

固定收益研究/新券投资价值分析

2020年07月24日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

殷超
联系人 yinchao014790@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：紫银转债：深耕南京的农商行》2020.07
- 2《固定收益研究：航新转债：维修+机载设备两翼齐飞》2020.07
- 3《固定收益研究：淳中转债：5G 应用时代的细分龙头》2020.07

兴森转债：国内领先电路板制造商 可转债新券投资价值分析

核心观点

兴森科技（002436.SZ）专注 PCB 板和半导体电路板的研发与产销。转债方面，发行规模小（2.69 亿），债项评级为 AA 级，债底保护强，平价高，条款偏弱，但综合看申购安全垫仍较好。定价方面，兴森正股当前价格 13.59 元，对应转债平价为 95.84 元，参考钧达、迪贝等相似个券并结合正股基本面判断，我们预计兴森转债上市首日平价溢价率在 13% 附近，对应价格在 108 元附近。综上，我们建议一级市场适当参与。

国内 PCB 小批量板龙头，大力拓展 IC 载板，通信等下游需求较强

兴森科技专注印刷电路板（PCB）和半导体电路板的研发与产销。19 年年报显示，主要产品为 PCB 样板、小批量板和半导体测试板等。公司深耕 PCB 样板和小批量板业务，竞争力较强，可应用于包括 5G 通信、工业控制、医疗等领域，通讯需求较旺盛。公司生产工艺较为成熟，具备快速交付能力，产品类型覆盖广。12 年后，公司大力发展偏高端的半导体载板业务，尤其是 IC 封装载板在消费电子和通讯领域的发展前景广阔。根据公司 20H1 业绩预告，上半年净利润大幅增长，一方面由于转让控股子公司泽丰半导体 16% 股权获得投资收益；主业增长为 1.92-10.55%，经营稳健。

正股估值偏高，股价弹性较好，5G 和半导体电路板国产替代是主要题材

兴森科技当前股价 13.59 元，对应 PE TTM 为 68.8x，对应 PB LF 为 7.35x，处于历史偏高分位。我们选择崇达技术（34x，4.8x）、明阳电路（42x，4.4x）、胜宏科技（40x，5.7x）作为可比公司，兴森科技在行业内估值水平较高。该股最近 1 月换手率为 112.63%，100 周年化波动率为 55.52%，弹性较好；截至 20Q1 机构投资者持股合计 0.11%，关注度较低。5G 产业链以及半导体电路板国产替代是主要上涨触发剂。

公司存在股权质押风险，关注商誉减值、原材料价格波动等风险

公司股权结构分散，实际控制人邱醒亚持有公司 19.05% 的股份（截至 20 年 4 月）。控股股东累计被质押股份占其所持股份的 57.45%，风险不容忽视。信用方面，主要关注：1、公司收购的 Exception、Fineline、湖南源科和 Xcerra 集团存在商誉减值风险；2、原材料价格波动风险；3、截至 20Q1，应收账款达 12.8 亿（占流动资产 52.3%），存在应收账款周转减慢和坏账风险。

条款分析：债底保护性强、平价较高，条款偏弱，综合看申购安全垫较好

兴森转债的票面利率分别为 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.0%，到期赎回价为 110 元（含最后一年利息），期限为 5 年，面值对应的 YTM 为 2.56%；债项/主体评级为 AA/AA（中证鹏元），以上清所 6 年期 AA 中短期票据到期收益率 4.60%（2020/7/23）作为贴现率估算，债底价值为 90.72 元，债底保护强。下修条款为 [20/30, 70%]，有条件赎回条款 [20/30, 130%]，有条件回售条款 [最后一年, 30, 60%]，回售条款约束较弱，赎回触发偏严。当前股价 13.59 元，对应平价 95.84 元。综合看，该券申购安全垫较好。

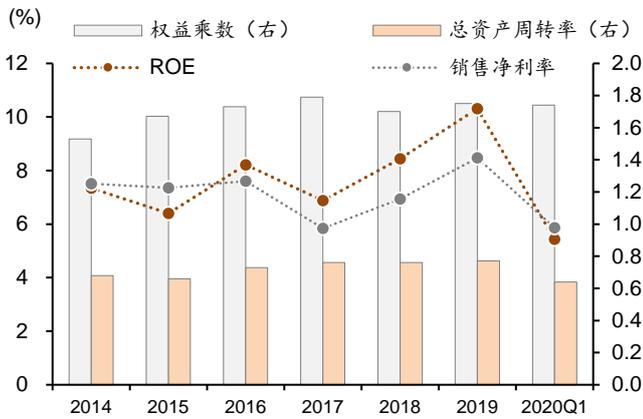
上市定位与申购价值分析

兴森正股当前股价为 13.95，对应平价为 95.84 元，可参考相近规模、相同评级的钧达（平价 96.29 元，平价溢价率 14.29%）、迪贝（94.47，15.13%）。我们的判断是：1、兴森评级适中但规模偏低，预计流动性较差；2、正股基本面有亮点，5G 通信对 PCB 需求有提振效果，IC 载板国产化进程加速，正股弹性较好；3、兴森的缺点在于流动性和条款偏弱，转债定位可能一般，主要看正股表现。综上，我们预计其上市首日平价溢价率在 13% 附近，对应价格 108 元左右，建议一级市场适当参与。

风险提示：商誉减值风险；原材料价格波动风险；应收账款偏高风险。

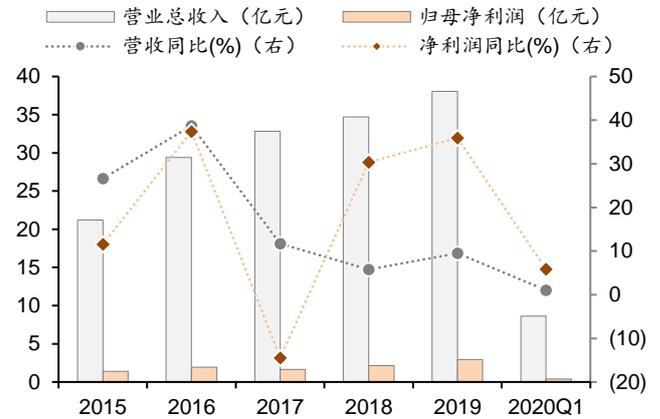
正股重要信息

图表1: 兴森科技 20Q1 销售净利率和周转率均下降, ROE 下降



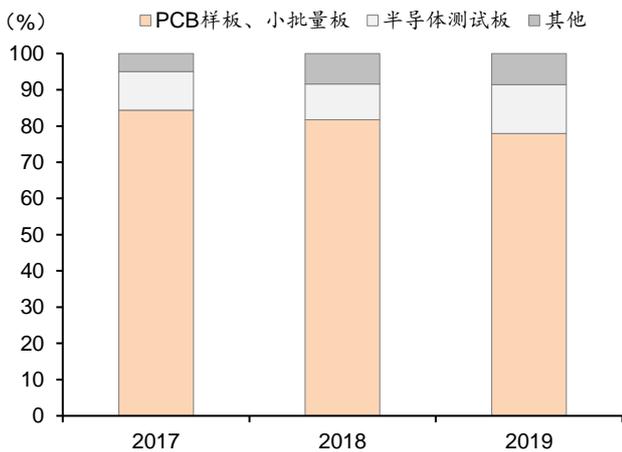
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 兴森科技 20Q1 营收微幅提升, 净利润增速下降较快



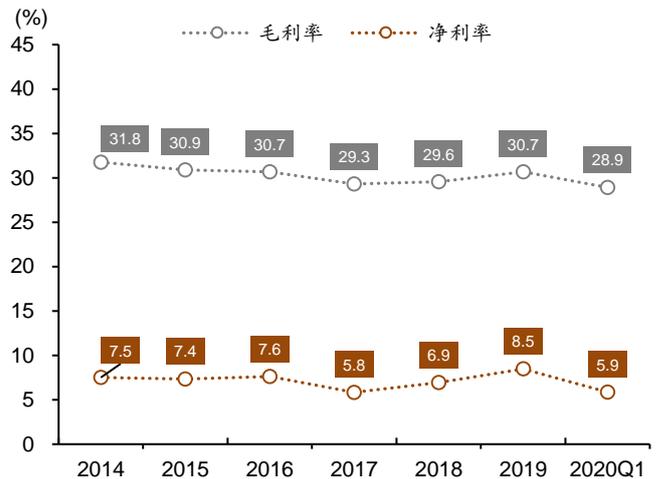
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 兴森科技收入结构以 PCB 样板、小批量板和半导体测试板为主



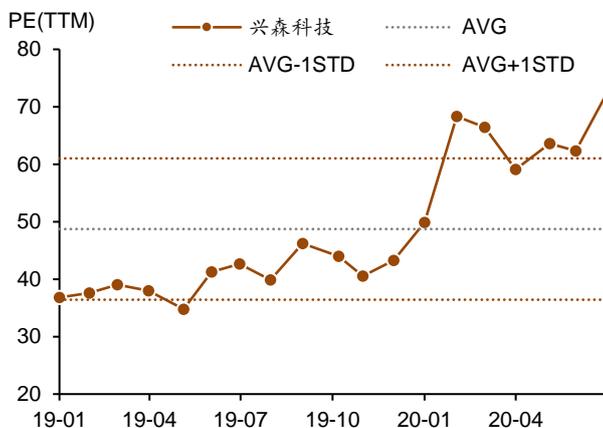
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 兴森科技 20Q1 毛利率小幅下降, 净利率小幅下降



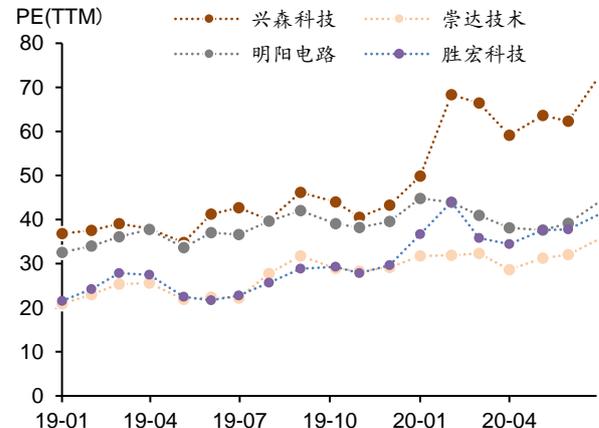
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 兴森科技 PE (TTM) 处于 18 年来估值高位



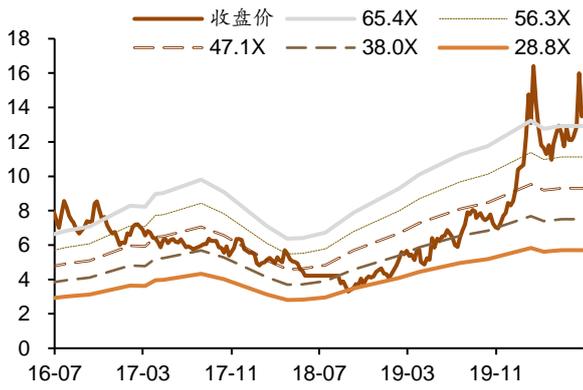
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 兴森科技在同业中估值偏高



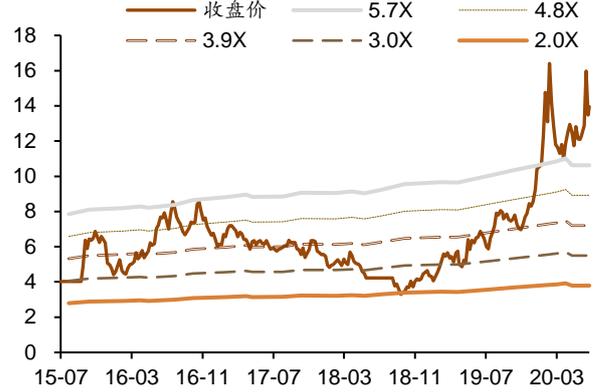
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: PE Band



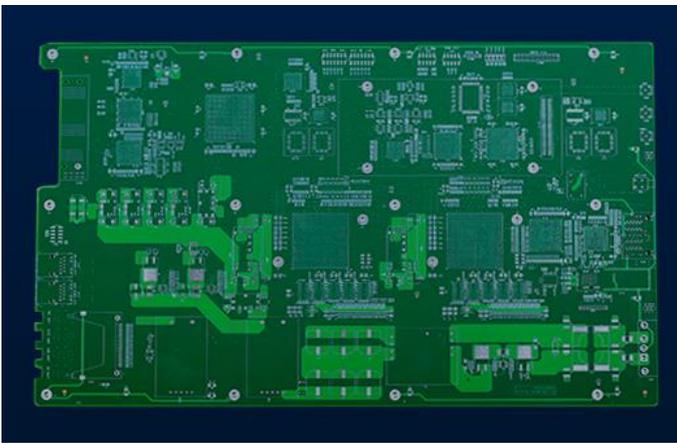
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: PB Band



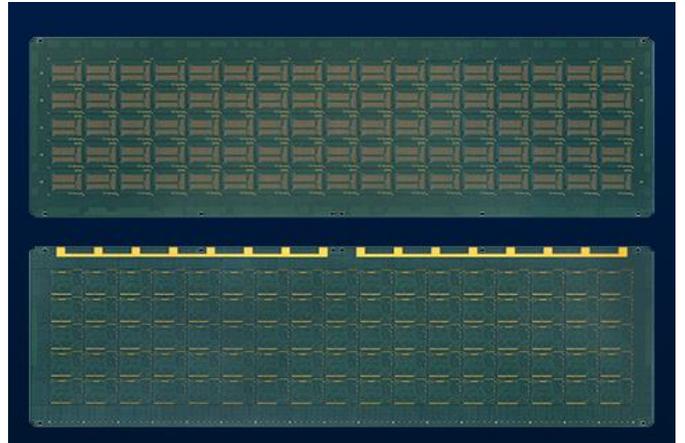
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 兴森科技 PCB



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表10: 兴森科技 IC 封装基板



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

转债信息

图表11: 兴森转债发行信息

申购代码	128122.SZ (兴森转债)	向原 A 股股东配售比例	0.1807
发行公司/转股标的	兴森科技 (002436.SZ)	向老股东配售股权登记日期	2020年7月22日
发行规模	2.69 亿元	向老股东配售日期+网上发行日期	2020年7月23日
发行日期	2020年7月23日	网下发行日期	无
发行方式	优先配售、网上发售+余额包销	最后缴款日	2020年7月27日
主承销商	民生证券股份有限公司	申购限度	网上 1000 元-100 万
最大包销	金额 8,067 万元, 比例 30%	预设比例	仅设网上
是否提供担保	否	单个投资者在网上/网下申购账户数	1 个
大股东承诺配售	无		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表12: 兴森转债基本条款

转债名称	兴森转债	正股名称	兴森科技
债券代码	128122.SZ	正股代码	002436.SZ
发行规模	2.69 亿元	正股行业	电子-印制电路板
债项评级	AA	主体评级	AA
存续期	5 年	稀释率	1.27% (总股本) / 1.50% (流通盘)
票面利率	0.3%, 0.5%, 1.0%, 1.5%, 2.0%	到期赎回价	110 元 (含最后一年利息)
转股价格	14.18 元	平价	95.84 元 (2020 年 7 月 23 日)
转股期	6 个月	转股起始日	2021 年 1 月 29 日
存续时间	2020 年 7 月 23 日-2025 年 7 月 22 日		
下修条款	存续期内, 20/30, 70%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 期满后五个交易日内, 按债券面值的 110% (含最后一期利息) 赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 20/30, 130% (含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后一个计息年度, 任何连续 30 日, 股票收盘价低于转股价格 60% (2) 附加回售条款: 当投资项目的实施情况出现重大变化, 且证监会认定为改变募集资金用途。		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 转债模拟理论价值的敏感性分析-正股股价 (横轴)、波动率 (纵轴)

波动率 \ 正股股价	正股股价									
	10.2	10.9	11.7	12.5	13.2	14.0	14.7	15.5	16.2	17.0
15.0%	95.4	96.0	96.9	98.2	100.0	102.4	105.4	109.4	114.5	119.8
16.1%	95.7	96.4	97.4	98.8	100.6	103.1	106.1	109.9	114.5	119.8
17.2%	96.0	96.8	98.0	99.5	101.3	103.8	106.8	110.4	114.6	119.8
18.3%	96.4	97.3	98.6	100.1	102.1	104.6	107.5	110.9	115.1	119.8
19.4%	96.7	97.8	99.1	100.7	102.8	105.3	108.2	111.6	115.6	119.9
20.6%	97.1	98.3	99.7	101.4	103.6	106.1	108.9	112.2	116.1	120.4
21.7%	97.5	98.9	100.3	102.1	104.3	106.9	109.7	113.0	116.7	120.9
22.8%	98.0	99.4	100.9	102.7	105.1	107.6	110.5	113.7	117.4	121.4
23.9%	98.6	100.0	101.6	103.5	105.9	108.4	111.3	114.4	118.0	121.9
25.0%	99.1	100.5	102.2	104.2	106.6	109.2	112.0	115.1	118.7	122.6

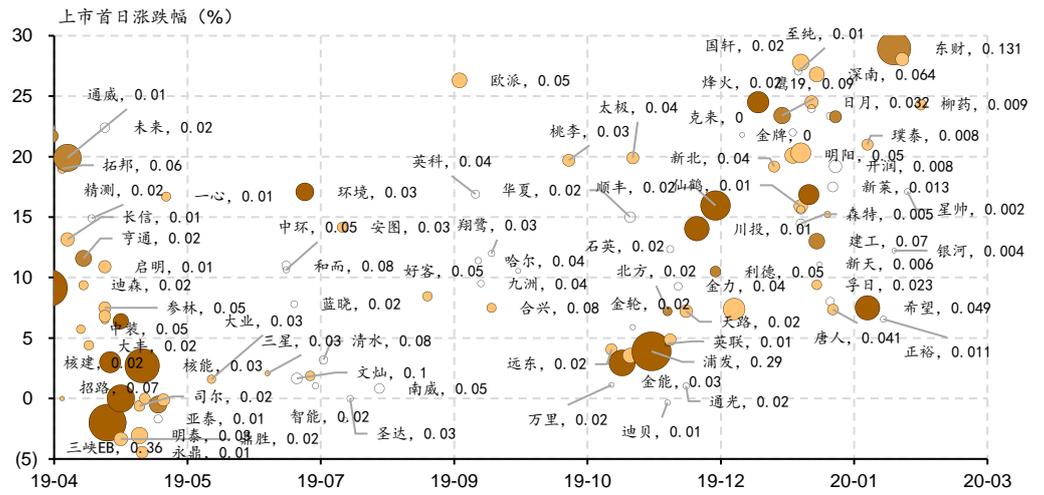
资料来源: 华泰证券研究所

图表14: 申购收益率测算表

网上申购数 (万户)	610	620	630	640	650	660	670	680	690
原股东配售比例 (%)									
					中签率				
40	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%
50	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%
60	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%	0.002%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所, 注: 网上单一账户平均申购额按顶格 90% 计

图表15： 2019年以来新券首日涨幅



注：(1)气泡颜色代表评级高低，深色评级高，AA-以下为空心；(2)气泡大小代表发行规模大小；(3)券名后的数字为转债中签率；
资料来源：Wind，华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，张继强，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司