

2023 年 07 月 18 日

固定收益研究团队

晶澳转债投资价值分析：积极推进一体化的光伏行业龙头

——固收专题

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

梁吉华（联系人）

liangjihua@kysec.cn

证书编号：S0790121120045

● 正股分析：积极推进一体化的光伏行业龙头

晶澳科技立足于太阳能光伏产业链的垂直一体化模式，主营业务为太阳能光伏硅片、电池及组件的研发、生产和销售，太阳能光伏电站的开发、建设、运营，以及光伏材料与设备的研发、生产和销售等。

未来光伏市场前景广阔。随着全球性能源结构性短缺、环境污染和气候变暖问题日益突出，积极推进能源革命，大力发展清洁能源，加快新能源推广应用，已成为各国培育新的经济增长点和实现可持续发展的重大战略选择。光伏发电作为清洁能源的重要组成部分，正在越来越多的国家成为最有竞争力的电源形式之一，预计未来全球光伏市场将保持高速增长，根据 IHS Markit，预计 2026 年全球新增光伏装机容量将达到 432.79GW。据工信部，2022 年中国新增光伏并网装机容量 87.41GW，同比上升 59.3%。随着分布式光伏整县推进以及风光大基地规划建设的加速落地，国内光伏产业迎来新一轮发展机遇。

持续推进一体化、全球化布局。公司实施产业链一体化战略，当前公司已建立起垂直一体化的产业链，包括太阳能硅棒、硅片、电池及组件、光伏电站等各生产应用环节，以及在拉晶设备及封装材料方面培育新的技术研发和生产能力，从研发、生产到运营销售充分发挥智能制造、5G、人工智能、大数据等数字技术，提高生产运营效率，降低生产和运营成本，并在每个环节上建立起了人才团队和技术优势，深耕细作，形成了全产业链垂直一体化的技术和成本优势。

同时，公司从成立之初就树立了全球化的发展战略，积极布局东南亚、澳洲、拉美及中东非地区等新兴市场。公司在海外设立了 13 个销售公司，销售服务网络遍布全球超过 130 个国家和地区，产品品质得到了广泛认可。

公司通过本次募集资金抓住光伏行业快速增长和产品技术更迭的历史性机遇，进一步加大对一体化先进产能的建设力度，提升产能规模和综合盈利能力。

● 转债分析：发行规模大，正股估值较低

晶澳转债发行规模 89.6 亿元，规模大，预计发行后流动性较好；转股对股本的摊薄压力较小，对流通股稀释率是 6.54%。正股的估值处于历史较低水平，截至 7 月 17 日，公司的 PE (TTM) 15.25 X，处于近 5 年以来 5.35%分位数；同行业可比公司中，公司估值处于较低水平。正股上市最近 100 周年化波动率是 54.60%，弹性较强。转债债底保护较好，面值对应的 YTM 为 2.01%，纯债价值是 91.83 元；平价为 87.47 元，上市交易后大概率是平衡性转债。转债条款常规设置，不能破净下修，到期赎回价 108 元。参考可比转债晶能转债估值以及最近上市转债表现，以当前平价计算，我们预计晶澳转债转股溢价率在 30%-40%，上市价格在 113.71-122.45 元；参考近一年已发行转债申购和中签情况，预计赫达转债中签率在 0.022371 %- 0.026851 之间。

● **风险提示：**国际贸易保护风险；新建产能释放不及预期；主要原材料价格波动。

相关研究报告

《进军国际市场的胶带行业龙头——永 22 转债投资价值分析》-2022.7.28

《氯碱化工行业龙头——天业转债投资价值分析》-2022.6.23

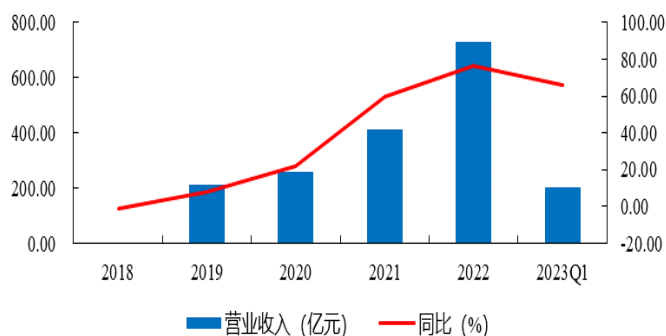
《积极拓展风电领域的通用设备制造商——通裕转债投资价值分析》-2022.6.19

附表 1：晶澳转债申购信息

转债基本信息	
转债名称/代码	晶澳转债/127089.SZ
正股名称/代码	晶澳科技/002459.SZ
评级	AA+
发行额(亿元)	89.60
期限(年)	6
利率	0.2%; 0.4%; 0.6%; 1.5%; 1.8%; 2.0%
转股价(元)	38.78
平价(元)	89.09
提前赎回条款	转股期, 15/30, 130%
下修条款	存续期, 15/30, 85%
有条件回售条款	最后两个计息年度, 30/30, 70%
存续期限	2023-07-18 至 2029-07-18
转股起始日期	2024-01-24
原始股东股权登记日	2023-07-17
网上申购及配售日期	2023-07-18
增信措施	无担保

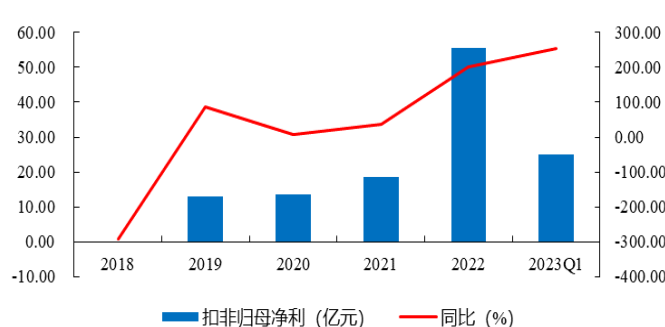
资料来源：Wind、开源证券研究所

附图 1：公司营收 2018-2022 年稳步增长



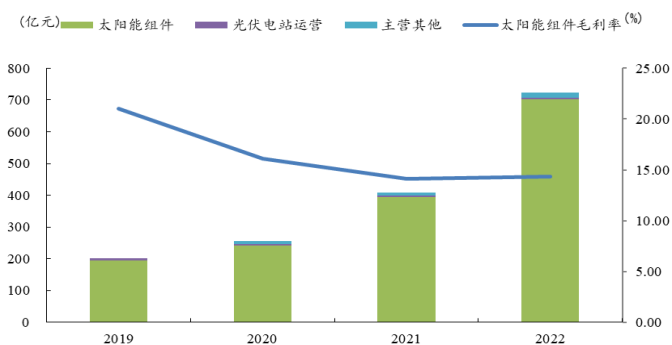
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：公司扣非归母净利润 2018-2022 年稳步增长



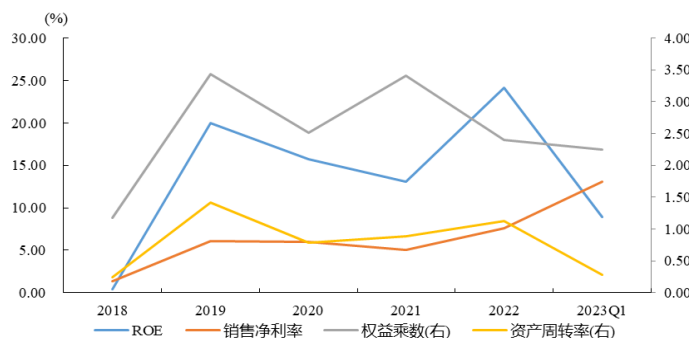
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：公司以太阳能组件为核心业务



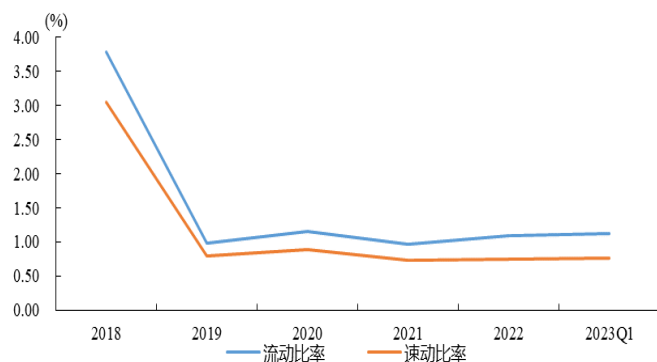
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：2023Q1 资产周转率下滑导致 ROE 下降



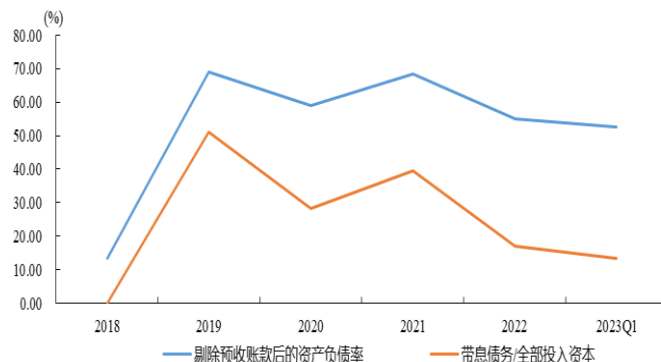
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：公司短期偿债能力 2021 来有所回升



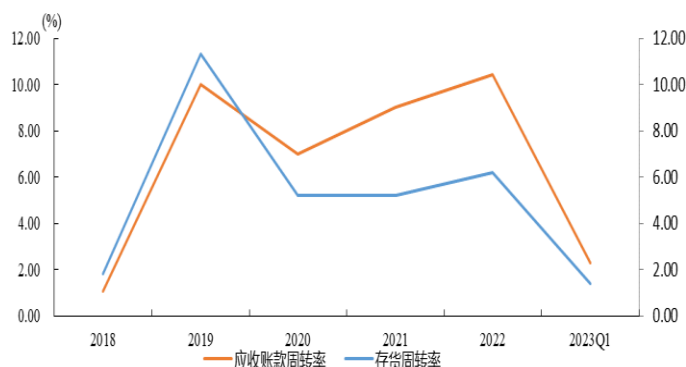
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：公司的中长期负债率 2021 年来有所下降



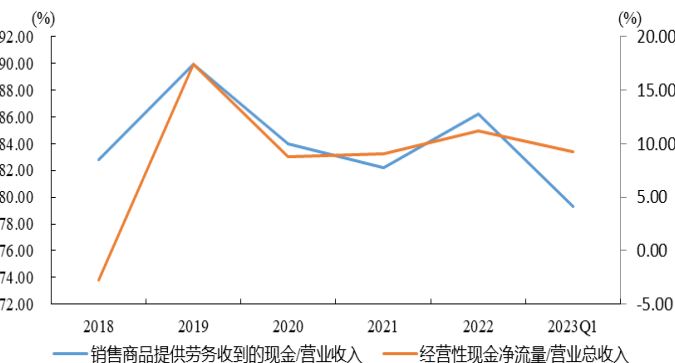
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：公司的营运能力 2023Q1 有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：公司营收收现能力 2023Q1 有所下降



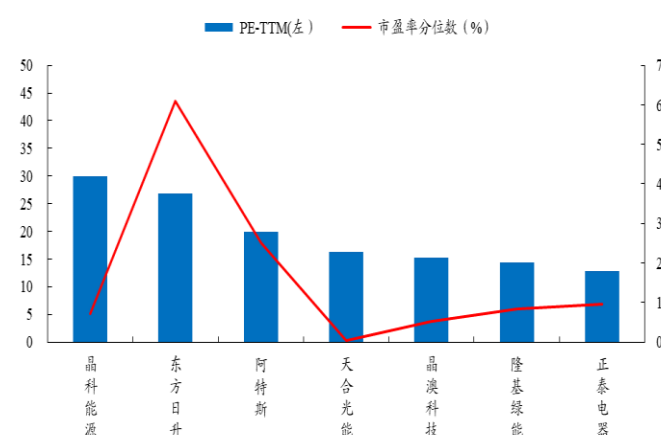
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：公司估值处于历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2023/7/17）

附图 10：公司估值在可比公司中处于较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2023/7/17）

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn