

## 固定收益研究/新券投资价值分析

2020年07月29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：华阳转债：装配式设计龙头》2020.07
- 2《固定收益研究：三超转债：金刚石工具核心供应商》2020.07
- 3《固定收益研究：大禹转债：智慧农业，节水龙头》2020.07

# 佳力转债：冷却设备，IDC 题材

## 可转债新券投资价值分析

### 核心观点

佳力图 (600061.SH) 是精密空调设备和冷水机组生产龙头企业。转债方面，发行规模较小 (3 亿)，债项评级为 AA- 级，债底保护弱，平价低，综合看中购安全垫较薄。定价方面，佳力正股当前价格 21.19 元，对应转债平价为 90.55，参考清水、起步等相似个券并结合正股基本面判断，我们预计佳力转债上市首日平价溢价率在 16% 附近，对应价格在 105 元附近。综上，我们建议一级市场谨慎参与。

### 精密空调设备和冷水机组生产龙头企业，市场空间较为广阔

佳力图是精密空调设备和冷水机组生产龙头企业。19 年年报显示，公司精密空调业务营收占总营收 64.55%，智能化一体机房占 19.05%，而新产品冷水机组占 7.66%，均属于 IDC 产业链上游。从行业来看，通信、金融、电力、医疗、交通等各领域对 IDC 机房的需求持续攀升，显然也会驱动机房空调和冷水组市场需求增长。但仅从商业模式来看，机房空调行业获取订单以投标为主，公司议价能力普遍不强。就佳力而言，其亮点主要是：1、公司机房精密空调市场份额较高，行业第二，国内品牌第一，处于绝对龙头地位；2、技术研发能力强+产品线丰富，是部分国家标准制定的参与者。

### 正股估值偏高，机构关注度低，阿里云、IDC 和大数据等是上涨触发剂

佳力图当前股价 21.19 元，PE TTM 为 76.8x，处于自身历史高位。若以英维克 (51.6x)、光环新网 (46.3x)、奥飞数据 (68.3x) 等公司为可比公司，该股估值也偏高。股性方面，佳力图近 1 月换手率 127%、当前 100 周年化波动率为 67%，股价弹性较强；但截至 20H1，基金持股仅 0.71%，关注度较低。题材来看，阿里云、IDC 和大数据等均是其上上涨触发剂。

### 股权结构集中，关注存货和应收账款减值和项目未达预期风险

公司股权结构较为集中，截至 20H1，控股股东南京楷得投资有限公司持股比例为 38.72%，均为限售股且将于 20 年 11 月解禁。转债发行前，控股股东股票质押占总股本的 20.18%，占其持有股份数的 52.11%。信用方面，主要关注：1、存货和应收账款减值风险，企业业务周期长，产品确认收入和应收账款回款均较慢，存货中发出商品占比大；2、募投项目运营风险。该项目用途为建设 IDC，属于公司新业务，投产情况可能不达预期。

### 条款分析：评级低，债底保护性较弱，中购安全垫较薄

佳力转债的票面利率分别为 0.5%、0.7%、1%、1.8%、2.5%、3%，到期赎回价为 118 元 (含最后一期年度利息)，期限为 6 年，面值对应的 YTM 为 3.80%；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 6.78% (2020/7/29) 作为贴现率估算，债底价值为 84.69 元，债底保护性弱。下修条款为 [15/30, 85%]，有条件赎回条款 [15/30, 130%]，有条件回售条款 [30, 70%，面值+当期应计利息]。当前正股股价为 21.19 元，对应平价 90.55 元。综合看，该券中购安全垫较薄。

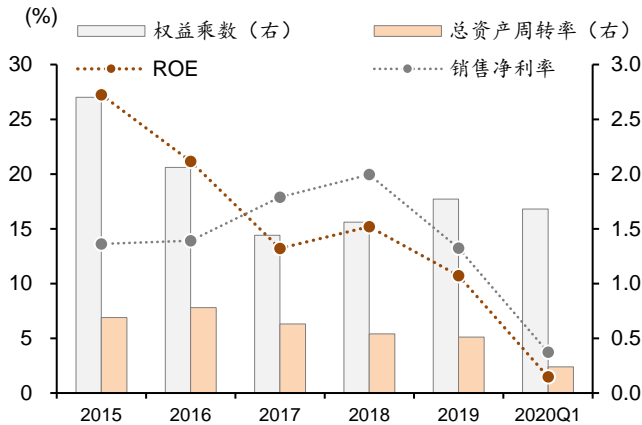
### 上市定位与申购价值分析

佳力正股当前股价为 21.19 元，对应平价为 90.55 元，可参考相近规模、相同评级的起步 (平价 90.52 元，平价溢价率 15.64%)、清水 (89.61, 19.53%)。我们认为：1、该券评级低，规模小，大资金入库限制明显，可操作性不高，可能存在流动性风险；2、正股估值偏高，但 IDC 行业持续景气，且不缺题材；3、IDC 标的较为稀缺，未来或与宁建、城地等一道成为该产业链的核心品种，值得稍加关注；4、受资质等因素影响，预计该券上市定位不会太高，如果价格合理可积极低吸。综上，我们预计上市首日平价溢价率在 16% 附近，对应价格 105 元左右，建议一级市场谨慎参与。

风险提示：存货和应收账款减值风险，项目未达预期风险。

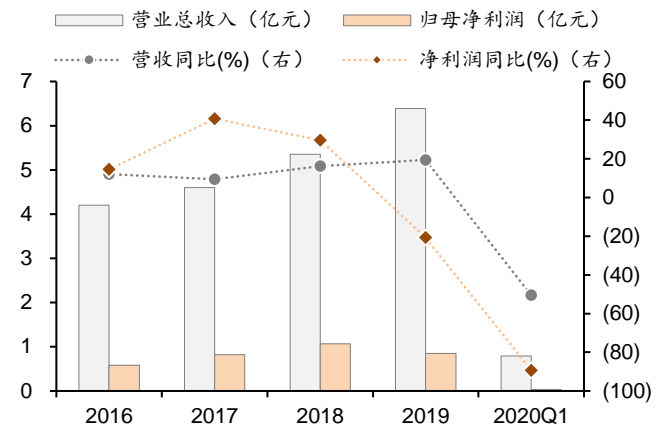
## 正股重要信息

图表1: 佳力图 20Q1ROE 下降, 主要由于疫情导致销售净利率下降



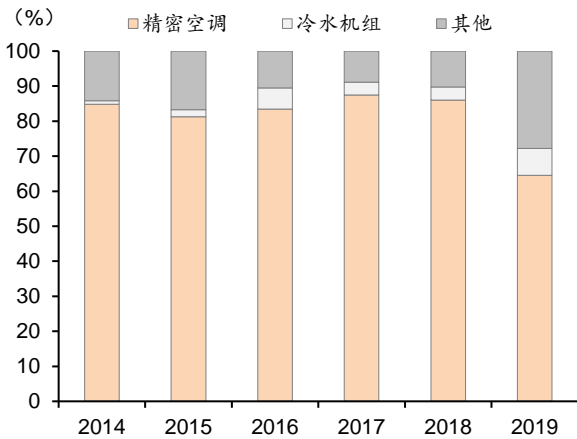
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 佳力图 20Q1 营收、净利润受疫情影响同比均大幅下降



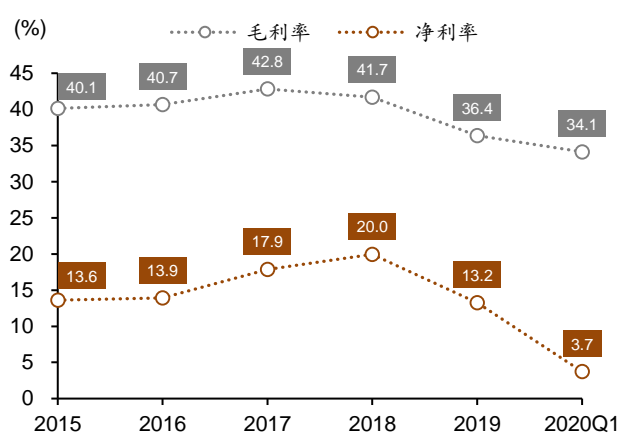
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 佳力图收入结构以精密空调和冷水机组为主



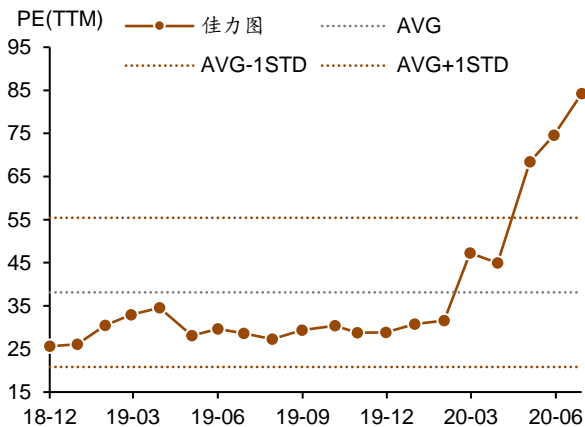
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 佳力图 20Q1 毛利率持平, 净利率下降



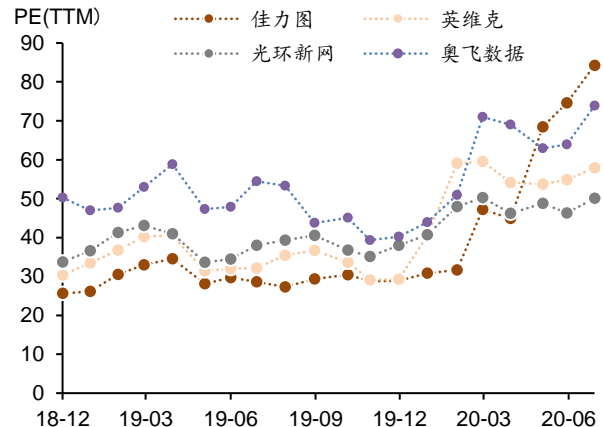
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 佳力图当前 PE (TTM) 估值处于较高分位



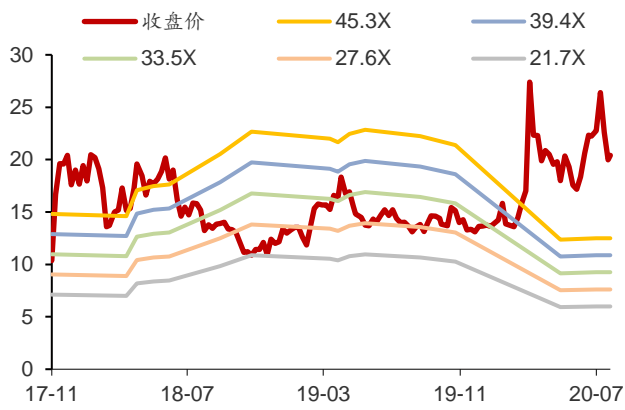
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 佳力图在同类公司中估值偏高



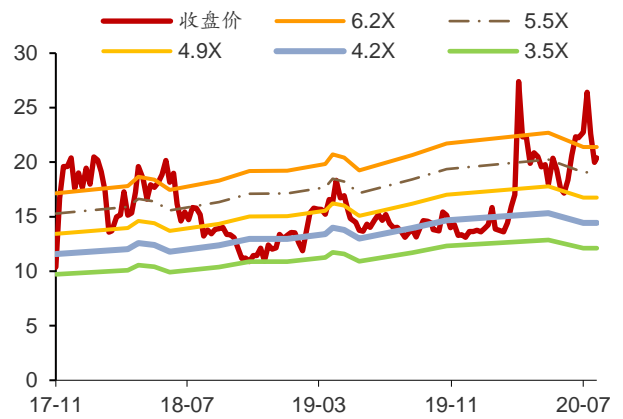
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 历史 PE-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 历史 PB-Band



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 精密空调



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表10: 冷水机组



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

## 转债信息

图表11: 佳力转债发行信息

申购代码	113597.SH (佳力转债)	向原 A 股股东配售比例	1.382
发行公司/转股标的	佳力图 (603912.SH)	向老股东配售股权登记日期	2020年7月29日
发行规模	3亿元	向老股东配售日期+网上发行日期	2020年7月30日
发行日期	2020年7月30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8月3日
联合主承销商	中信建投证券股份有限公司	申购限度	网上1000元-100万元
最大包销	金额0.9亿元, 比例30%	预设比例	仅网上
是否提供担保	南京楷得投资有限公司提供连带保证责任担保	单个投资者在网上/网下申购账户数	1个/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: 佳力转债基本条款

转债名称	佳力转债	正股名称	佳力图
债券代码	113597.SH	正股代码	603912.SH
发行规模	3亿元	正股行业	机械设备-其他专用机械
债项评级	AA-	主体评级	AA-
存续期	6年	稀释率	5.91% (总股本) / 11.35% (流通盘)
票面利率	0.5%, 0.7%, 1%, 1.8%, 2.5%, 3%	到期赎回价	118元 (含最后一年利息)
转股价格	23.40元	平价	90.55元 (2020年7月29日)
转股期	6个月	转股起始日	2021年2月5日
存续时间	2020年7月30日-2026年7月29日		
下修条款	存续期内, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 期满后五个交易日内, 按债券面值的118% (含最后一期利息) 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, 任何连续30日, 股票收盘价低于转股价70%, 回售价格面值+当期应计利息 (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									
	15.89	17.07	18.25	19.42	20.60	21.78	22.96	24.13	25.31	26.49
26%	90.16	92.63	95.49	98.39	101.51	104.92	108.38	111.91	115.78	119.71
28%	91.38	93.90	96.84	99.82	102.88	106.35	109.85	113.41	117.12	121.08
30%	92.60	95.15	98.18	101.23	104.33	107.75	111.30	114.91	118.55	122.42
32%	93.81	96.43	99.49	102.62	105.78	109.11	112.73	116.37	120.06	123.79
34%	95.02	97.72	100.78	103.98	107.22	110.49	114.11	117.81	121.54	125.30
36%	96.21	98.99	102.05	105.33	108.63	111.96	115.45	119.21	122.98	126.80
38%	97.40	100.26	103.29	106.64	110.01	113.41	116.85	120.57	124.40	128.24
40%	98.57	101.51	104.51	107.92	111.36	114.83	118.31	121.88	125.76	129.66
42%	99.72	102.75	105.80	109.17	112.68	116.21	119.76	123.34	127.08	131.03
44%	100.86	103.96	107.09	110.38	113.96	117.55	121.17	124.80	128.47	132.34

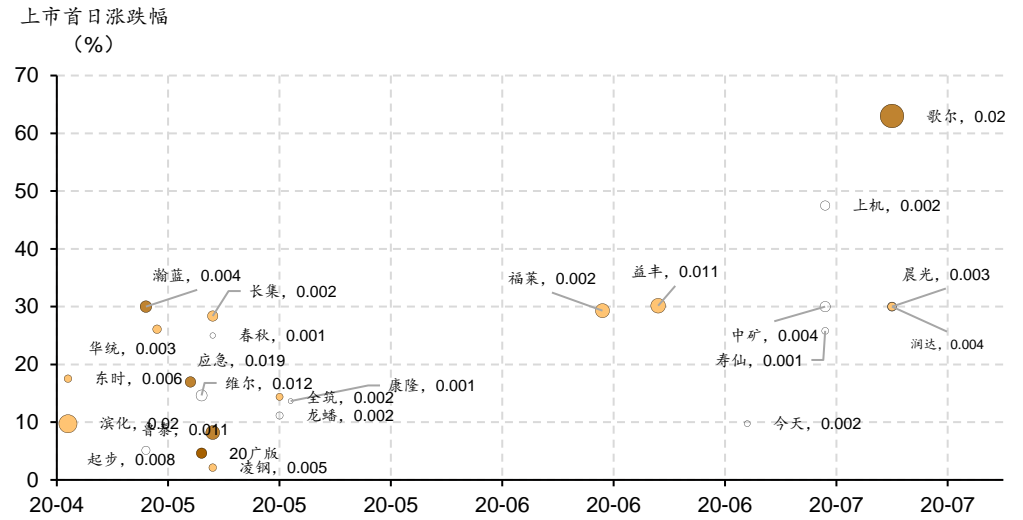
资料来源: 华泰证券研究所

图表14: 申购收益率测算表

网上申购数(万户)	458	496	534	573	611	649	687	725	764	
原股东配售比例 (%)										
					中签率					
38		0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
58		0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
77		0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	
96		0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	

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： 2020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