

固收点评 20231018

中富转债：国内先进的印制电路板供应商

关键词：#产能扩张 #新需求、新政策

事件

- **中富转债(123226.SZ)于2023年10月16日开始网上申购：**总发行规模为5.20亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产100万平方米印制线路板项目和补充流动资金。
- **当前债底估值为83.38元，YTM为3.09%。**中富转债存续期为6年，东方金诚国际信用评估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%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.31%（2023-10-12）计算，纯债价值为83.38元，纯债对应的YTM为3.09%，债底保护一般。
- **当前转换平价为96.08元，平价溢价率为4.08%。**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2024年04月20日至2029年10月15日。初始转股价36.44元/股，正股中富电路10月12日的收盘价为35.01元，对应的转换平价为96.08元，平价溢价率为4.08%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为7.51%。**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36.44元计算，转债发行5.20亿元对总股本稀释率为7.51%，对流通盘的稀释率为21.93%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计中富转债上市首日价格在118.36~131.61元之间，我们预计中签率为0.0016%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到中富转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在30%左右，对应的上市价格在118.36~131.61元之间。我们预计网上中签率为0.0016%，建议积极申购。
- **公司是一家专业从事印制电路板(PCB)研发、生产和销售的高新技术企业。**公司生产的PCB产品包括单面板、双面板和多层板等。公司主要为电子信息制造业各细分领域主流客户提供定制化的PCB产品，主要应用于通信、工业控制、消费电子、汽车电子及医疗电子等领域。
- **2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为15.34%。**自2018年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2018-2022年复合增速为15.34%。与此同时，归母净利润也稳步增长，2018-2022年复合增速为3.56%。
- **公司营业收入主要来源于印制电路板，收入占比稳定。**2021-2022年印制电路板业务收入占主营业务收入比重分别为92.98%/92.72%，占比稳定。
- **公司销售净利率和毛利率逐渐下降，销售费用率和财务费用率稳中有降，管理费用率波动较大。**2018-2022年，公司销售净利率分别为9.67%、8.36%、9.52%、6.69%和6.29%，销售毛利率分别为23.08%、21.64%、21.04%、17.71%和14.65%。
- **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。

2023年10月18日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《红墙转债：混凝土外加剂行业头部企业》

2023-10-17

《第四波美元冲击进行时——以债之名系列4》

2023-10-17

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	6
3.1 财务数据分析.....	7
3.2 公司亮点.....	9
4.风险提示	12

图表目录

图 1: 2018-2023H1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2: 2018-2023H1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3: 2020-2022 年营业收入构成	8
图 4: 2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平 (%)	8
图 5: 2018-2023H1 销售费用率水平 (%)	8
图 6: 2018-2023H1 财务费用率水平 (%)	8
图 7: 2018-2023H1 管理费用率水平 (%)	8
图 8: 2022-2027 年全球 PCB 产值年均复合增长率预测 (百万美元)	10
图 9: 公司高新技术涉及产品	11
表 1: 中富转债发行认购时间表	4
表 2: 中富转债基本条款	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: 相对价值法预测中富转债上市价格 (单位: 元)	6

1. 转债基本信息

表1：中富转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-10-12	刊登《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	2023-10-13	网上路演； 原股东优先配售股权登记日；
T	2023-10-16	发行首日； 刊登《发行提示性公告》； 原股东优先配售认购日（缴付足额资金）； 网上申购日（无需缴付申购资金）；
T+1	2023-10-17	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》； 进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-10-18	刊登《中签号码公告》； 网上中签缴款日
T+3	2023-10-19	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	2023-10-20	《刊登发行结果公告》； 向发行人划付募集资金

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：中富转债基本条款

转债名称	中富转债	正股名称	中富电路
转债代码	123226.SZ	正股代码	300814.SZ
发行规模	5.20 亿元	正股行业	电子-元件-印制电路板
存续期	2023 年 10 月 16 日至 2029 年 10 月 15 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	36.44 元	转股期	2024 年 04 月 20 日至 2029 年 10 月 15 日
票面利率	0.20%, 0.40%, 0.80%, 1.50%, 1.80%, 2.50%.		
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 115%（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 100 万平方米印制线路板项目	50,047.61	40,000.00
补充流动资金	12,000.00	12,000.00
合计	62,047.61	52,000.00

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	83.38 元	转换平价(以 2023/10/12 收盘价)	96.08 元
纯债溢价率(以面值 100 计算)	19.94%	平价溢价率(以面值 100 计算)	4.08%
纯债到期收益率 YTM	3.09%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

当前债底估值为 83.38 元，YTM 为 3.09%。中富转债存续期为 6 年,东方金诚国际信用评估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%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.31%（2023-10-12）计算,纯债价值为 83.38 元，纯债对应的 YTM 为 3.09%，债底保护一般。

当前转换平价为 96.08 元，平价溢价率为 4.08%。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 2024 年 04 月 20 日至 2029 年 10 月 15 日。初始转股价 36.44 元/股，正股中富电路 10 月 12 日的收盘价为 35.01 元，对应的转换平价为 96.08 元，平价溢价率为 4.08%。

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 7.51%。按初始转股价 36.44 元计算，转债发行 5.20 亿元对总股本稀释率为 7.51%，对流通盘的稀释率为 21.93%，对股本摊薄压力较小。

2.投资申购建议

我们预计中富转债上市首日价格在 118.36~131.61 元之间。按中富电路 2023 年 10 月 12 日收盘价测算，当前转换平价为 96.08 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的山玻转债（平价 64.84 元，评级 AA-，存续规模 6.00 亿元）、明新转债（平价 122.45 元，评级 AA-，存续规模 6.73 亿元）、富春转债（平价 95.77 元，评级 AA-，存续规模 5.70 亿元），截至 2023/10/12，转股溢价率分别为 73.94%、11.38%、27.61%。

2) 参考近期上市的九典转 02 (上市首日转换价值 115.29 元)、赛特转债 (上市首日转换价值 89.16 元)、华懋转债 (上市首日转换价值 92.28 元), 三只转债上市首日转股溢价率分别为 36.44%、45.06%、37.34%。

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, 电子行业的转股溢价率为 31.19%, 中债企业债到期收益为 6.31%, 2023 年半年报显示中富电路前十大股东持股比例为 75.35%, 2023 年 10 月 12 日中证转债成交额为 38,288,454,683 元, 取对数得 24.37。因此, 可以计算出中富转债上市首日转股溢价率为 23.85%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到中富转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右, 对应的上市价格在 118.36~131.61 元之间。

表5: 相对价值法预测中富转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		25.00%	27.00%	30.00%	33.00%	35.00%
-5%	33.26	114.09	115.92	118.65	121.39	123.22
-3%	33.96	116.49	118.36	121.15	123.95	125.81
2023/10/12 收盘价	35.01	120.09	122.02	124.90	127.78	129.70
3%	36.06	123.70	125.68	128.65	131.61	133.59
5%	36.76	126.10	128.12	131.14	134.17	136.19

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 72.60%。中富电路的前十大股东合计持股比例为 75.35% (2023/06/30), 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 72.60%。

我们预计中签率为 0.0016%。中富转债发行总额为 5.20 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 72.60%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.42 亿元。中富转债仅设置网上发行, 近期发行的盟升转债 (评级 AA-, 规模 3.00 亿元) 网上申购数约 930.15 万户, 九典转 02 (评级 A+, 规模 3.60 亿元) 897.7 万户, 翔丰转债 (评级 AA-, 规模 8 亿元) 853.87 万户。我们预计中富转债网上有效申购户数为 893.91 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0016%。

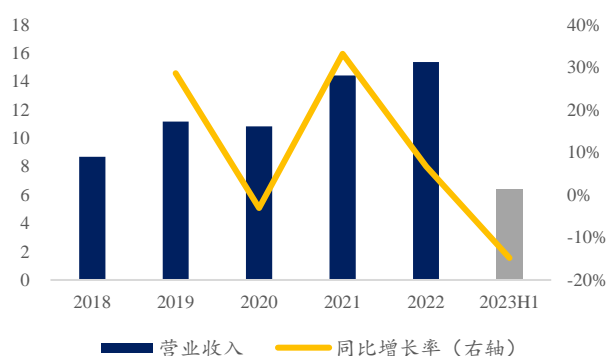
3.正股基本面分析

3.1 财务数据分析

公司是一家专业从事印制电路板(Printed Circuit Board, 简称 PCB)研发、生产和销售的高新技术企业。印制电路板的主要功能是使各种电子元件形成预定电路的连接,起到信号传输、电源供给等作用。公司生产的 PCB 产品包括单面板、双面板和多层板等。公司主要为电子信息制造业各细分领域主流客户提供定制化的 PCB 产品,主要应用于通信、工业控制、消费电子、汽车电子及医疗电子等领域。公司凭借技术逐步积累和与客户的长期合作,在细分产品领域拥有了较为稳定的客户资源,与华为、Vertiv、NCAB、Asteelflash、LACROIX、LENZE、三星、中兴通讯、施耐德、理邦医疗等国内外知名企业保持了良好的合作关系,其中华为、Vertiv、NCAB、Asteelflash、LENZE 等主要客户与公司形成了长期深入的合作伙伴关系。目前,公司产品已出口到欧洲、亚洲、美洲等国家和地区。根据中国电子信息产业联合会中国电子电路行业协会(CPCA)联合发布的《第十九届(2019)中国电子电路行业排行榜》,公司在 2019 年中国 PCB 行业排名第 46 位。

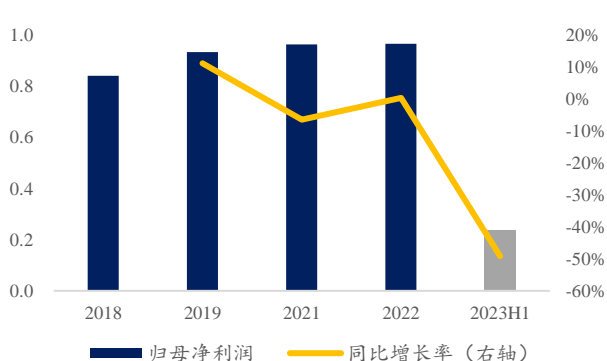
2018 年以来公司营收稳步增长,2018-2022 年复合增速为 15.34%。自 2018 年以来,除 2020 年疫情期间外,公司营业收入总体呈现稳步增长态势,同比增长率“倒 N 型”波动,2018-2022 年复合增速为 15.34%。2022 年,公司实现营业收入 15.37 亿元,同比增加 6.69%。与此同时,归母净利润也稳中有升,2018-2022 年复合增速为 3.56%。2022 年实现归母净利润 0.97 亿元,同比增加 0.31%。2023 年上半年,中富电路的营业收入规模达到 6.34 亿元,同比下降 14.83%,主要受到消费电子市场疲软及通信市场不达预期的影响。但同时得益于新能源汽车的高速增长及公司大力开拓新能源相关市场与产品,汽车电子应用领域的营业收入上升幅度较大,一定程度上弥补了消费电子应用领域及通信应用领域营业收入下滑带来的影响。而 2023 年上半年的归母净利润为 0.24 亿元,同比下降 49.17%。

图1：2018-2023H1 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2：2018-2023H1 归母净利润及同比增速（亿元）

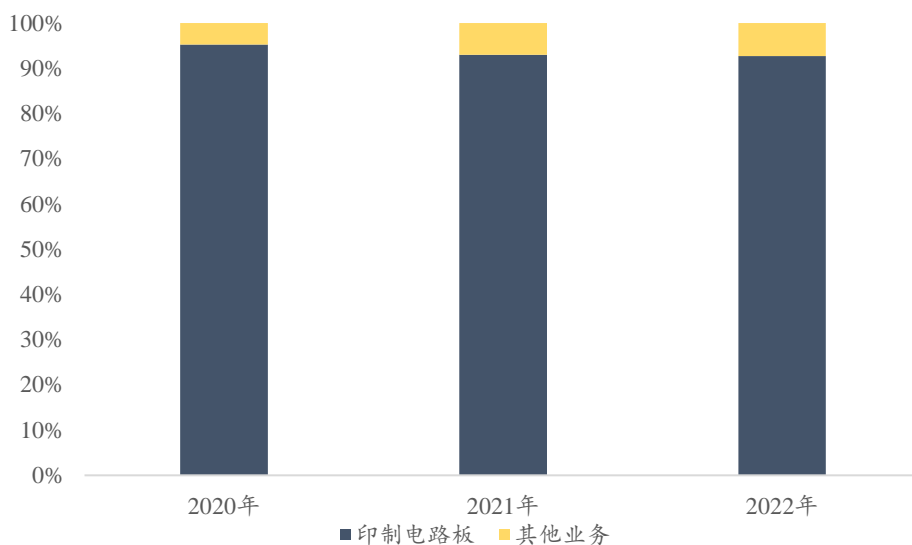


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于印制电路板，收入占比稳定。2020 年以来，占比均达到 94% 以上。2020-2022 年印制电路板业务收入占主营业务收入比重分别为

95.27%/92.98%/92.72%，占比稳定。其他业务收入占比很小。

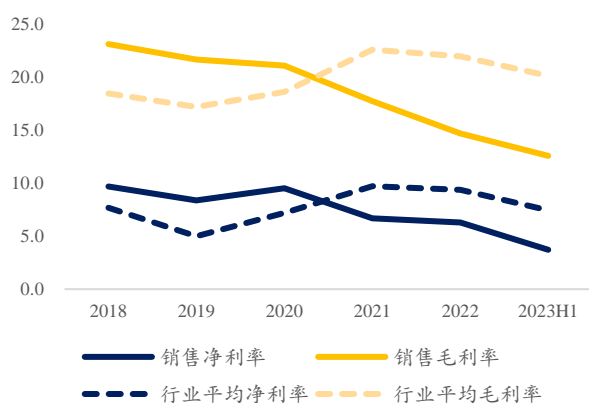
图3：2020-2022 年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

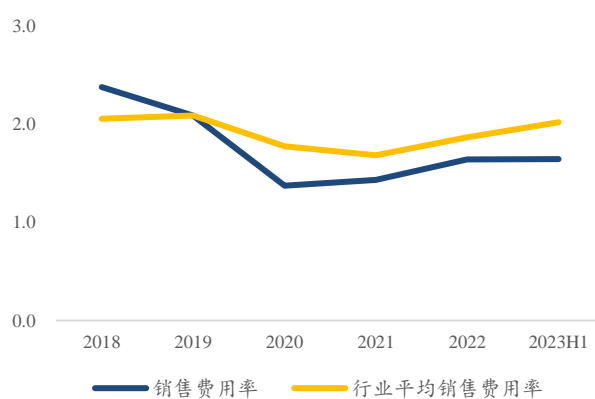
公司销售净利率和毛利率逐渐下降，销售费用率和财务费用率稳中有降，管理费用率波动较大。2018-2022 年，销售毛利率分别为 23.08%、21.64%、21.04%、17.71%和 14.65%。公司毛利率呈下降趋势，2021 年及 2022 年公司主营业务毛利率分别下滑了 3.33pct、3.06pct。因公司生产所需的主要原材料受铜、石油等大宗商品的价格影响较大。近年来受全球经济以及国际政治局势的影响，国际铜价和石油价格上升，公司主要原材料采购价格同样上升明显。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 9.67%、8.36%、9.52%、6.69%和 6.29%，2021 年、2022 年下滑明显，主要系当期产品销售价格下降、单位成本上升所致。

图4：2018-2023H1 销售毛利率和净利率水平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

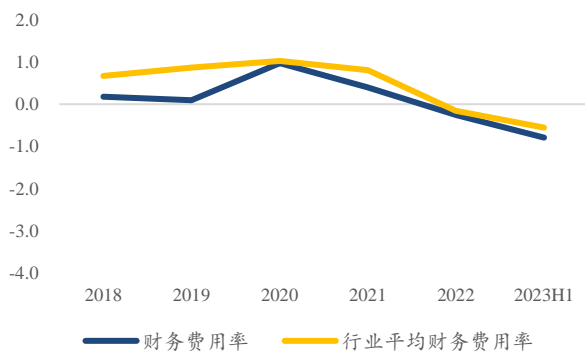
图5：2018-2023H1 销售费用率水平 (%)



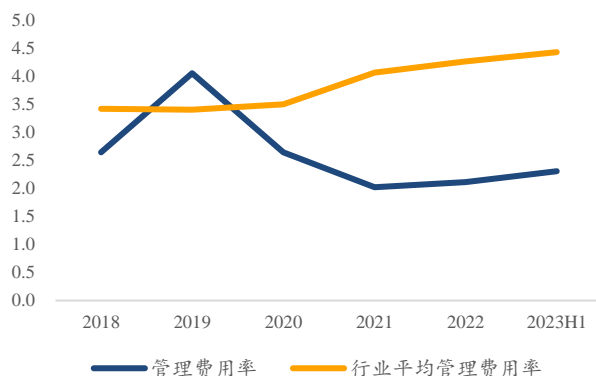
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023H1 财务费用率水平 (%)

图7：2018-2023H1 管理费用率水平 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所



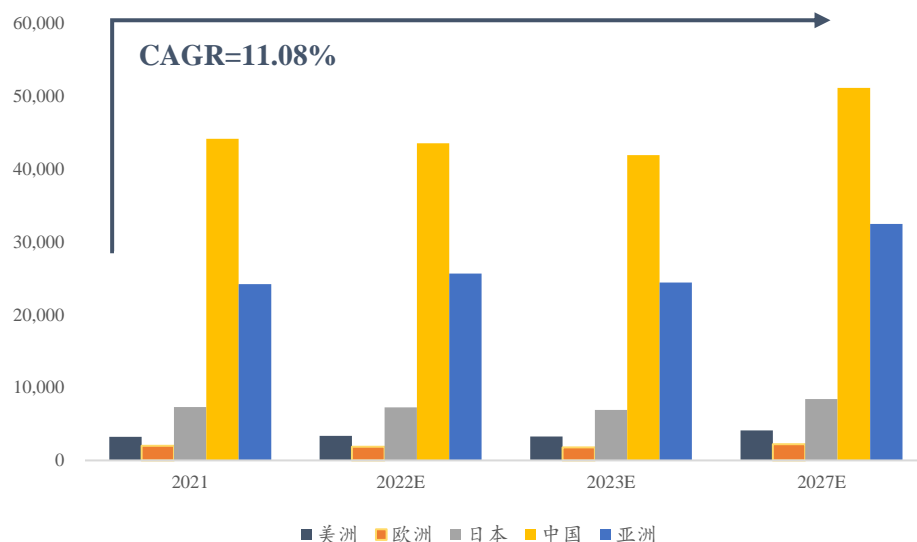
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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，可能会突出主营业务收入较大的公司的影响，弱化主营业务收入较小的公司的影响。

3.2 公司亮点

国家政策支持促进 PCB 行业持续增长。中富电路是一家专业从事印制电路板（PrintedCircuitBoard，简称 PCB）的研发、生产和销售的国家级高新技术企业。根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），公司所属行业为“C398 电子元件及电子专用材料制造”之“C3982 电子电路制造”。公司连续多年入选中国电子电路行业协会（CPCA）评选的全国百强企业。**电子信息产业是我国重点发展的战略性、基础性和先导性支柱产业，而印制电路板作为“电子产品之母”在电子信息产业中发挥着重要作用。**为扶持和鼓励印制电路板行业的发展，国家相继推出了一系列产业政策，从而推动 PCB 行业的产业升级及战略调整。据 Prismark 2022 年第四季度报告统计，2022 年全球 PCB 产业总产值达 817.41 亿美元，同比增长 1.01%。预计未来 5 年 PCB 行业仍将稳步增长，2022 年至 2027 年全球 PCB 行业产值将以 3.80% 的年均复合增长率增长，预计 2027 年产值将达到 983.88 亿美元。

图8：2022-2027 年全球 PCB 产值年均复合增长率预测（百万美元）

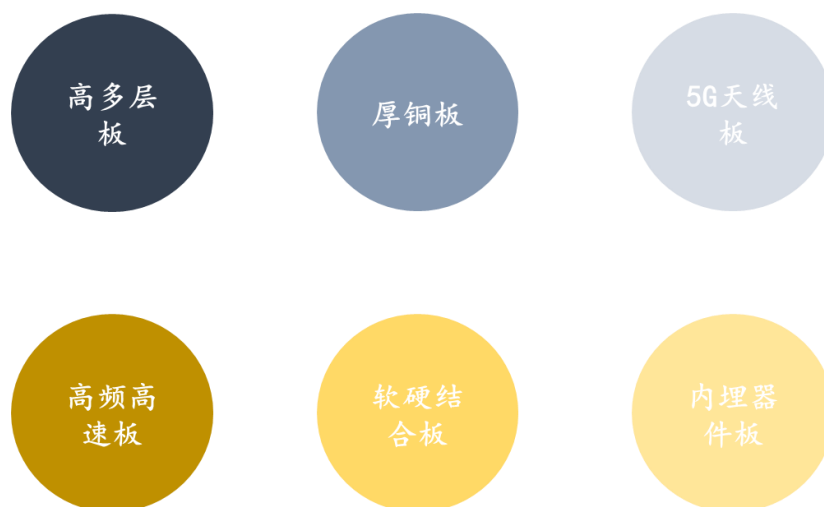


数据来源：Prismark, 2022Q4 研究报告, 公司年报, 东吴证券研究所

公司的盈利主要来源于印制电路板产品的销售。公司凭借先进的技术水平、稳定的产品品质、优质的营销服务、良好的地理区位、差异化的产品定位以及对客户需求的深度理解获取下游客户订单，通过原材料、自有的生产装置设备以及相关专利技术，生产制造符合客户需求的产品，并履行销售订单约定的权利义务。PCB 行业的持续增长有望为公司业务带来增长机会。

技术研发优势为公司发展打下良好基础。公司一直高度重视产品和技术的研究和提升，公司在全面发展生产技术的同时，始终紧跟下游电子信息产品的发展趋势，专注于细分领域的技术研发，形成并拥有多项自主研发的核心技术，涉及高多层板、厚铜板、5G 天线板、高频高速板、软硬结合板、内埋器件板等产品及其先进材料、先进制造工艺、电学参数设计和控制及质量管控技术。公司子公司鹤山中富获得广东省江门市工程技术研究中心和广东省线路板新材料工程技术研究中心的认定。截至 2022 年 12 月 31 日，公司已取得专利 75 项，其中发明专利 5 项，实用新型专利 70 项。

图9：公司高新技术涉及产品



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

产品品类和客户资源优势助推公司发展。公司形成了沙井工厂、松岗工厂、鹤山工厂三个生产基地的产业布局，一站式提供单/双层板、多层板、铂金板、高多层板、厚铜板、5G 天线板、高频高速板、软硬结合板、平面变压器板、内埋器件板等 PCB 产品，下游覆盖通信、工业控制、汽车电子、消费电子及医疗电子等主要电子信息产品应用领域。且公司与多家全球领先的通信设备服务商以及威迈斯、Vertiv、NCAB、Asteelflash、Lacroix、Lenze、Schneider、台达、Jabil、嘉龙海杰等工业控制、汽车电子、消费电子领域的国内外知名企业保持长期稳定的合作关系。同时，公司在与下游专业客户的合作过程中，逐步提升了公司对于工艺技术、产品质量、交付时间和客户服务的经验水平，公司与专业客户相互磨合、相互促进。公司在相应产品生产过程中，深度参与客户的研发和新技术产品开发，有助于提升公司的工艺技术和研发实力。公司与现有核心客户的长期合作关系使得公司更易获得行业内潜在客户的认可，为未来发展奠定了良好的市场基础。

生产管理和专业人才优势保障公司业绩稳步上升。经过十余年的沉淀和积累，公司先后通过了 ISO9001、ISO14001、ISO45001、QC080000、IATF16949、ISO13485、ISO27001、ISO50001 等体系认证，并已形成了完善的内部管理制度，在生产管理和品质保障上均设立了一系列的制度体系。在长期的经营中，公司积累了先进的工艺生产技术，制定了各类业务标准和操作流程，有效保障产品的可靠性。且公司高度重视人才梯队建设，拥有先进的人才管理平台，不断完善员工培育体系，培育出了一支高素质、高境界和高度团结的经营管理人才和研发队伍。公司核心技术团队在公司近年的经营管理过程中成效显著，研发了多项核心专利技术，不断为公司产品拓展新的应用领域，保障公司经营业绩的稳步提升。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>