

佳力转债：机房环控细分龙头，IDC 前瞻布局未来可期—转债投资价值分析

2020年07月30日

事件

- **佳力转债 (113597.SH) 于 7 月 30 日开始网上申购：**总发行规模为 3.00 亿元，所募集资金将全部用于南京楷德悠云数据中心项目（一期）项目。
- **佳力转债条款中规中矩；上市价格预计在 101-113 元之间：**转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-/AA-，初始转股价为 23.40 元/股。下修条款为“15/30、85”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，到期赎回价为面值 118%，条款中规中矩。以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.7273%（07/29）计算，纯债价值为 84.94 元，债底保护性较弱。按照 7 月 29 日佳力图的收盘价为 21.19 元，转换平价为 90.56 元。参考相似转债，我们预计佳力转债的转股溢价率为 15%-20% 左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 101-113 元之间，建议投资者适当参与。

观点

- **机房环控细分龙头，客户资源优质丰富。**机房环控细分龙头，客户资源优质丰富。公司专注于数据机房等精密环境控制技术的研发，产品业务齐全。主要围绕精密空调该核心业务，拓展至精密空调设备、冷水机组、机房环境一体化产品，已成为国内该细分行业龙头企业。客户资源丰富，包括中国电信、中国联通、中国移动、华为等知名企业，主营业务不依赖于单个客户或供应商，为其稳定发展奠定基础。佳力图的机房空调产品成功应用于在国家多个重点工程。包括长江三峡工程、大亚湾核电站、酒泉卫星发射中心等国家级重点项目和实验基地。
- **前瞻布局 IDC，乘行业东风扶摇而上。**公司于 2019 年 11 月拟建设“南京楷德悠云数据中心项目”，预期分三期实施。项目预计总计建设 8400 架机柜，计划投资 15 亿人民币。佳力图在数据中心行业具有先天优势，与原有主营业务具有协同效应，公司在机房环控等方面丰富的技术经验，有助于数据中心项目降低能耗成本。IDC 产业蓬勃发展，产业与政策共振。根据中国产业信息网预测，2020 年、2021 年 IDC 业务市场规模增速将分别为 25.3%、26.9%。IDC 产业链将会是新基建的主要构成之一，IDC 产业高速增长将带动精密机房空调市场规模扩大。根据 ICTresearch 预测，未来五年机房空调市场空间越发增长，将从 2019 年 1.6% 的同比增速持续增长到 2023 年的 3.7%。
- **营业收入持续增长，疫情冲击影响较大。**收入方面，2019 年实现营业总收入 6.39 亿元，同比增长 19.46%；利润方面，2019 年实现归母净利润 0.85 亿元，同比降低 20.72%。扣除非经常性损益后归属于母公司净利润 0.71 亿元，同比下降 27.55%。收益质量方面，公司 2019 年净利率为 13.24%，同比下降 6.71%。受疫情影响，20 年一季度公司收入大幅下滑。随着疫情持续好转，公司业务正在逐步恢复。
- **销售费用稳步增长，现金流表现良好。**三费方面，19 年年公司销售费用为 0.71 亿元，管理费用为 0.41 亿元，财务费用为 0.03 亿元。销售费用基本与营业收入相匹配，公司对于销售系统结构进行优化调整；管理费用的增长主要系股权激励摊销；财务费用变动主要系公司新增短期借款产生的利息费用。经营性现金流常年为正。19 年公司经营性现金流净额为 2.33 亿元，同比增长 167.82%，主要原因是营业收入稳定增长，同时加强供应商账期管理，采购付款同比减少。20 年一季度受疫情冲击影响较大。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，项目投产产能消化风险。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收点评 20200729：摊余成本法定开债基点评：平滑产品净值与收益，预计下半年发行量提升》2020-07-29
- 2、《固收点评 20200727：生产销售恢复增速持续加快，企业盈利维持向好态势》2020-07-27
- 3、《固收深度报告 20200725：城投系列六之南通城投平台梳理与比较》2020-07-27
- 4、《固收点评 20200726：兴森转债：PCB 半导体双龙腾飞，IC 载板锋芒初现—转债投资价值分析》2020-07-27
- 5、《固收周报 20200726：本周股市震荡回调，转债市场仍较活跃》2020-07-26

内容目录

1. 转债信息	3
2. 基本面分析	4
3. 风险提示	8

图表目录

图 1: 佳力图 2019 年各板块业务占比	5
图 2: 中国 IDC 行业市场规模仍在蓬勃发展	6
图 3: 2019-2023 年中国机房空调市场空间及预测	6
图 4: 佳力图 2014-2020Q1 营业收入及增速	7
图 5: 佳力图 2014-2020Q1 归母净利润及增速	7
图 6: 佳力图 2014-2020Q1 三大费用及费用率	7
图 7: 佳力图 2014-2020Q1 现金流量 (亿元)	8

表 1: 佳力转债发行认购时间表	3
表 2: 佳力转债基本条款	3
表 3: 债性和股性指标	4
表 4: 相对价值法预测佳力转债上市价格 (单位: 元)	4

1. 转债信息

表 1: 佳力转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2020 年 7 月 28 日	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2020 年 7 月 29 日	网上路演; 原股东优先配售股权登记日
T	2020 年 7 月 30 日	刊登《可转债发行提示性公告》; 原无限售股东优先配售日; 原有限售股东优先配售认购日; 网上申购日; 确定网上申购摇号中签率
T+1	2020 年 7 月 31 日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2020 年 8 月 3 日	刊登《网上中签结果公告》; 网上中签缴款日
T+3	2020 年 8 月 4 日	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	2020 年 8 月 5 日	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: 佳力转债基本条款

转债名称	佳力转债	正股名称	佳力图
转债代码	113597.SH	正股代码	603912.SH
发行规模	3.00 亿元	正股行业	制造业—专用设备制造业
存续期	6 年 (2020/07/30-2026/07/29)	主体评级/债项评级	AA-/AA-
转股价	23.40 元/股	转股期	6 个月 (2021/02/05-2026/07/29)
票面利率	0.50%、0.70%、1.00%、1.80%、2.50%、3.00%		
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, 以票面面值的 118% (含最后一期利息) 的价格赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 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 个交易日收盘价低于当期转股价 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: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	84.94 元	转换平价 (以 07/29 收盘价)	90.56 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	17.73%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	10.42%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

转债存续期为 6 年, 联合评级为 AA-/AA-, 初始转股价为 23.40 元/股。下修条款为“20/30、85”, 有条件赎回为“15/30、130”, 有条件回售为“30、70”, 条款中规中矩。以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.7273% (07/29) 计算, 纯债价值为 84.94 元, 债底保护性较弱。按照 7 月 29 日佳力图的收盘价为 21.19 元, 转换平价为 90.56 元, 平价溢价率为 10.42%。

表 4: 相对价值法预测佳力转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		15%	16.25%	17.50%	18.75%	20.00%
-10%	19.22	94.46	95.48	96.51	97.54	98.56
-5%	20.18	99.18	100.26	101.34	102.41	103.49
07/29 收盘价	21.19	104.14	105.27	106.40	107.53	108.67
5%	22.25	109.35	110.53	111.72	112.91	114.10
10%	23.36	114.81	116.06	117.31	118.56	119.81

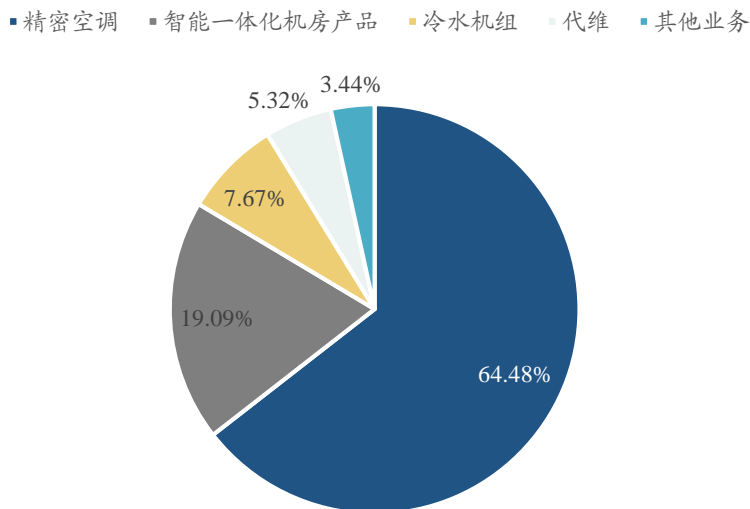
数据来源: wind, 东吴证券研究所

根据 2020 年 7 月 29 日佳力图收盘价 21.19 元计算, 初始转换平价为 90.56 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况, 我们估计佳力转债的转股溢价率在 15% 到 20% 之间。根据相对价值法估计佳力转债上市价格约 101 元到 113 元之间。

2. 基本面分析

机房环控细分龙头, 客户资源优质丰富。公司专注于数据机房等精密环境控制技术的研发, 产品业务齐全。主要围绕精密空调这一核心业务, 拓展至精密空调设备、冷水机组、机房环境一体化产品, 已成为国内该细分行业龙头企业。客户资源丰富, 包括中国电信、中国联通、中国移动、华为等知名企业, 主营业务不依赖于单个客户或供应商, 为其稳定发展奠定基础。

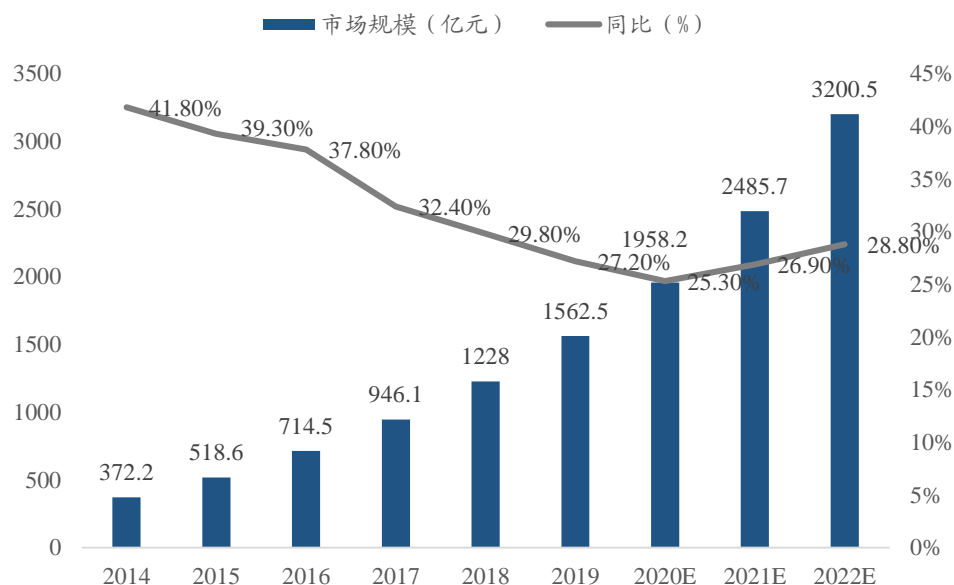
图 1: 佳力图 2019 年各板块业务占比



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

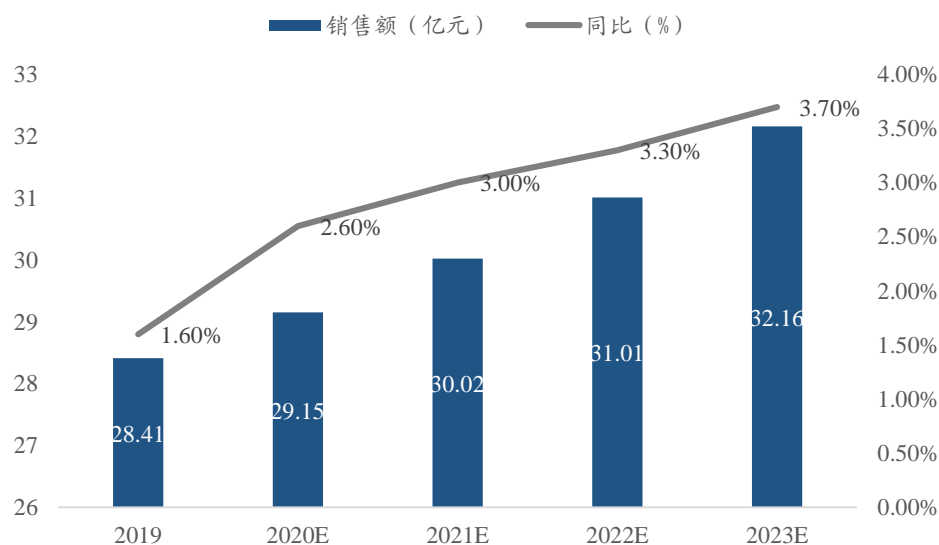
前瞻布局 IDC，乘行业东风扶摇而上。公司于 2019 年 11 月拟建设“南京楷德悠云数据中心项目”，预期分三期实施。项目预计总计建设 8400 架机柜，计划投资 15 亿人民币。本次可转债发行所募集资金即是用于该项目的建设。佳力图在数据中心行业具有先天优势，数据中心与原有主营业务具有协同效应，公司在机房环控等方面丰富的技术与经验，有助于数据中心项目降低能耗成本。IDC 产业蓬勃发展，产业与政策共振，根据中国产业信息网预测，2020 年、2021 年 IDC 业务市场规模增速将分别为 25.3%、26.9%。IDC 产业高速增长将带动精密机房空调市场规模扩大。根据 ICTresearch 预测，未来五年机房空调市场空间越发增长，将从 2019 年 1.6% 的同比增速持续增长到 2023 年的 3.7%。

图 2：中国 IDC 行业市场规模仍在蓬勃发展



数据来源：中国产业信息网、东吴证券研究所

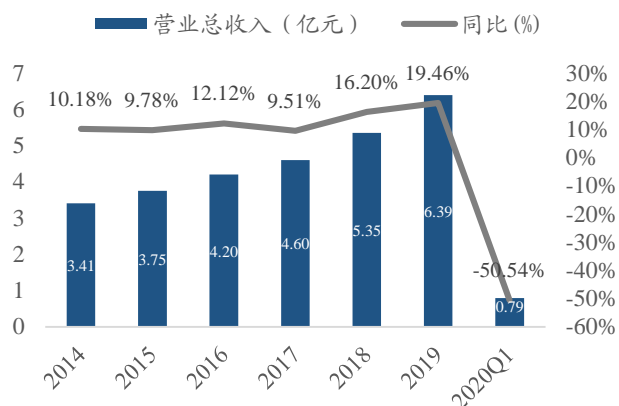
图 3：2019-2023 年中国机房空调市场空间及预测



数据来源：ICTresearch，东吴证券研究所

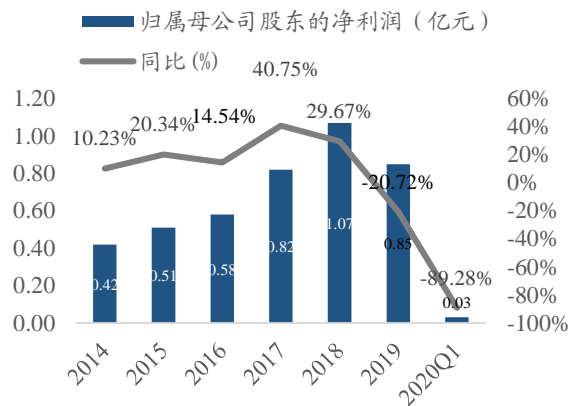
营业收入持续增长，疫情冲击影响较大。收入方面，2019 年实现营业总收入 6.39 亿元，同比增长 19.46%；利润方面，2019 年实现归母净利润 0.85 亿元，同比降低 20.72%。扣除非经常性损益后归属于母公司净利润 0.71 亿元，同比下降 27.55%。收益质量方面，公司 2019 年净利率为 13.24%，同比下降 6.71%。受疫情影响，20 年一季度公司收入大幅下滑。随着疫情持续好转，公司业务正在逐步恢复。

图 4: 佳力图 2014-2020Q1 营业收入及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

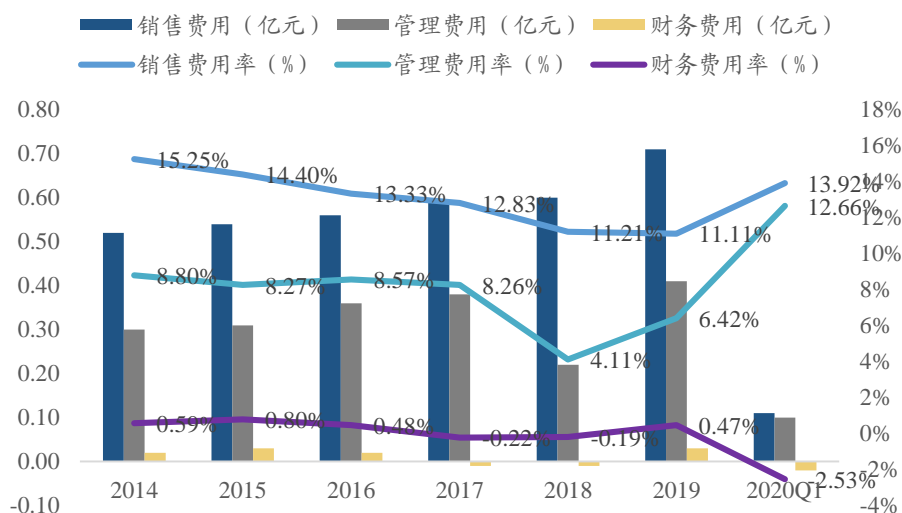
图 5: 佳力图 2014-2020Q1 归母净利润及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

销售费用稳步增长, 财务费用常年维持低水平。19 年年公司销售费用为 0.71 亿元, 管理费用为 0.41 亿元, 财务费用为 0.03 亿元。销售费用基本与营业收入相匹配, 公司对于销售系统结构进行了优化调整; 管理费用的增长主要为股权激励摊销所致; 财务费用变动原因主要为公司新增短期借款产生的利息费用所致。

图 6: 佳力图 2014-2020Q1 三大费用及费用率

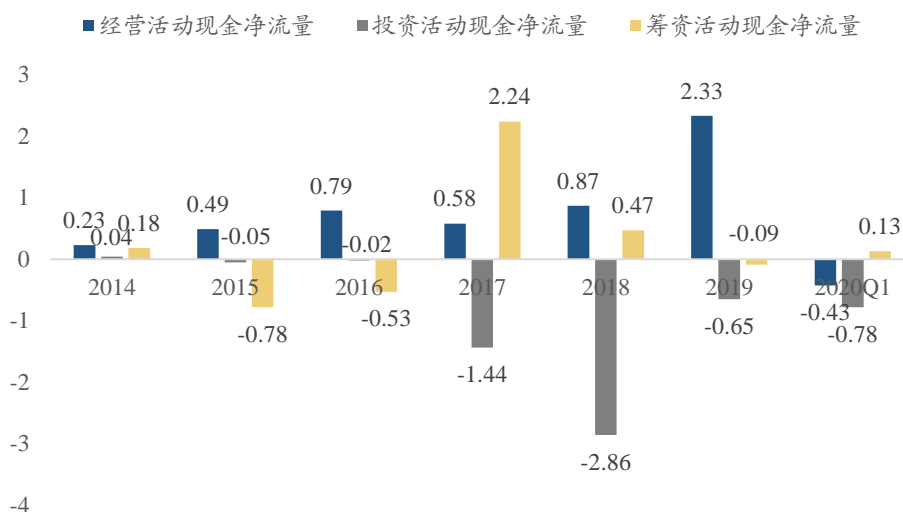


数据来源: wind, 东吴证券研究所

经营性现金流常年为正。2019 年公司经营性现金流净额为 2.33 亿元, 同比增长 167.82%, 主要原因是营业收入稳定增长, 同时加强供应商账期管理, 采购付款同比减

少。投资活动产生的的现金流净额为-0.65 亿元，同比下降 77.27%，主要原因是为了保证资金使用安全，减少理财增加定期存款；筹资活动产生的现金流量净额为-0.09 亿元，同比下降 119.15%，主要是支付股利所致。20 年一季度受疫情冲击影响较大。

图 7：佳力图 2014-2020Q1 现金流量（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

宏观经济波动风险、项目投产产能消化风险。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

