售毛利率分别为 20.92%、19.67%、20.36%、28.36%和 25.06%。
- **风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016

chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《绿色债券周度数据跟踪  
(20221114-20221118)》

2022-11-19

《二级资本债周度数据跟踪  
(20221114-20221118)》

2022-11-19

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	5
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1. 财务数据分析 .....	7
3.2. 公司亮点 .....	9
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2022-2026 年全球印刷电路板市场规模预测 (亿美元)	10
表 1:	福 22 转债发行认购时间表	4
表 2:	福 22 转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测福 22 转债上市价格 (单位: 元)	6

## 1. 转债基本信息

表1: 福 22 转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-11-18	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-11-21	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-11-22	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-11-23	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-11-24	1、刊登《网上中签结果公告》 2、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	2022-11-25	1、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	2022-11-28	1、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: 福 22 转债基本条款

转债名称	福 22 转债	正股名称	福斯特
转债代码	113661.SH	正股代码	603806.SH
发行规模	30.30 亿元	正股行业	电力设备-光伏设备-光伏辅材
存续期	2022 年 11 月 22 日至 2028 年 11 月 21 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	65.07 元	转股期	2023 年 05 月 29 日至 2028 年 11 月 21 日
票面利率	0.20%, 0.30%, 0.40%, 1.50%, 1.80%, 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, 公司将以本次可转债票面面值的 110% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 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
年产 4.2 亿平方米感光干膜项目	101,108.50	80,000.00
年产 6.145 万吨合成树脂及助剂项目	49,163.50	39,000.00
年产 1 亿平方米 (高分辨率) 感光干膜项目	25,258.45	19,000.00
年产 500 万平方米挠性覆铜板 (材料) 项目	35,868.90	29,000.00
年产 2.5 亿平方米高效电池封装胶膜项目	54,852.40	44,600.00
3.44MWp 屋顶分布式光伏发电项目	1,550.00	1,500.00
12MW 分布式光伏发电项目	5,400.00	5,400.00
3555KWP 屋顶分布式光伏发电项目	1,599.95	1,500.00
补充流动资金	83,000.00	83,000.00
<b>合计</b>	<b>357,801.70</b>	<b>303,000.00</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

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	90.46 元	转换平价 (以 2022/11/18 收盘价)	104.12 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	10.54%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-3.96%
纯债到期收益率 YTM	2.27%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 90.46 元, YTM 为 2.27%。**福 22 转债存续期为 6 年,联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA,票面面值为 100 元,票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.30%、0.40%、1.50%、1.80%、2.00%,公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息),以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.01% (2022-11-18) 计算,纯债价值为 90.46 元,纯债对应的 YTM 为 2.27%,债底保护较好。

**当前转换平价为 104.12 元,平价溢价率为-3.96%。**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 2023 年 05 月 29 日至 2028 年 11 月 21 日。初始转股价 65.07 元/股,正股福斯特 11 月 18 日的收盘价为 67.75 元,对应的转换平价为 104.12 元,平价溢价率为-3.96%。

**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 3.38%。**按初始转股价 65.07 元计算,转债发行 30.30 亿元对总股本稀释率为 3.38%,对流通盘的稀释率为 3.38%,对股本摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

我们预计福 22 转债上市首日价格在 123.21~137.27 元之间。按福斯特 2022 年 11 月 18 日收盘价测算，当前转换平价为 104.12 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的精工转债（转换平价 83.47 元，评级 AA，发行规模 20.00 亿元）、麒麟转债（转换平价 102.88 元，评级 AA，发行规模 21.99 亿元）、晶科转债（转换平价 100.37 元，评级 AA，发行规模 30.00 亿元），11 月 18 日转股溢价率分别为 42.59%、31.88%、27.57%。

2) 参考近期上市的冠宇转债（上市日转换平价 89.27 元）、百川转 2（上市日转换平价 103.67 元）、回天转债（上市日转换平价 88.42 元），上市当日转股溢价率分别为 31.30%、21.65%、40.24%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归，构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型，解释变量为：行业转股溢价率（ $x_1$ ）、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率（ $x_2$ ）、前十大股东持股比例（ $x_3$ ）和上市前一日中证转债成交额取对数（ $x_4$ ），被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为： $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，电力设备行业的转股溢价率为 22.97%，中债企业债到期收益为 4.01%，2022 年三季报显示福斯特前十大股东持股比例为 71.30%，2022 年 11 月 18 日中证转债成交额为 67,121,885,726 元，取对数得 24.93。因此，可以计算出福 22 转债上市首日转股溢价率为 26.46%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到福 22 转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 123.21~137.27 元之间。

表5：相对价值法预测福 22 转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	64.36	118.70	120.67	123.64	126.61	128.59
-3%	65.72	121.19	123.21	126.24	129.27	131.29
2022/11/18 收盘价	67.75	124.94	127.02	130.15	133.27	135.35
3%	69.78	128.69	130.84	134.05	137.27	139.41
5%	71.14	131.19	133.38	136.66	139.94	142.12

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 71.39%。福斯特的前十大股东合计持股比例为 71.30%（2022/09/30），股权较为集中。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 71.39%。



我们预计中签率为 0.0081%。福 22 转债发行总额为 30.30 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 71.39%，剩余网上投资者可申购金额为 8.67 亿元。福 22 转债仅设置网上发行，近期发行的寿 22 转债（评级 AA-，规模 3.98 亿元）网上申购数约 1078.43 万户，商络转债（评级 A+，规模 3.97 亿元）1079.04 万户，东材转债（评级 AA，规模 14 亿元）1048.8 万户。我们预计福 22 转债网上有效申购户数为 1068.76 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0081%。

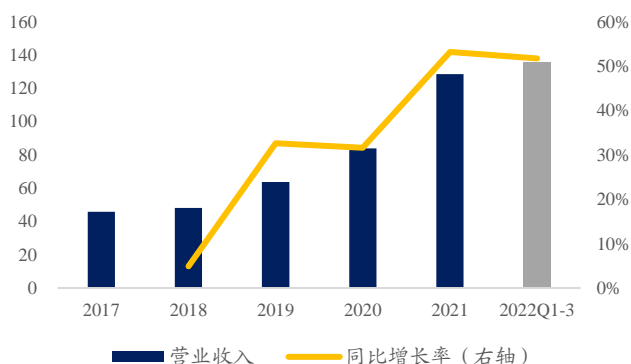
### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

公司是一家专业从事光伏封装材料研发与生产的省级高新技术企业。主营业务为 EVA 太阳能电池胶膜、共聚酰胺丝网状热熔胶膜、太阳能电池背板产品的研发、生产和销售，为光伏组件厂商提供一流的产品和超值的服务，与众多全球著名的光伏企业建立了深层次的供应合作关系。公司是国家火炬计划重点高新技术企业、“杭州市大企业集团”。公司是中国 EVA 太阳能电池胶膜领域的龙头企业，独立开发的热熔网膜及太阳能电池背板产品均在市场中占有优势地位。公司产品相继被列入国家火炬计划、国家重点新产品计划，并被评为“浙江省优秀工业新产品、新技术”一等奖。公司愿景是成为一家拥有品牌优势、可持续创新和发展的全球化、技术型的优秀企业。

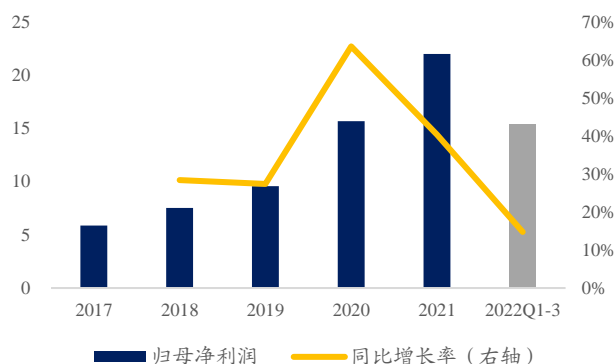
2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 29.41%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率有所波动，2017-2021 年复合增速为 29.41%。2021 年，公司实现营业收入 128.58 亿元，同比增加 53.20%。与此同时，归母净利润也不断变化，2017-2021 年复合增速为 39.19%。2021 年实现归母净利润 21.97 亿元，同比增加 40.35%。2018 年以来，公司营业收入和净利润逐年快速增长，盈利能力较强，业务发展势头良好。从 2018 年底开始光伏行业市场预期逐步改善，光伏终端需求持续向好，公司主要产品光伏胶膜和光伏背板产销两旺。2022 年前三季度，公司营业收入同比增长 51.70%的情况下，净利润同比增长 14.75%，净利润增速不及营业收入增速，主要系复杂的国际局势、新冠疫情对全球经济的影响以及供需关系不均衡导致主要原材料价格快速上涨，当期毛利率水平有所下降所致。

图1: 2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

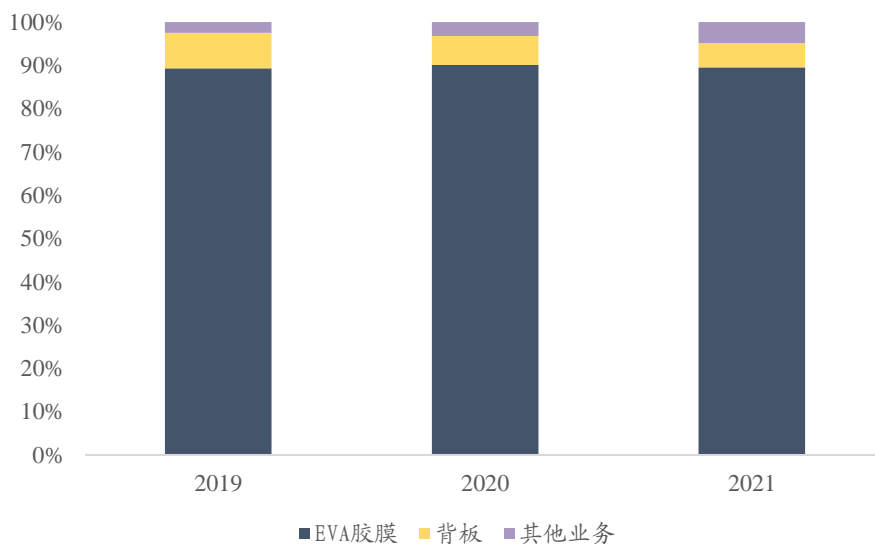
图2: 2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司营业收入构成较为稳定，EVA 胶膜和背板为公司主要收入来源。公司主要致力于薄膜形态功能高分子材料的研发、生产和销售，光伏胶膜和光伏背板为公司报告期内主营业务收入的主要来源。2019 年至 2021 年，两类产品销售收入合计占主营业务收入的比重均在 95%以上。

图3: 2019-2021 年营业收入构成



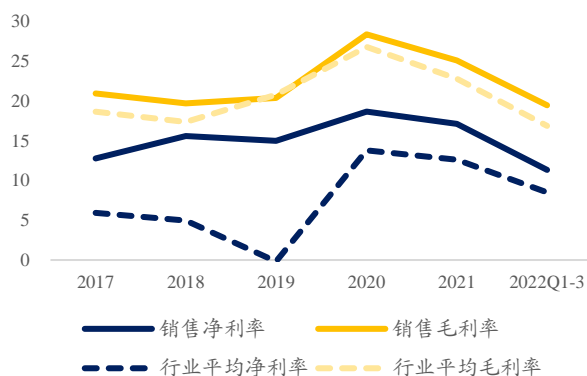
数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率存在一定波动，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 12.76%、15.59%、14.97%、18.65%和 17.09%，销售毛利率分别为 20.92%、19.67%、20.36%、28.36%和 25.06%。2019 年以来，销售毛利率呈先升后降的走势，主要系由光伏胶膜和光伏背板销售单价和单价成本不同



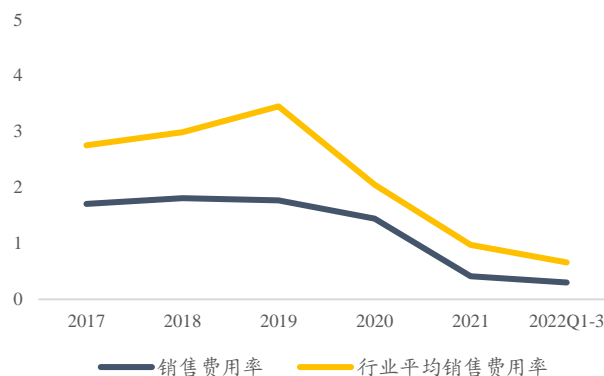
程度的变化导致。2021 年和 2022 年前三季度，销售费用相较 2019 年和 2020 年大幅下降，主要系公司根据财政部会计司于 2021 年 11 月 1 日发布的 2021 年第五批企业会计准则实施问答，将销售费用中的运输费列示于营业成本所致。财务费用部分，2019 年以来，财务费用均为负数，系利息收入金额较大所致。财务费用波动主要系：随着公司经营、直接融资积累的货币资金规模增加，报告期内利息收入金额增加；公司存在一定规模的产品外销和原材料进口业务，以外币结算的应收款、应付款以及外币持仓会在期末随着汇率的波动而确认汇兑损益。2019 年以来，公司管理费用率稳中有降，主要原因是营业收入快速增长。

图4：2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



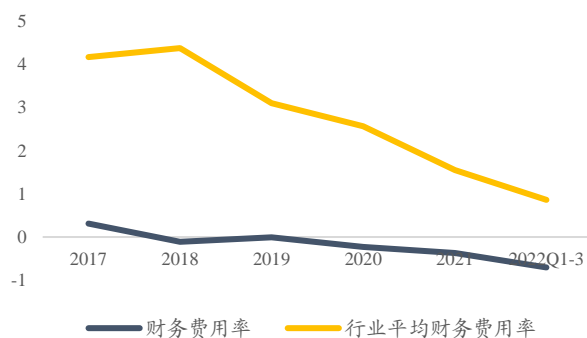
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2022Q1-3 销售费用率水平（%）



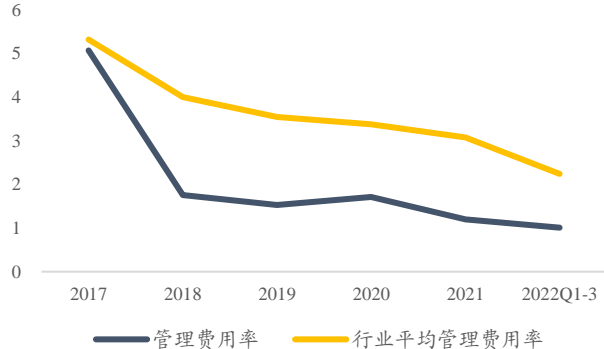
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2017-2022Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2022Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

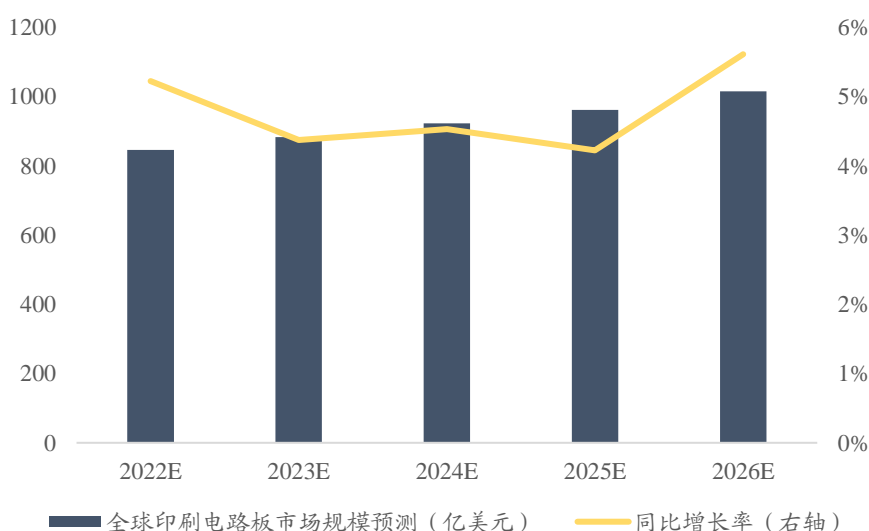
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的额相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点

作为全球光伏封装材料领域的龙头企业，公司市场占有率高，盈利能力强。公司的

发展定位为成为一家世界级的材料供应商，将坚定地推进实施“立足光伏主业、大力发展其他新材料产品”的发展战略。光伏材料方面，公司将根据行业技术发展需求，通过不断的技术提升和深化供应链管理为客户提供附加值更高的产品，继续巩固公司光伏封装材料技术与市场的领先地位；新材料方面，公司将加大力度推进感光干膜、挠性覆铜板、铝塑复合膜等产品的量产建设和客户推广工作，同时，公司正在积极实施碱溶性树脂项目的建设，打通新材料产品产业链的上下游，加强公司新材料产品的竞争力，确保公司新材料发展战略的顺利实施。其中，感光干膜又称干膜光刻胶，主要用于印制电路板(PCB)制造时设计线路图的图像转移，属于 PCB 光刻胶的一种。PCB 被誉为“电子产品之母”，几乎是所有电子产品中不可或缺的元件。预计未来年度，随着 5G、物联网、人工智能、工业 4.0、云端服务器、存储设备、汽车电子等不断发展与进步，PCB 产业仍将持续平稳增长，到 2026 年全球 PCB 行业产值将达 1,016 亿美元。

图8：2022-2026 年全球印刷电路板市场规模预测（亿美元）



数据来源：Prismark, Wind, 东吴证券研究所

国家产业政策积极支持印制电路板关键原材料产业发展。“碳达峰、碳中和”目标的明确，为光伏产业发展提供了大力支持、长期友好的政策环境。电子信息产业是国民经济的战略性、基础性和先导性支柱产业，与国民经济发展密切相关。感光干膜、合成树脂和挠性覆铜板作为 PCB 产业的关键原材料，在产业链中发挥重要作用，有望持续受到国家政策的鼓励和支持。随着全球各国明确“碳达峰、碳中和”目标，未来石化能源消费必然逐步减少，以光伏为代表的新能源将迎来历史性的发展机遇期。因此，“碳达峰、碳中和”目标的明确，为全球主要经济体尤其是我国的光伏产业发展提供了大力支持、长期友好的政策环境。

#### 4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

## 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>