

利扬转债：集成电路测试领域领先企业

事件

- **利扬转债（118048.SH）于 2024 年 7 月 2 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东城利扬芯片集成电路测试项目。
- **当前债底估值为 80.34 元，YTM 为 3.12%。**利扬转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.8%、1.5%、2.0%、2.5%，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 A+ 中债企业债到期收益率 7.01%（2024-07-02）计算，纯债价值为 80.34 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 91.69 元，平价溢价率为 9.06%。**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 2025 年 01 月 08 日至 2030 年 07 月 01 日。初始转股价 16.13 元/股，正股利扬芯片 7 月 2 日的收盘价为 14.79 元，对应的转换平价为 91.69 元，平价溢价率为 9.06%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 13.86%。**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 16.13 元计算，转债发行 5.20 亿元对总股本稀释率为 13.86%，对流通盘的稀释率为 13.86%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计利扬转债上市首日价格在 108.51~120.89 元之间，我们预计中签率为 0.0024%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到利扬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 25% 左右，对应的上市价格在 108.51~120.89 元之间。我们预计网上中签率为 0.0024%，建议积极申购。
- **广东利扬芯片测试股份有限公司是国内知名的独立第三方集成电路测试服务商，主营业务包括集成电路测试方案开发、12 英寸及 8 英寸晶圆测试服务、芯片成品测试服务以及与集成电路测试相关的配套服务。**公司为众多行业内知名的芯片设计企业提供测试服务，经过多年的发展，已成为国内最大的独立第三方集成电路测试基地之一。
- **2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 21.35%。**自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率呈倒“V”型波动，2019-2023 年复合增速为 21.35%。2023 年，公司实现营业收入 5.03 亿元，同比增加 11.19%。
- **2021-2023 年，广东利扬芯片测试股份有限公司主营业务收入占公司营业收入的比例分别为 95.69%、95.91% 和 96.42%，主营业务突出。**公司的主营业务收入包含晶圆测试服务收入和芯片成品测试服务收入。公司的其他业务收入主要是指治具收入等。2021-2023 年，公司其他业务收入分别为 1,687.56 万元、1,849.25 万元和 1,801.83 万元，占总收入比例均低于 5.00%。
- **2019-2023 年，广东利扬芯片测试股份有限公司销售净利率和毛利率均下降，但维持在高于行业平均水平，销售费用率上升，管理费用率趋稳，财务费用率上升。**2019-2023 年，公司销售净利率分别为 26.22%、20.55%、27.06%、7.15% 和 4.92%，销售毛利率分别为 52.99%、46.10%、52.78%、37.24% 和 30.33%，均高于行业平均水平。
- **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。

2024 年 07 月 03 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

《国债期限具有长期化演变基础的几点思考—债券脉搏系列三》

2024-07-01

《由城投债发行期限的演变引发的 4 点思考》

2024-07-01

内容目录

1. 转债基本信息	4
2. 投资申购建议	6
3. 正股基本面分析	7
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点	10
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2: 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3: 2021-2023 年营业收入构成	9
图 4: 2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	10
图 5: 2019-2024Q1 销售费用率水平 (%)	10
图 6: 2019-2024Q1 财务费用率水平 (%)	10
图 7: 2019-2024Q1 管理费用率水平 (%)	10

表 1: 利扬转债发行认购时间表	4
表 2: 利扬转债基本条款	5
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: 相对价值法预测利扬转债上市价格 (单位: 元)	7

1. 转债基本信息

表1：利扬转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/6/28	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2024/7/01	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日 1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》
T	2024/7/02	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	2024/7/03	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	2024/7/04	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	2024/7/05	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	2024/7/08	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：利扬转债基本条款

转债名称	利扬转债	正股名称	利扬芯片
转债代码	118048.SH	正股代码	688135.SH
发行规模	5.20 亿元	正股行业	电子-半导体-集成电路封测
存续期	2024 年 07 月 02 日至 2030 年 07 月 01 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	16.13 元	转股期	2025 年 01 月 08 日至 2030 年 07 月 01 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,1.50%,2.00%,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
东城利扬芯片集成电路测试项目	131,519.62	49,000.00
补充流动资金	3,000.00	3,000.00
合计	134,519.62	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	80.34 元	转换平价 (以 2024/07/02 收盘价)	91.69 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	24.47%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	9.06%
纯债到期收益率 YTM	3.12%		

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

当前债底估值为 80.34 元，YTM 为 3.12%。利扬转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.8%、1.5%、2.0%、2.5%，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 A+ 中债企业债到期收益率 7.01% (2024-07-02) 计算，纯债

价值为 80.34 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护一般。

当前转换平价为 **91.69** 元，平价溢价率为 **9.06%**。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 2025 年 01 月 08 日至 2030 年 07 月 01 日。初始转股价 16.13 元/股，正股利扬芯片 7 月 2 日的收盘价为 14.79 元，对应的转换平价为 91.69 元，平价溢价率为 9.06%。

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 13.86%。按初始转股价 16.13 元计算，转债发行 5.20 亿元对总股本稀释率为 13.86%，对流通盘的稀释率为 13.86%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计利扬转债上市首日价格在 **108.51~120.89** 元之间。按利扬芯片 2024 年 7 月 2 日收盘价测算，当前转换平价为 91.69 元。

- 1) 参照平价、评级和规模可比标的奥飞转债（转换平价 101.89 元，评级 A+，发行规模 6.35 亿元）、威唐转债（转换平价 59.52 元，评级 A+，发行规模 3.01 亿元）、微芯转债（转换平价 66.83 元，评级 A+，发行规模 5.00 亿元），7 月 2 日转股溢价率分别为 24.35%、88.01%、66.17%。
- 2) 参考近期上市的宏柏转债（上市日转换平价 94.81 元）、湘泵转债（上市日转换平价 106.24 元）、伟 24 转债（上市日转换平价 109.85 元），上市当日转股溢价率分别为 25.25%、15.43%、43.20%。

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 23.86%，中债企业债到期收益为 7.01%，2024 年一季报显示利扬芯片前十大股东持股比例为 50.25%，2024 年 7 月 2 日中证转债成交额为 58,108,749,689 元，取对数得 24.79。因此，可以计算出利扬转债上市首日转股溢价率为 20.80%。综合可比标的以及实证结果，考虑到利扬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 25% 左右，对应的上市价格在 108.51~120.89 元之间。

表5：相对价值法预测利扬转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价	20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	14.05	104.53	106.27	108.88	111.50
-3%	14.35	106.73	108.51	111.18	113.85
2024/07/02 收盘价	14.79	110.03	111.86	114.62	117.37
3%	15.23	113.33	115.22	118.05	120.89
5%	15.53	115.53	117.46	120.35	123.23
					125.16

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 **65.08%**。利扬芯片的前十大股东合计持股比例为 50.25%（2024/03/31），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 65.08%。

我们预计中签率为 **0.0024%**。利扬转债发行总额为 5.20 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 65.08%，剩余网上投资者可申购金额为 1.82 亿元。利扬转债仅设置网上发行，近期发行的升 24 转债（评级 AA-，规模 28.00 亿元）网上申购数约 654.88 万户，湘泉转债（评级 AA-，规模 5.77 亿元）851.06 万户，伟 24 转债（评级 AA，规模 2.85 亿元）784.25 万户。我们预计利扬转债网上有效申购户数为 763.4 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0024%。

3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

广东利扬芯片测试股份有限公司是国内知名的独立第三方集成电路测试服务商，主营业务包括集成电路测试方案开发、12 英寸及 8 英寸晶圆测试服务、芯片成品测试服务以及与集成电路测试相关的配套服务。公司为汇顶科技、全志科技、国民技术、东软载波、博通集成、锐能微、比特微、西南集成、中兴微、智芯微、紫光同芯、集创北方、博雅科技、华大半导体、高云半导体等众多行业内知名的芯片设计企业提供测试服务，公司经过多年的发展，已成为国内最大的独立第三方集成电路测试基地之一。自公司成立以来，先后被评为民营科技型企业、国家级高新技术企业、中国 IC 风云榜 2019 年度新锐公司等。

自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2019-2023 年复合增速为 **21.35%**。2019-2023 年，公司营业收入同比增长率呈倒“V”型”波动，其中 2021 年同比增长率最高，为 54.73%。2023 年，公司实现营业收入 5.03 亿元，同比增加 11.19%。

与此同时，归母净利润不断浮动，2019-2023 年复合增速为-22.70%。其中，2022 年归母净利润 0.32 亿元，同比减少 69.75%，2023 年归母净利润 0.22 亿元，同比减少 32.16%。2022 年度，归母净利润减少的主要原因包括：(1) 2022 年，受宏观经济环境变化影响，全年芯片行业特别是消费电子芯片去库存周期较长，在固定成本为主的成本结构下，公司产能利用率有所下降从而使得当年销售毛利率有所下滑；(2) 为增强公司综合研发实力，公司高度重视研发体系的建设，结合不同应用领域的芯片测试技术开发需求，不断加大中高端芯片测试方案的研发投入；(3) 因实施 2021 年股权激励计划，2022 年度公司新增股份支付费用 2,952.49 万元；(4) 2022 年度公司通过长期借款等方式补充自有资金不足，有息负债增加，导致财务费用较上年同期增加。而公司 2023 年度业绩下滑主要系公司提前布局高端测试产能，折旧摊销、厂房等固定成本增幅较大，但是集成电路行业受 2022 年“寒冬”延伸影响，消费电子领域景气度从低迷过渡到缓慢复苏阶段，营业收入增长不及成本增长导致营业毛利额同比减少 1,587.05 万元所致。

图1：2019-2024Q1 营业收入及同比增速（亿元）

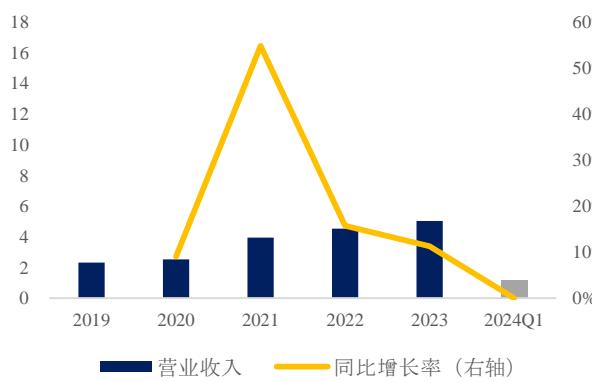
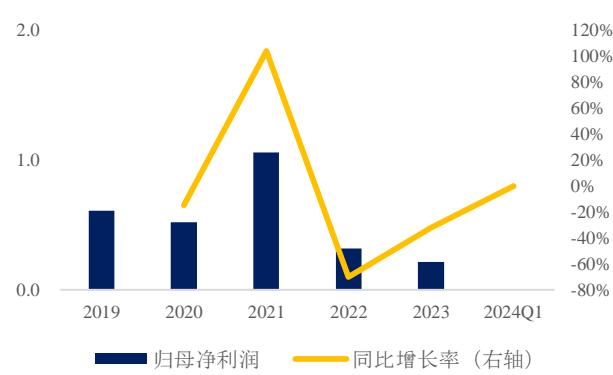


图2：2019-2024Q1 归母净利润及同比增速（亿元）

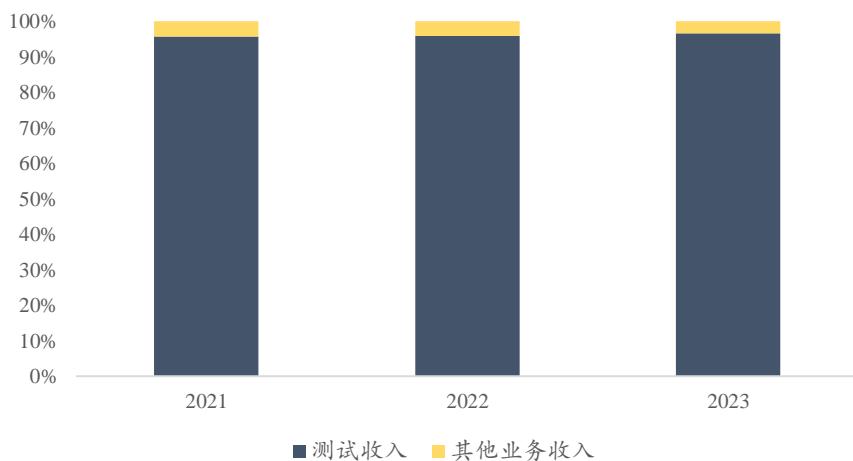


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

2021-2023 年，公司主营业务收入占公司营业收入的比例分别为 95.69%、95.91% 和 96.42%，主营业务突出。公司的主营业务收入包含晶圆测试服务收入和芯片成品测试服务收入。公司的其他业务收入主要是指治具收入等。治具收入系公司针对不同的测试服务，设计用于批量测试的治具，一次性向客户收取。2021-2023 年，公司其他业务收入分别为 1,687.56 万元、1,849.25 万元和 1,801.83 万元，占总收入比例均低于 5.00%。

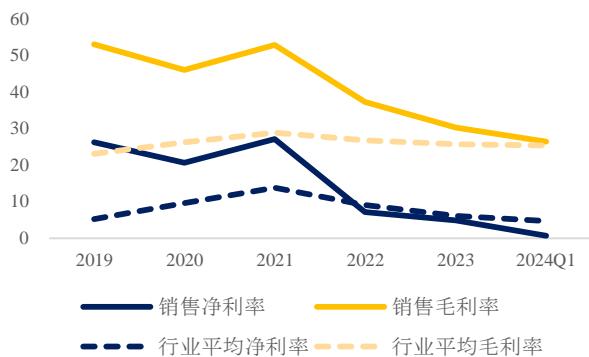
图3：2021-2023年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

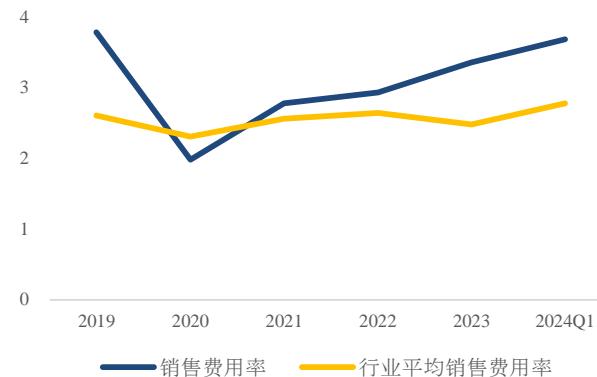
2019-2023年，广东利扬芯片测试股份有限公司销售净利率和毛利率均下降，但维持在高于行业平均水平，销售费用率上升，管理费用率趋稳，财务费用率上升。2019-2023年，公司销售净利率分别为26.22%、20.55%、27.06%、7.15%和4.92%，销售毛利率分别为52.99%、46.10%、52.78%、37.24%和30.33%，均高于行业平均水平。2022年和2023年主要受宏观经济下行影响，公司当期产能利用率有所下降，主营业务收入增长不及主营业务成本增长，从而使得当期销售毛利率下滑。而公司2023年的销售费用升高主要是由于加大市场开拓力度，导致相关业务费增长所致。公司重视研发，2022年度公司研发费用为6,755.26万元，同比增长38.56%。研发费用增加主要系公司持续深耕集成电路测试方案开发，为公司未来营业收入增长提供研发技术支持与保障。

图4：2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



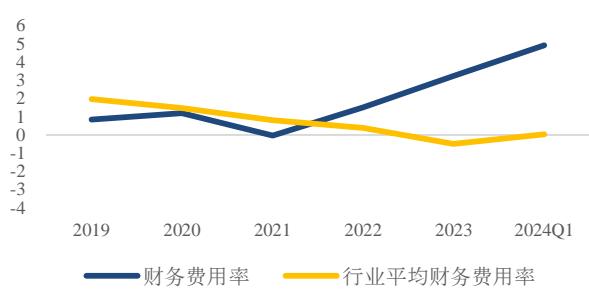
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1 销售费用率水平（%）



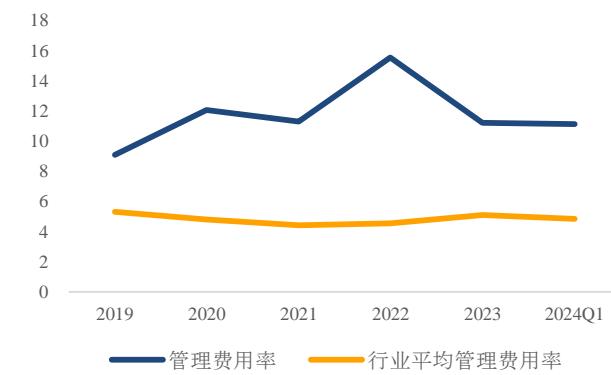
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：2019-2024Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：2019-2024Q1 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

广东利扬芯片测试股份有限公司是国内知名的独立第三方集成电路测试服务商，主营业务包括集成电路测试方案开发、12 英寸及 8 英寸晶圆测试服务、芯片成品测试服务以及与集成电路测试相关的配套服务。公司为汇顶科技、国民技术、东软载波、博通集成、中兴微、华大半导体等众多行业内知名的芯片设计企业提供测试服务，客户体系优质，经过多年的发展，已成为国内最大的独立第三方集成电路测试基地之一。自公司成立以来，先后被评为民营科技型企业、国家级高新技术企业、中国 IC 风云榜 2019 年度新锐公司等。且公司最近三年营业收入复合增长率优于同行业，具有优势竞争地位。

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提供。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），北交所基准指数为北证 50 指数），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。

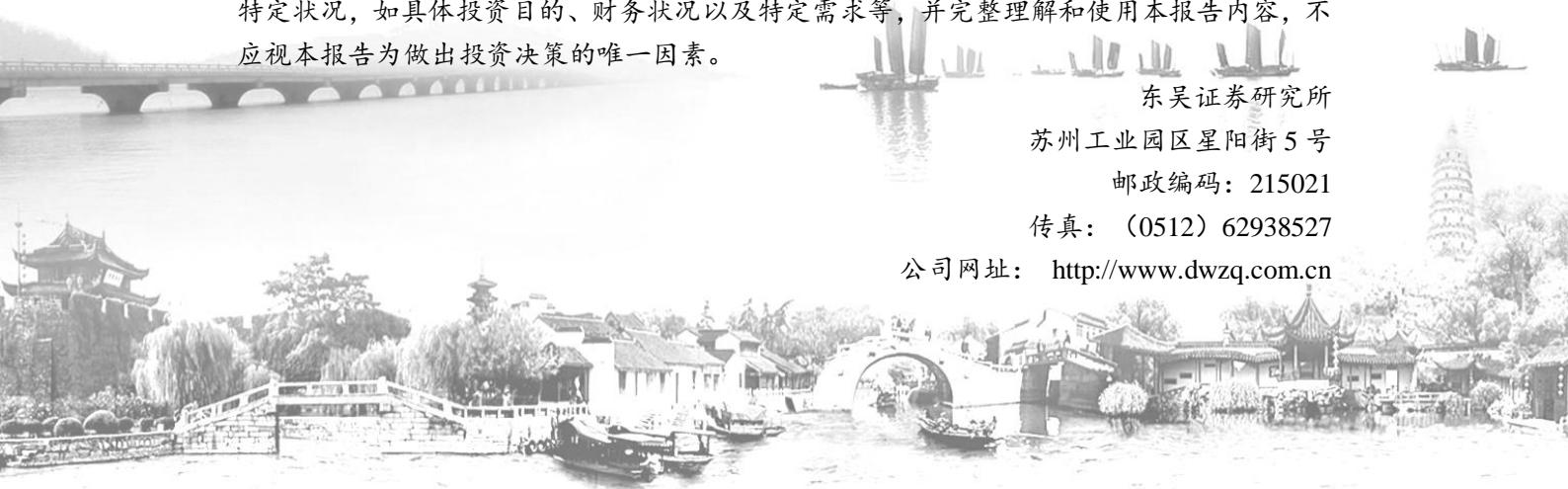
行业投资评级：

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>