



佳力转债投资价值分析

报告日期：2020-07-29

分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

佳力转债于7月30日网上申购。初始转股价23.40元/股，发行期限为6年，拟募集资金3亿元。截止7月27日，佳力图总市值为42.37亿元，若本次发行的可转债全部如期转股，占公司总市值的7.08%，对原股东股权的稀释程度一般。

佳力转债条款保持中规中矩。按照2020年07月27日中债6年AA-级企业债到期收益率6.7257%计算，债底价值为84.95元。按照2020年07月27日的佳力图收盘价19.53元/股计算，初始平价为83.46元，平价溢价率为19.82%。

佳力转债上市价格在101元左右。综合考虑公司的基本面情况、信用评级情况，我们估计佳力转债的转股溢价率在19%到23%之间。通过相对价值法得到的结果在89元到113元之间，我们认为其上市价格在101元左右。

公司专注于精密环境控制技术的研发，拥有丰富的优质客户资源。公司产品为精密空调设备及冷水机组产品，主要应用于数据中心机房、通信基站以及其他恒温恒湿等精密环境，产品服务于中国电信、中国联通、中国移动、华为等知名企业。

公司研发实力雄厚，核心技术位于行业前沿。公司以技术为驱动，掌握了23项国内领先的核心技术，参与了多项国家和行业标准的起草制定，并不断加强与高等院校、行业专家等机构、人士的合作，推动尖端理论研究和实践。

公司积极推进“南京楷德悠云数据中心”项目建设，优化产业链布局。该项目将促进公司在大数据产业下游的延伸发展，实现公司服务数据信息行业的发展战略，为公司提供更广阔的市场空间，提高公司抗风险能力。

国家政策提供有力支持，下游行业快速发展成为机房环境控制行业成长动力。政策导向将加快行业优胜劣汰的进程，促进具有产品优势、技术优势的企业进一步发展，有利于提升整个行业的技术水平、质量水平和盈利水平。

从公司财务数据来看，公司营业收入稳定增长，归母净利润受股份支付影响下滑。公司毛利率小幅下降，在可比公司中处于中等水平。公司盈利能力近年来有所下降，在可比公司中处于较高水平。公司营运能力良好，贷款回收能力与存货管理效率均在可比公司中处于中等水平。公司资产负债率在可比公司中位于较高水平，偿债能力有所提升。

风险提示：原材料价格波动；宏观经济波动

目 录

1 发行安排.....	3
2 主要条款及分析.....	3
3 上市价格预测.....	4
4 正股基本面分析.....	4

图表目录

表 1: 佳力转债发行认购时间表	3
表 2: 佳力转债主要条款	3
表 3: 债性、股性指标	4
表 4: 相对价值法下, 预测佳力转债上市价格	4
图 1: 2019 年公司营业收入分业务构成	5
图 2: 2016-2019 年营业收入分业务构成 (亿元)	5
图 3: 公司专利数量与研发支出	5
图 4: 公司专利类型分布	5
图 5: 互联网数据中心市场规模	6
图 6: 商用制冷设备行业营业收入 (亿元)	6
图 7: 2014-2020Q1 公司营业收入情况 (亿元)	7
图 8: 2014-2020Q1 公司归母净利润情况 (亿元)	7
图 9: 2014-2020 Q1 公司毛利率情况	8
图 10: 2017-2020 Q1 可比公司毛利率情况	8
图 11: 2017-2020 Q1 公司每股收益情况	8
图 12: 2017-2020 Q1 公司净资产收益率情况	8
图 13: 2017-2020 Q1 公司应收账款周转率情况	9
图 14: 2017-2020 Q1 公司存货周转率情况	9
图 15: 2017-2020Q1 可比公司资产负债率情况	9
图 16: 2014-2020 Q1 公司偿债能力	9

1 发行安排

表 1：佳力转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	7月28日	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》
T-1	7月29日	刊登《可转债发行提示性公告》；原A股股东优先配售股权登记日；网上路演
T	7月30日	发行首日；原无限售股东优先配售认购日；网上申购日；确定网上中签率
T+1	7月31日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；网上申购摇号抽签
T+2	8月3日	刊登《网上中签结果公告》；网上申购中签缴款
T+3	8月4日	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	8月5日	刊登《发行结果公告》；募集资金划至发行人账户

资料来源：Wind、华安证券研究所

截止 2020 年 07 月 27 日，佳力转债已发布《募集说明书》、《募集说明书摘要》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》。

截止 7 月 27 日，佳力图总市值为 42.37 亿元，若本次发行的可转债全部如期转股，将会占到市值的 7.08%，对原股东股权的稀释程度一般。

2 主要条款及分析

佳力转债条款保持中规中矩。按照 2020 年 07 月 27 日中债 6 年 AA-级企业债到期收益率 6.7257% 计算，债底价值为 84.95 元。按照 2020 年 07 月 27 日的佳力图收盘价 19.53 元/股计算，初始平价为 83.46 元，平价溢价率为 19.82%。

表 2：佳力转债主要条款

项目	内容
转债名称	佳力转债
债券代码	113597.SH
主体及债项评级	AA-/AA-（中证鹏元）
发行规模	3.00 亿
存续期	6 年（2020 年 07 月 30 日至 2026 年 07 月 30 日）
票面利率	0.50%，0.70%，1.00%，1.80%，2.50%，3.00%
转股价格	23.40 元/股
转股期	2021 年 02 月 05 日至 2026 年 07 月 29 日
向下修正条款	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) 有条件赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额少于 3000 万元（含 3000 万元）
回售条款	(1) 有条件回售条款：在最后两个计息年度，若公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价 70%，可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。

项目	内容
	(2) 附加回售条款：若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。
网络申购限额	100 万元/账户

资料来源：发行公告、华安证券研究所

表 3：债性、股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	84.95	平价	83.46
底价溢价率	17.72%	平价溢价率	19.82%

资料来源：Wind、华安证券研究所

3 上市价格预测

根据 2020 年 07 月 27 日的收盘价，佳力转债初始平价为 83.46 元。综合考虑公司的基本面情况、信用评级情况，以及同行业个券和近期整体转债市场的行情，我们估计佳力转债的转股溢价率在 19%到 23%之间。通过相对价值法得到的结果在 89 元到 113 元之间，我们认为其上市价格在 101 元左右。

表 4：相对价值法下，预测佳力转债上市价格

转股溢价率/ 正股价	19.00%	20.00%	21.00%	22.00%	23.00%
17.58	89.39	90.14	90.89	91.64	92.39
18.55	94.35	95.15	95.94	96.73	97.52
19.53	99.32	100.15	100.99	101.82	102.66
20.51	104.29	105.16	106.04	106.91	107.79
21.48	109.25	110.17	111.09	112.01	112.92

资料来源：Wind、华安证券研究所

4 正股基本面分析

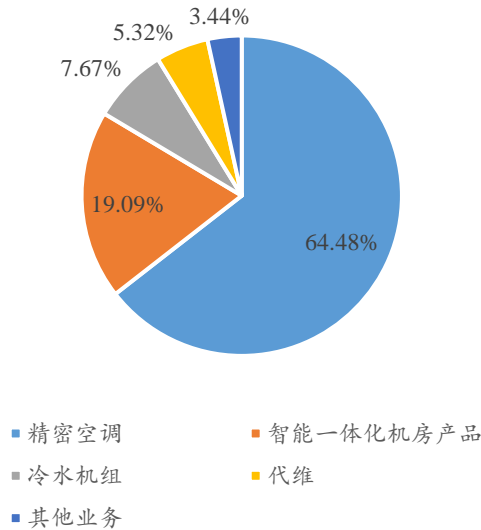
南京佳力图机房环境技术股份有限公司成立于 2003 年 8 月 26 日，于 2017 年 11 月 1 日在上海证券交易所上市。公司是一家为数据机房等精密环境控制领域提供节能、控温设备、一体化解决方案以及相关节能技术服务的高新技术企业，一直专注于数据机房等精密环境控制技术的研发。公司主要产品为精密空调设备及冷水机组产品，同时公司凭借多年的技术积累和在节能控制方面的领先技术，为客户提供技术服务业务，包括旨在解决老旧数据中心高能耗问题的节能改造服务以及数据中心的运行维护服务等。公司产品应用于数据中心机房、通信基站以及其他恒温恒湿等精密环境，客户涵盖政府部门以及通信、金融、互联网、医疗、轨道交通、航空、能源等众多行业。经过十多年的积累和沉淀，形成了一个稳定、高素质的研发团队，能够高效完成研发任务，先后荣获中国工程建设标准化协会颁发的“绿色建筑节能产品证书”，中国数据中心节能技术委员会颁发的“中国高效数据中心优秀产品奖”，及“中国高效数据中心优秀解决方案奖”。

公司法定代表人和实际控制人为何根林。截至 2019 年 12 月 31 日，公司前三大股东分别是南京楷得投资有限公司（持股 38.72%），安乐工程集团有限公司（持股

25.81%)，南京大器五号投资中心（有限合伙）（持股 3.55%）。

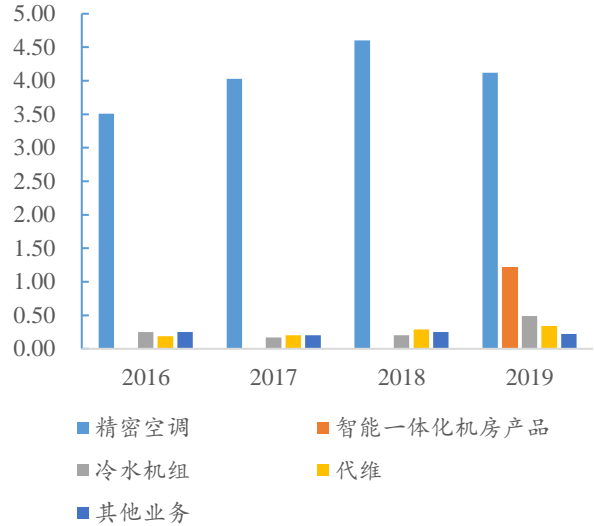
公司本次拟公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过 3.00 亿元。本次募集资金扣除发行费用后，将全部用于南京楷德悠云数据中心项目（一期）。

图 1：2019 年公司营业收入分业务构成



资料来源：Wind、华安证券研究所

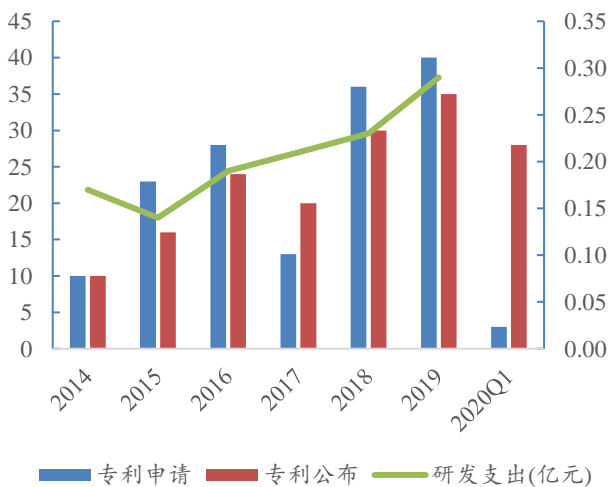
图 2：2016-2019 年营业收入分业务构成（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

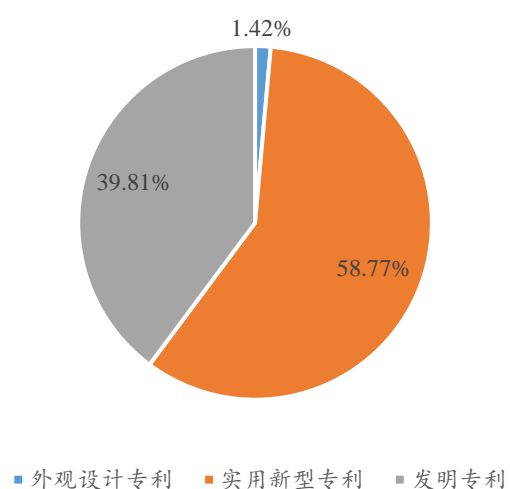
公司专注于精密环境控制技术的研发，拥有丰富的优质客户资源。公司主要产品为精密空调设备及冷水机组产品，同时公司凭借多年的技术积累和在节能控制方面的领先技术，为客户提供技术服务业务，包括旨在解决老旧数据中心高能耗问题的节能改造服务以及数据中心的运行维护服务等。2019 年公司精密空调业务营收 4.12 亿元，占比 64.48%，智能一体化机房业务是公司 2018 年起新开拓的产品业务，2019 年订单规模提升，实现营收 1.22 亿元，占比 19.09%，此外冷水机组、代维业务营收均有所增长。公司产品主要应用于数据中心机房、通信基站以及其他恒温恒湿等精密环境，客户涵盖政府部门以及通信、互联网、医疗等众多行业，产品服务于中国电信、中国联通、中国移动、华为等知名企业。凭借优质的客户资源，公司在业内的品牌形象得以提升，行业竞争力增强，为公司未来持续稳定发展奠定了坚实的基础。

图 3：公司专利数量与研发支出



资料来源：Wind、华安证券研究所

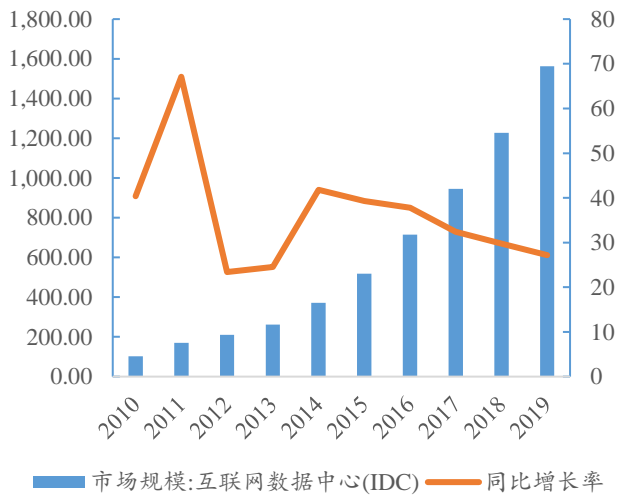
图 4：公司专利类型分布



资料来源：Wind、华安证券研究所

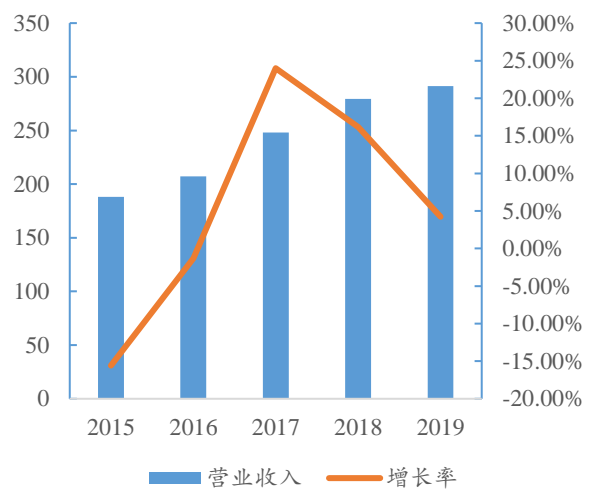
公司研发实力雄厚，核心技术位于行业前沿。公司始终将技术研发放在首位，目前配备 48 人的专业研发技术队伍。公司以技术为驱动，掌握了 23 项国内领先的核心技术，公司及子公司已获得 16 项国家发明专利，79 项实用新型专利，34 项软件著作权，始终处于行业的前沿。公司不断加大研发投入力度，2019 年公司研发支出 0.29 亿元，同比增长 28.02%。公司凭借行业领先地位和技术优势，参与了多项国家和行业标准的起草制定，并不断加强高等院校、行业专家等机构、人士的合作，推动尖端理论研究和实践，依托现有的研发体系，充分发挥节能控制方面的技术优势，加快机房智能节能管理系统的研制，进一步提高公司产品的性能指标，加强在空调换热器效率提升、供配电技术方面的基础性研究实力，全面提升公司在机房环境控制一体化解决方案方面的创新能力，更好更全面地服务于客户。截止 2019 年年底，公司拥有的核心技术由 14 项增加至 23 项，同时有包含高能效机房空调、高能效基站空调、高精度微型定点制冷机组、数据中心冷冻站集中控制系统、机房空调 VRF 系统、CPU 液冷技术等二十余项在研项目。

图 5：互联网数据中心市场规模



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 6：商用制冷设备行业营业收入（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

公司积极推进“南京楷德悠云数据中心”项目建设，优化产业链布局。公司 2019 年第三次股东大会审议通过，拟投资 15 亿建设“南京楷德悠云数据中心项目”，项目产品及服务主要包括为客户提供机柜租用及运维服务等 IDC 基础服务，总体建设 8400 标准机架机柜，是公司目前主营业务的下游产业。该项目将促进公司在大数据产业下游的延伸发展，实现公司服务数据信息行业的发展战略，为公司提供更广阔的市场空间，提高公司抗风险能力。2020 年，南京市人民政府将“南京楷德悠云数据中心项目”认定为新基建及关联产业重大项目。从行业发展来看，近年来 IDC 行业市场规模迅速扩展，截止 2019 年年底，规模达 1562.5 亿元，同比增长 27.2%，为公司项目实施提供了广阔的市场空间。

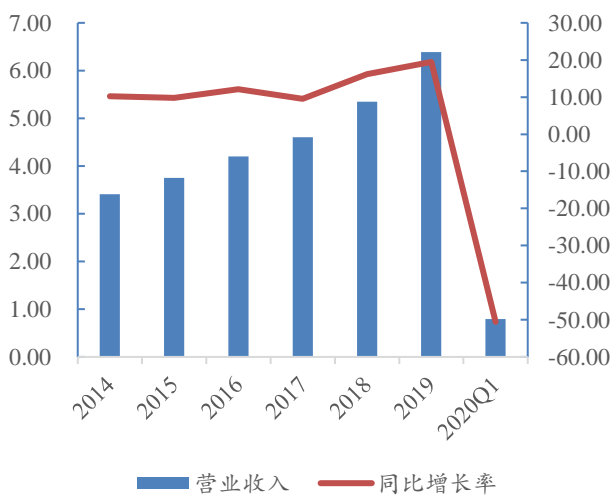
表 5：行业相关政策支持

时间	部门	名称	主要内容
2016 年 12 月	国务院	《“十三五”国家信息化规划》	适度超前布局、集约部署云计算数据中心、内容分发网络、物联网设施，实现应用基础设施与宽带网络优化匹配、有效协同。支持采用可再生能源和节能减排技术建设绿色云计算数据中心。

2017年3月	南京市人民政府	《南京市“十三五”工业和信息化发展规划》	提出“落实‘互联网+’行动计划，促进互联网与制造业融合发展。建设低时延、高可靠、广覆盖的‘网+云+端’（工业宽带、工业云、工业智能终端）的工业信息基础设施。”
2019年1月	工业和信息化部、国家机关事务管理局、国家能源局	《关于加强绿色数据中心建设的指导意见》	鼓励采用液冷、分布式供电、模块化机房以及虚拟化、云化IT资源等高效系统设计方案，鼓励在自有场所建设自然冷源、自有系统余热回收利用或可再生能源发电等清洁能源利用系统，鼓励应用数值模拟技术进行热场仿真分析，验证设计冷量及机房流场特性。
2020年3月	中央委员会	中共中央政治局常务委员会	加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设。
2020年4月	江苏省政府	《〈长江三角洲区域一体化发展规划纲要〉江苏实施方案》	提出加快建设新一代信息基础设施。围绕建设数字经济强省、打造数字长三角，加快推进5G网络建设，基础设施建设进度。

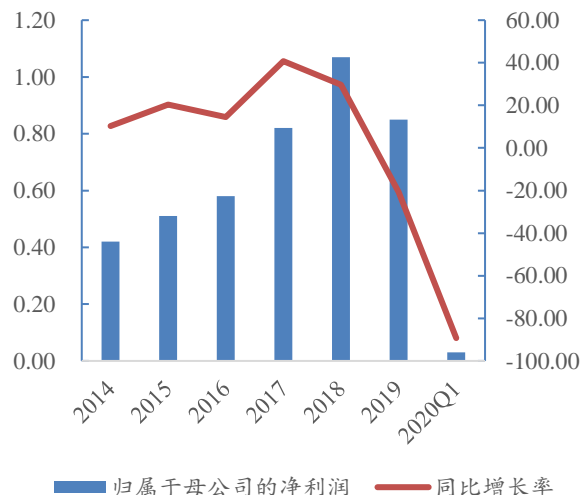
国家政策提供有力支持，下游行业快速发展成为机房环境控制行业成长动力。公司属于专用设备制造业，该行业是国民经济的重要组成部分之一。国家对专用设备制造业的指导思想是进行结构性调整，加大产业基础设施和高端产品研发与生产投入力度，扩大产品系列，提高产品质量，形成明显的规模效益，培育企业的国际化竞争能力。政策导向将加快行业优胜劣汰的进程，促进具有产品优势、技术优势的企业进一步发展壮大，有利于提升整个行业的技术水平、质量水平和盈利水平。公司细分行业属于机房环境控制行业，包括数据中心机房内部的湿度、温度、环境监控和管理等一系列活动。随着通信、互联网等行业的快速发展，为保证数据中心机房的安全运行，机房环境控制显得尤为重要。下游通信行业持续快速发展为机房环境控制行业发展提供了巨大的发展空间。图中可以看出商用制冷行业近年营收与净利润不断增长，2019年行业营业收入291.30亿元，归母净利润20.26亿元，同比增长503.84%，在政策支持与下游行业快速发展的背景下，未来行业盈利水平将进一步提升。

图 7: 2014-2020Q1 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind、华安证券研究所

图 8: 2014-2020Q1 公司归母净利润情况 (亿元)

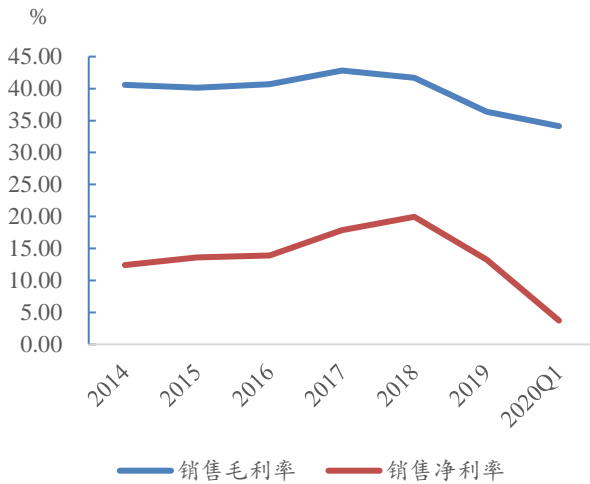


资料来源: Wind、华安证券研究所

公司营业收入稳定增长，归母净利润受股份支付影响下滑。近年来公司营业收入不断增长，2019年营业收入规模为6.39亿元，同比增长19.46%；归母净利润有所下降，2019年与2020年1季度分别为0.85亿元，0.03亿元，同比增速分别为-20.72%，-89.28%，主要原因在于2019年以权益结算的股份支付确认的费用影响净利润，以及

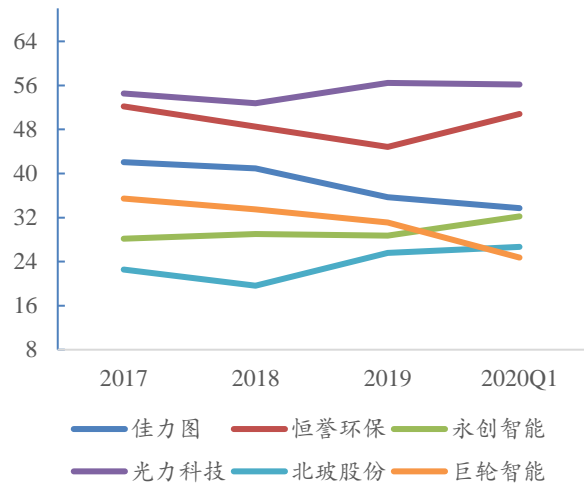
今年以来疫情对公司业绩带来负面影响，扣除股份支付后 2019 年净利润与营业收入增长基本匹配。

图 9: 2014-2020 Q1 公司毛利率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

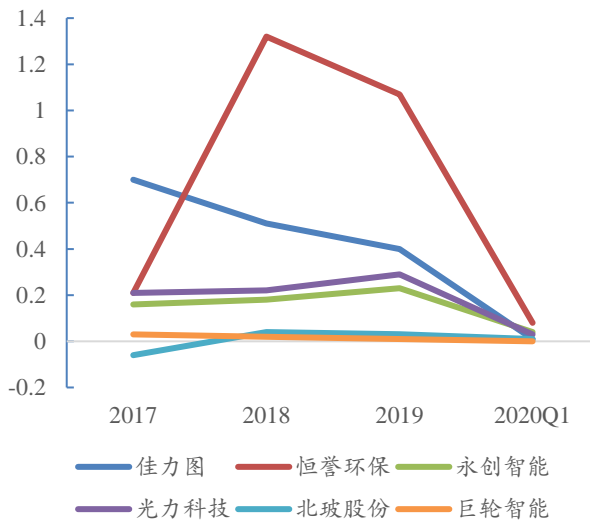
图 10: 2017-2020 Q1 可比公司毛利率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

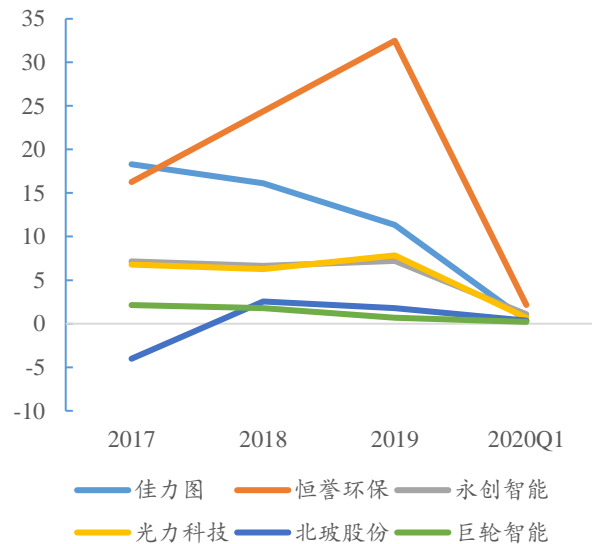
公司毛利率小幅下降，在可比公司中处于中等水平。2017-2019 年公司毛利率小幅下降，分别为 42.82%，41.67%，36.39%。对比市值相近的工业机械行业公司来看，佳力图位于可比公司平均水平。分产品来看，2019 年年报数据显示，精密空调毛利率为 38.64%，冷水机组毛利率为 18.74%，代维服务毛利率为 66.52%，机房环境一体化产品毛利率为 25.17%，其中代维服务因市场激烈竞争，毛利率减少 4.71 个百分点。

图 11: 2017-2020 Q1 公司每股收益情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

图 12: 2017-2020 Q1 公司净资产收益率情况

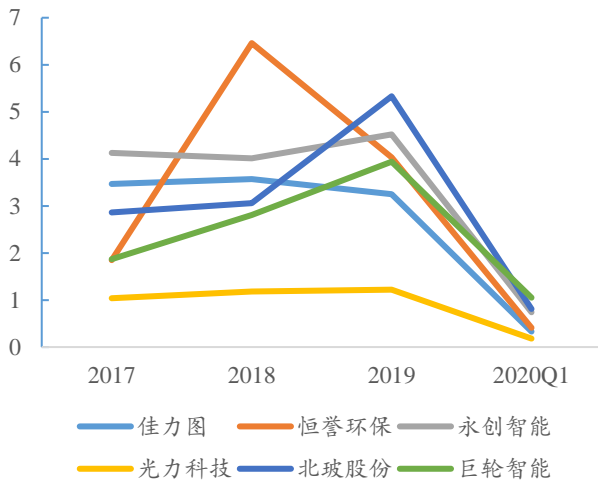


资料来源: Wind、华安证券研究所

公司盈利能力近年来有所下降，在可比公司中处于较高水平。截止 2019 年底，公司每股收益为 0.4，同比下降 21.57%，净资产收益率 11.35%，同比下降 29.55%，部分原因与股份支付有关。公司总体盈利水平在行业中位于较高水平。随着云计算、物联网等产业的崛起，数据中心作为信息数据的重要载体，发展速度日益加快，机房环境控制行业迎来了巨大的市场机遇，未来公司的盈利空间将进一步扩大。此外，公司“南京楷德悠云数据中心项目（一期）”将通过提供机柜租用和运维服务等 IDC 基础

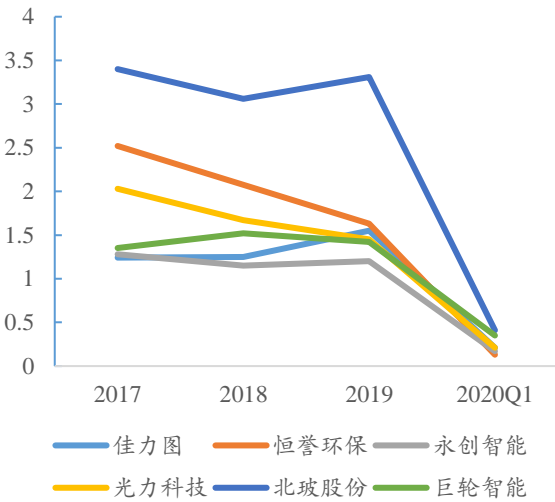
服务实现收益，有助于进一步提升公司的盈利水平。

图 13: 2017-2020 Q1 公司应收账款周转率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

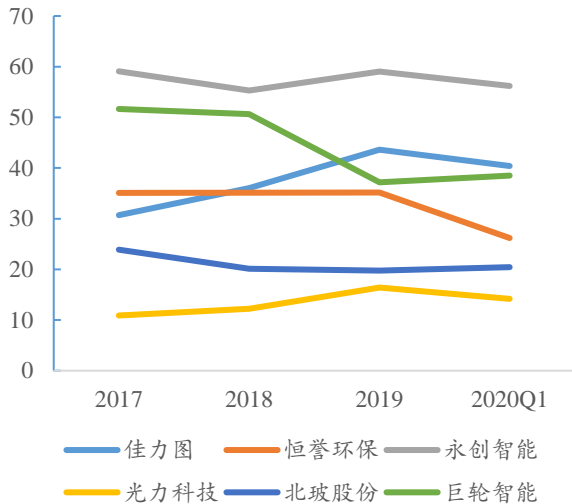
图 14: 2017-2020 Q1 公司存货周转率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

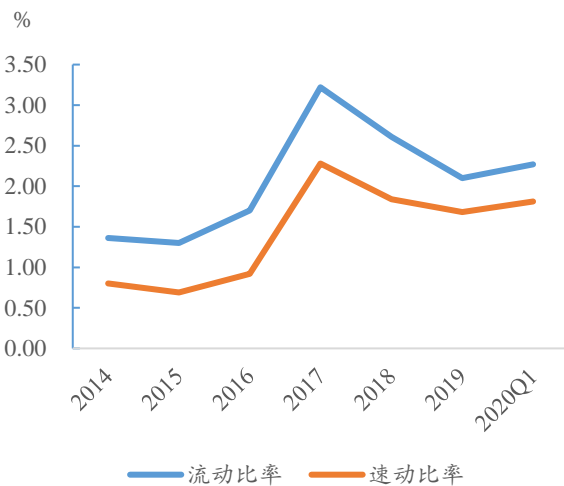
公司营运能力良好，贷款回收能力与存货管理效率均在可比公司中处于中等水平。2017-2019 年，公司的应收账款周转率分别为 3.47，3.57，3.25，总体应收账款周转率在可比公司中位于平均水平，贷款回收能力良好。2017-2019 年，公司的存货周转率分别为 1.24，1.25，1.55，存货管理效率有所提升。2020 年 1 季度，受疫情影响，行业总体偿债能力下降明显。未来公司将致力于加强新产品和新领域客户开发，改善业务结构，提高抗风险能力。

图 15: 2017-2020Q1 可比公司资产负债率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

图 16: 2014-2020 Q1 公司偿债能力



资料来源: Wind、华安证券研究所

公司资产负债率在可比公司中位于较高水平，偿债能力有所提升。2017-2020 年 1 季度，公司的资产负债率分别为 30.69%，36.01%，43.61%，40.39%，在可比公司中处于较高水平，这与公司近年来加大研发投入、开展项目建设有关。流动比率和速动比率 2020 年 1 季度小幅上升，分别为 2.27%，1.81%，说明公司的短期偿债能力有所提升。



重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。