

固收点评 20250409

安集转债：半导体材料国产化先锋

2025年04月09日

事件

- **安集转债(118054.SH)于2025年4月7日开始网上申购**：总发行规模为8.31亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于上海安集集成电路材料基地项目等。
- **当前债底估值为96.7元，YTM为3.18%**。安集转债存续期为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：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、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3.77%（2025-04-07）计算，纯债价值为96.70元，纯债对应的YTM为3.18%，债底保护较好。
- **当前转换平价为90.42元，平价溢价率为10.60%**。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2025年10月13日至2031年04月06日。初始转股价168.11元/股，正股安集科技4月7日的收盘价为152.00元，对应的转换平价为90.42元，平价溢价率为10.60%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为3.68%**。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168.11元计算，转债发行8.31亿元对总股本稀释率为3.68%，对流通盘的稀释率为3.68%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计安集转债上市首日价格在109.63~122.00元之间，我们预计中签率为0.0037%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到安集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28%左右，对应的上市价格在109.63~122.00元之间。我们预计网上中签率为0.0037%，建议积极申购。
- **安集科技公司是一家以自主创新为本，集研发、生产、销售及技术服务为一体的高科技半导体材料公司**。通过与客户紧密合作，共同研发各类新技术、新应用所需的定制化产品，形成了包括铜及铜阻挡层抛光液、介电材料抛光液、钨抛光液、基于氧化铈磨料的抛光液、衬底抛光液、功能性湿电子化学品和电镀液及添加剂在内的安集产品平台。公司成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液、部分功能性湿电子化学品、电镀液及添加剂的垄断，三大核心产品在特定领域实现技术突破。
- **2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为44.31%**。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“Z型”波动，2019-2023年复合增速为44.31%。2023年，公司实现营业收入12.38亿元，同比增加14.96%。与此同时，归母净利润也不断增长，2019-2023年复合增速为57.26%。2023年实现归母净利润4.03亿元，同比增加33.60%。
- **安集科技公司营业收入主要来源于化学机械抛光液和光刻胶去除剂业务，产品结构年际变化**。2021年以来，安集科技公司的主营业务收入逐年增长，2021-2023年化学机械抛光液运营的业务收入占主营业务收入比重分别为86.51%、88.34%和86.81%，2021-2023年光刻胶去除剂运营的业务收入占主营业务收入比重分别为13.23%、11.54%和12.49%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，化学机械抛光液业务占比上升并趋于稳定。
- **安集科技公司销售净利率和毛利率逐步上升，财务费用率波动较大，销售费用率和管理费用逐步下降，并向行业平均水平靠近**。2019-2023年，公司销售净利率分别为23.07%、36.46%、18.22%、27.99%和32.53%，销售毛利率分别为50.25%、52.03%、51.08%、54.21%和55.81%。

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

《清源转债：光伏领域的稳健践行者》

2025-04-09

《城投挖系列（十四）之产业强鄂，

荆楚致远：湖北省城投债现状4个知多少》

2025-04-07

- **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。

内容目录

1. 转债基本信息	5
2. 投资申购建议	7
3. 正股基本面分析	8
3.1. 财务数据分析	8
3.2. 公司亮点	11
4. 风险提示	12

图表目录

图 1:	2019-2024Q3 营业收入及同比增速 (亿元)	9
图 2:	2019-2024Q3 归母净利润及同比增速 (亿元)	9
图 3:	2021-2023 年营业收入构成	10
图 4:	2019-2024Q3 销售毛利率和净利率水平 (%)	11
图 5:	2019-2024Q3 销售费用率水平 (%)	11
图 6:	2019-2024Q3 财务费用率水平 (%)	11
图 7:	2019-2024Q3 管理费用率水平 (%)	11
表 1:	安集转债发行认购时间表	5
表 2:	安集转债基本条款	6
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	6
表 4:	债性和股性指标	7

1. 转债基本信息

表1: 安集转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2025/04/02	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2025/04/03	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	2025/04/07	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	2025/04/08	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	2025/04/09	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	2025/04/10	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	2025/04/11	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: 安集转债基本条款

转债名称	安集转债	正股名称	安集科技
转债代码	118054.SH	正股代码	688019.SH
发行规模	8.31 亿元	正股行业	电子-电子化学品 II-电子化学品 III
存续期	2025 年 04 月 07 日至 2031 年 04 月 06 日	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	168.11 元	转股期	2025 年 10 月 13 日至 2031 年 04 月 06 日
票面利率	0.30%,0.50%,1.00%,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
上海安集集成电路材料基地项目	38,000.00	34,850.00
上海安集集成电路材料基地自动化信息化建设项目	9,000.00	9,000.00
宁波安集新增 2 万吨/年集成电路材料生产项目	8,000.00	6,000.00
安集科技上海金桥生产基地研发设备购置项目	11,000.00	11,000.00
补充流动资金	24,000.00	22,200.00
合计	90,000.00	83,050.00

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	96.70 元	转换平价 (以 2025/04/07 收盘价)	90.42 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	3.41%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	10.60%
纯债到期收益率 YTM	3.18%		

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

当前债底估值为 96.7 元, YTM 为 3.18%。安集转债存续期为 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: 0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、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 3.77% (2025-04-07) 计算, 纯债价值为 96.70 元, 纯债对应的 YTM 为 3.18%, 债底保护较好。

当前转换平价为 90.42 元, 平价溢价率为 10.60%。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 10 月 13 日至 2031 年 04 月 06 日。初始转股价 168.11 元/股, 正股安集科技 4 月 7 日的收盘价为 152.00 元, 对应的转换平价为 90.42 元, 平价溢价率为 10.60%。

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 3.68%。按初始转股价 168.11 元计算, 转债发行 8.31 亿元对总股本稀释率为 3.68%, 对流通盘的稀释率为 3.68%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计安集转债上市首日价格在 109.63~122.00 元之间。按安集科技 2025 年 4 月 7 日收盘价测算, 当前转换平价为 90.42 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的隆华转债 (转换平价 99.02 元, 评级 AA-, 发行规模 7.9893 亿元)、豪 24 转债 (转换平价 176.99 元, 评级 AA-, 发行规模 5.5 亿元)、永和转债 (转换平价 102.06 元, 评级 AA-, 发行规模 8.00 亿元), 4 月 7 日转股溢价率分别为 18.78%、-3.85%、19.32%。

2) 参考近期上市的浩瀚转债 (上市日转换平价 73.38 元)、正帆转债 (上市日转换平价 100.15 元)、永贵转债 (上市日转换平价 96.72 元), 上市当日转股溢价率分别为 60.17%、27.21%、28.37%。

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 30.41%，中债企业债到期收益率为 3.77%，2024 年三季度报显示安集科技前十大股东持股比例为 48.83%，2025 年 4 月 7 日中证转债成交额为 94,758,745,852 元，取对数得 25.27。因此，可以计算出安集转债上市首日转股溢价率为 27.59%。综合可比标的以及实证结果，考虑到安集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 28%左右，对应的上市价格在 109.63~122.00 元之间。

表 5: 相对价值法预测转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		23.00%	25.00%	28.00%	31.00%	33.00%
-5%	144.40	105.65	107.37	109.95	112.52	114.24
-3%	147.44	107.88	109.63	112.26	114.89	116.65
2025/04/07 收盘价	152.00	111.21	113.02	115.73	118.45	120.25
3%	156.56	114.55	116.41	119.21	122.00	123.86
5%	159.60	116.77	118.67	121.52	124.37	126.27

数据来源: 东吴证券研究所整理

我们预计原股东优先配售比例为 **64.65%**。安集科技的前十大股东合计持股比例为 48.83% (2024/09/30)，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 64.65%。

我们预计中签率为 **0.0037%**。安集转债发行总额为 8.31 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 64.65%，剩余网上投资者可申购金额为 2.94 亿元。安集转债仅设置网上发行，近期发行的鼎龙转债 (评级 AA，规模 9.10 亿元) 网上申购数约 802.01 万户，太能转债 (评级 AA+，规模 29.50 亿元) 799.53 万户，亿纬转债 (评级 AA+，规模 50 亿元) 810.4 万户。我们预计安集转债网上有效申购户数为 803.98 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0037%。

3. 正股基本面分析

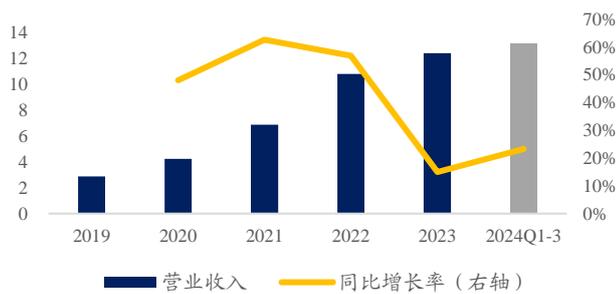
3.1. 财务数据分析

安集科技公司是一家以自主创新为本，集研发、生产、销售及技术服务为一体的高

科技半导体材料公司。通过与客户紧密合作，共同研发各类新技术、新应用所需的定制化产品，形成了包括铜及铜阻挡层抛光液、介电材料抛光液、钨抛光液、基于氧化铈磨料的抛光液、衬底抛光液、功能性湿电子化学品和电镀液及添加剂在内的安集产品平台。公司成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液、部分功能性湿电子化学品、电镀液及添加剂的垄断，三大核心产品在特定领域实现技术突破。

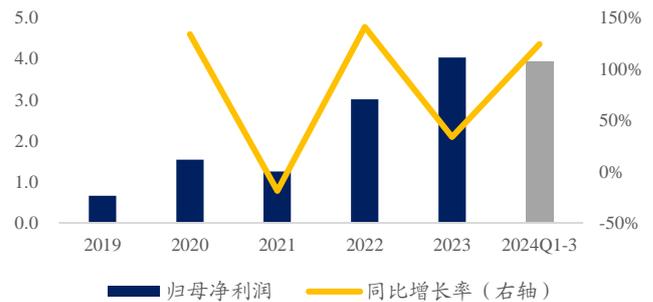
2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为44.31%。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“Z型”波动，2019-2023年复合增速为44.31%。2023年，公司实现营业收入12.38亿元，同比增加14.96%。与此同时，归母净利润也不断增长，2019-2023年复合增速为57.26%。2023年实现归母净利润4.03亿元，同比增加33.60%。截至最新报告期（2024/09/30），2024年Q1-3，安集科技公司的营业收入和归母净利润规模分别达到13.12亿元、3.93亿元。

图1：2019-2024Q3 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

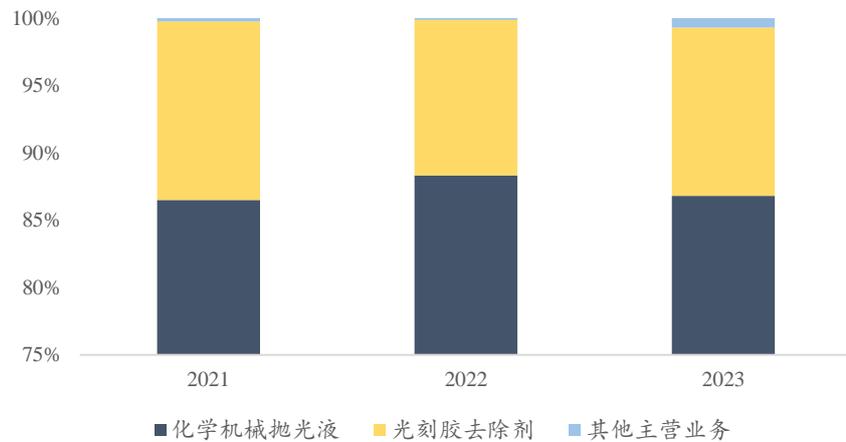
图2：2019-2024Q3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

安集科技公司营业收入主要来源于化学机械抛光液和光刻胶去除剂业务，产品结构年际变化。2021年以来，安集科技公司的主营业务收入逐年增长，2021-2023年化学机械抛光液运营的业务收入占主营业务收入比重分别为86.51%、88.34%和86.81%，2021-2023年光刻胶去除剂运营的业务收入占主营业务收入比重分别为13.23%、11.54%和12.49%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，化学机械抛光液业务占比上升并趋于稳定。

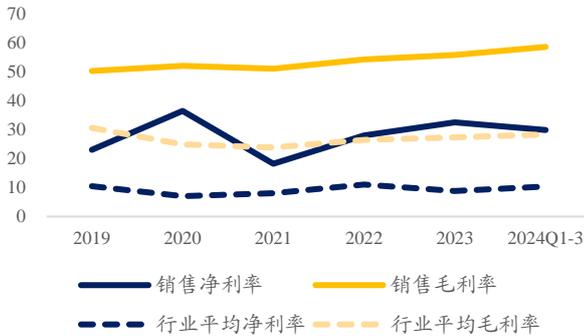
图3: 2021-2023 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

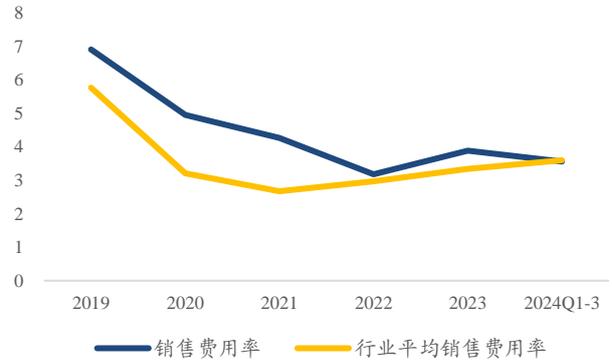
安集科技公司销售净利率和毛利率逐步上升, 财务费用率波动较大, 销售费用率和管理费用逐步下降, 并向行业平均水平靠近。2019-2023 年, 公司销售净利率分别为 23.07%、36.46%、18.22%、27.99%和 32.53%, 销售毛利率分别为 50.25%、52.03%、51.08%、54.21%和 55.81%。安集科技公司的销售毛利率和销售净利率表现亮眼, 均显著高于行业均值, 报告期内, 公司营业收入呈稳定增长态势, 主要来自于主营业务收入, 主营业务突出。公司成功打破了国外厂商的垄断并已成为高端半导体材料领域国内领先、国际先进的供应商, 报告期内随着半导体产业的发展及下游客户用量的上升, 营业收入稳步增长。一方面, 公司积极进行市场开拓, 加强客户拓展, 在已有客户已有产品的基础上不断加大支持力度、扩大份额, 并加快产品的测试论证及销售放量; 另一方面, 公司前期研发的多款新产品在重要客户的关键制程中使用情况良好, 使公司产品在客户端的用量明显上升。公司营业收入保持持续增长符合下游集成电路产业发展态势。

图4：2019-2024Q3 销售毛利率和净利率水平（%）



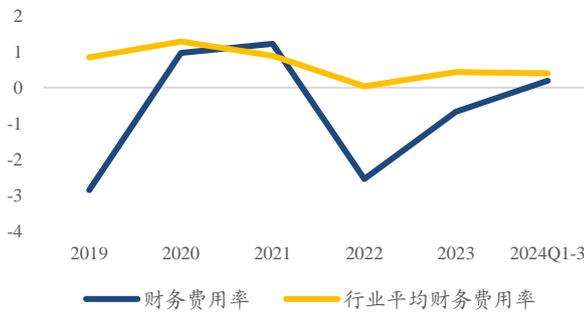
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q3 销售费用率水平（%）



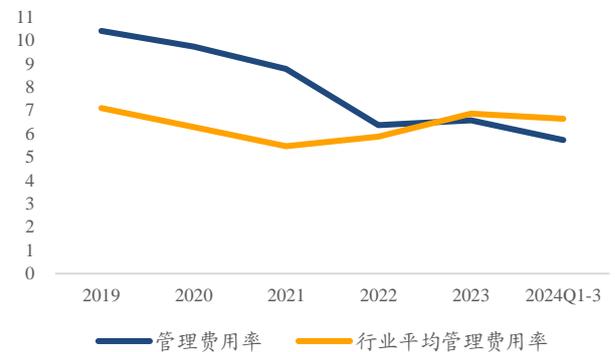
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2024Q3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2024Q3 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

公司拥有一系列具有自主知识产权的核心技术，核心技术权属清晰，技术水平国际先进或国内领先，成熟并广泛应用于公司产品的批量生产中。公司的核心技术涵盖了整个产品配方和工艺流程，包括金属表面氧化（催化）技术、金属表面腐蚀抑制技术、抛

光速率调节技术、化学机械抛光晶圆表面形貌控制技术、光阻清洗中金属防腐蚀技术、化学机械抛光后表面清洗技术、光刻胶残留物去除技术、选择性刻蚀技术、电子级添加剂纯化技术、磨料制备技术、电镀液添加剂技术等。公司主要依靠核心技术开展生产经营，核心技术产品为集成电路领域化学机械抛光液、功能性湿电子化学品和电镀液及添加剂。公司在半导体材料领域技术竞争力强，客户体系优质，且最近三年营业收入复合增长率优于同行业可比上市公司平均水平，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。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>