

拓斯达：完善布局的工业自动化巨头

证券研究报告

2021年03月10日

申购建议：积极参与

申购分析：

1. 拓斯转债发行规模 6.7 亿元，债项与主体评级为 AA/AA 级；转股价 42.25 元，截至 2021 年 3 月 8 日转股价值 94.3 元；各年票息的算术平均值为 1.50 元，到期补偿利率 10%，按 2021 年 3 月 5 日 6 年期 AA 级中债企业到期收益率 4.60% 的贴现率计算，债底为 89.06 元，纯债价值一般。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对总股本的摊薄压力为 5.96%，对流通股本的摊薄压力为 9.51%，对现有股本摊薄压力较大。
2. 截至 2021 年 3 月 8 日，公司前三大股东吴丰礼、杨双保、黄代波分别持有占总股本 33.48%、5.30%、4.62% 的股份，控股股东承诺优先配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售规模预计在 80% 左右。剩余网上申购新债规模为 1.34 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 700-900 万户，预计中签率在 0.0015%-0.0019% 左右。
3. 公司所处行业为其它通用机械(申万三级)，从估值角度来看，截至 2021 年 3 月 8 日收盘，公司 PE(TTM) 为 18.90 倍，在收入相近的 10 家同业企业中偏低，市值 106.04 亿元，略低于同业平均水平。截至 2021 年 3 月 8 日，公司今年以来正股上涨 14.65%，同期行业指数上涨 1.37%，万得全 A 下跌 3.06%，近 100 周年化波动率为 41.97%，股票弹性较高。公司目前股权质押比例为 2.73%。风险点：1. 宏观经济波动和下游行业周期变化风险；2. 市场竞争加剧、原材料价格波动等经营风险；3. 产品替代及技术失密的风险。
4. **拓斯转债规模一般，债底保护一般，平价低于面值，市场或给予 15% 的溢价，预计上市价格为 108 元左右，建议积极参与新债申购。**

风险提示： 违约风险、可转债价格波动甚至低于面值的风险、发行可转债到期不能转股的风险、摊薄每股收益和净资产收益率的风险、本次可转债转股的相关风险、信用评级变化的风险、正股波动风险、上市收益溢价低于预期

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

乔敏 联系人
qiaomin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：同业存单放量，机构维持低杠杆-2021 年 2 月中债登和上清所托管数据点评》 2021-03-09
- 2 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报 (2021-03-07)》 2021-03-07
- 3 《固定收益：碳达峰与碳中和对信用债影响几何-信用周报 (2021-03-07)》 2021-03-07

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信信号

内容目录

拓斯转债要素表.....	3
拓斯转债价值分析	3
拓斯达基本面分析	4

图表目录

图 1：公司主营业务分类.....	4
图 2：营业收入按产品类型划分（亿）	4
图 3：公司归母净利润及增长（亿）	4
图 4：公司销售/管理/财务费用率	5
图 5：公司经营活动及投资活动现金流净额（亿）	5
图 6：2020Q3 拓斯达股权结构	5
图 7：城镇非私营单位就业人员平均工资持续上涨.....	5
图 8：中国工业机器人密度远低于可比国家（台/万人）	5
图 9：中国工业机器人销售额预测（亿美元）	6
图 10：工业自动化领域公司主要业务布局	6
图 11：注塑机行业规模（亿）	7
表 1：转债发行要素表	3
表 2：募集资金使用计划（单位：万元）	7

拓斯转债要素表

表 1：转债发行要素表

代码	123101.SZ	证券简称	拓斯转债
公司代码	300607.SZ		
公司名称	拓斯达		
外部评级: 债项/主体	AA/AA		
发行额	6.7 亿元		
期限 (年)	6 年		
利率	0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.50%、3.00%		
预计发行/起息日期	2021-03-10		
转股起始日期	2021-09-16		
转股价	42.25 元		
赎回条款	转股期, 15/30, 130%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
回售条款	最后两个计息年度, 30, 70%		
补偿条款	到期赎回价格: 110 元		
原始股东股权登记日	2021-03-09		
网上申购及配售日期	2021-03-10		
申购代码/配售代码	370607 / 380607		
主承销商	中天国富		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

拓斯转债价值分析

转债基本情况分析

拓斯转债发行规模 6.7 亿元，债项与主体评级为 AA/AA 级；转股价 42.25 元，截至 2021 年 3 月 8 日转股价值 94.3 元；各年票息的算术平均值为 1.50 元，到期补偿利率 10%，按 2021 年 3 月 5 日 6 年期 AA 级中债企业到期收益率 4.60% 的贴现率计算，债底为 89.06 元，纯债价值一般。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对总股本的摊薄压力为 5.96%，对流通股本的摊薄压力为 9.51%，对现有股本摊薄压力较大。

中签率分析

截至 2021 年 3 月 9 日，公司前三大股东吴丰礼、杨双保、黄代波分别持有占总股本 33.48%、5.30%、4.62% 的股份，控股股东承诺优先配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售规模预计在 80% 左右。剩余网上申购新债规模为 1.34 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 700-900 万户，预计中签率在 0.0015%-0.0019% 左右。

申购价值分析

公司所处行业为其它通用机械(申万三级)，从估值角度来看，截至 2021 年 3 月 8 日收盘，公司 PE(TTM)为 18.90 倍，在收入相近的 10 家同业企业中偏低，市值 106.04 亿元，略低于同业平均水平。截至 2021 年 3 月 8 日，公司今年以来正股上涨 14.65%，同期行业指数上涨 1.37%，万得全 A 下跌 3.06%，近 100 周年化波动率为 41.97%，股票弹性较高。公司目前股权质押比例为 2.73%。风险点：1. 宏观经济波动和下游行业周期变化风险；2. 市场竞争加剧、原材料价格波动等经营风险；3. 产品替代及技术失密的风险。

拓斯转债规模一般，债底保护一般，平价低于面值，市场或给予 15% 的溢价，预计上市价格为 108 元左右，建议积极参与新债申购。

拓斯达基本面分析

拓斯达是一家专业为下游制造业客户提供工业自动化整体解决方案及相关设备的高新技术企业。目前，公司的主要产品及服务包括工业机器人应用及成套装备、智能能源及环境管理系统、注塑机配套设备及自动供料系统等三大系列，广泛应用于 3C（计算机、通讯和消费电子）、家用电器、汽车零部件、医疗器械等众多领域。公司主要采取个性化定制的方式为客户设计高性价比的自动化整体解决方案，目前已与美的、海尔、比亚迪、长城汽车、格兰仕、格力、捷普绿点、TCL 等知名企业建立了良好的合作关系。

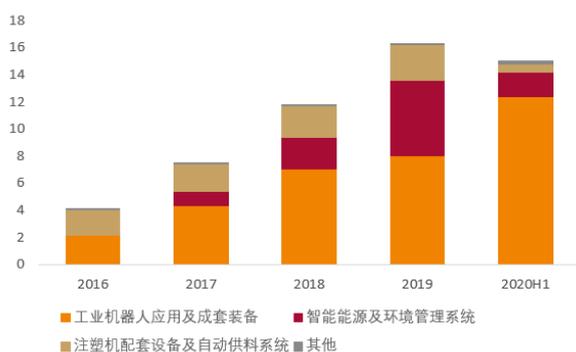
图 1：公司主营业务分类



资料来源：公司公告、天风证券研究所

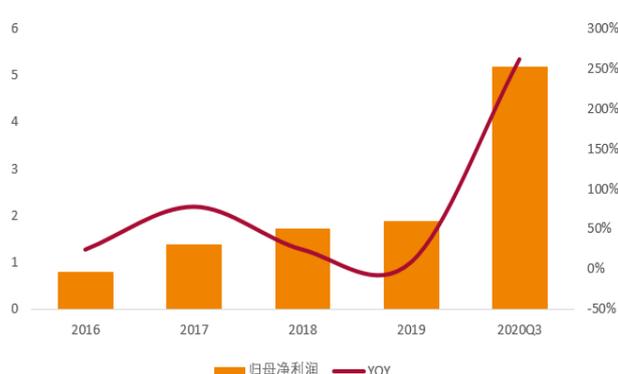
工业机器人稳基本盘，能源环境管理助增长。从公司 2019 年业绩来看，工业机器人/能源环境管理/注塑机领域分别实现营收 8.00/5.60/2.61 亿元，同比分别 +13.43%/+137.90%/+13.80%，能源环境管理业务增长较为迅速，为公司业绩贡献增长点，工业机械业务稳步上升护住业绩的基本盘。根据公司 2020 年业绩预告，2020 年共实现归母净利润 5-5.5 亿元，同比增长 167.99%-194.79%，疫情期间公司积极开拓口罩机业务，在其他业务低迷时业绩仍取得较好的表现。目前公司主营业务已经得到较好的恢复，预计 2021 年将继续步入上升轨道。

图 2：营业收入按产品类型划分（亿）



资料来源：WIND，天风证券研究所

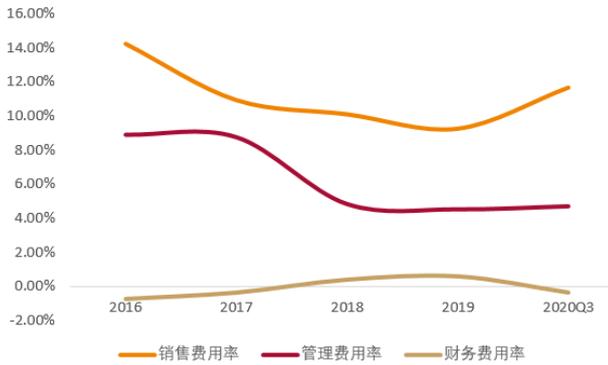
图 3：公司归母净利润及增长（亿）



资料来源：WIND，天风证券研究所

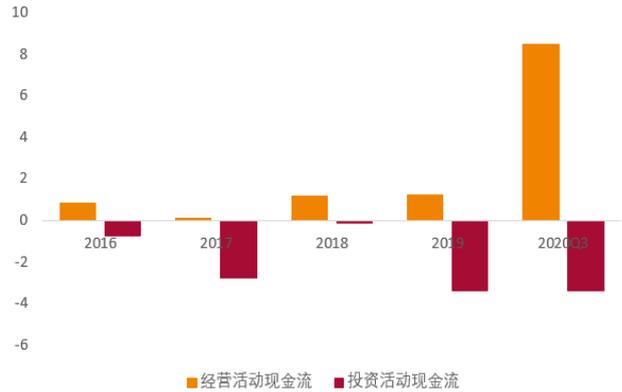
从费用率来看，2020Q3 公司销售/管理/财务费用占公司总营收比例分别为 11.66%/4.72%/-0.36%，同比分别 +2.43%/+0.17%/-0.93%，管理费用率较为稳定，财务费用持续降低，销售费用率的增加较为明显，主要系疫情期间公司人工及服务费用增加所致。研发方面，2020H1 公司研发费用 7908.38 万元，同比增长 144.76%，累计申请各类知识产权达 59 项。在现金流方面，公司经营现金流较为稳定，2020 年由于口罩机业务的拓展，截至 2020Q3 公司经营现金流净额为 8.45 亿元，较为充沛，投资活动现金流净额持续为负，源于公司持续对理财产品的购买。

图 4：公司销售/管理/财务费用率



资料来源：WIND，天风证券研究所

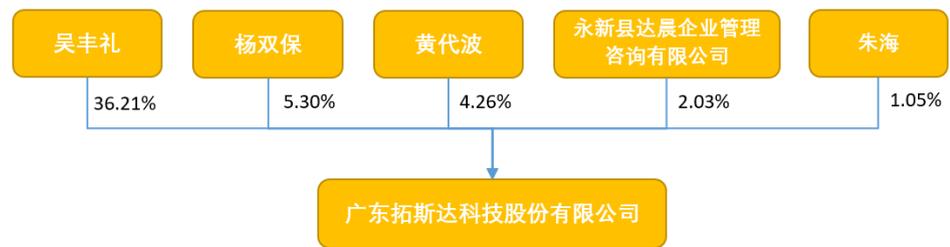
图 5：公司经营活动及投资活动现金流净额（亿）



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司股权结构较为集中，吴丰礼先生为公司的实际控制人，直接持股比例为 36.21%，在公司担任董事长、总经理的职务，杨双保和黄代波分别为公司第二大和第三大股东，持股比例分别为 5.30%和 4.26%。

图 6：2020Q3 拓斯达股权结构



资料来源：WIND、天风证券研究所

技术+客户壁垒，行业增量空间明显

技术密集型行业，客户黏性较大。工业机器人属于技术密集型行业，产品涉及精密机械、控制技术、电机技术、传感技术等一系列领域。由于涉及学科领域较广，对研发团队的综合要求较高，交叉学科知识的结合与应用通常依赖于业内公司不断的改进和积累。在客户方面，由于行业产品具有定制化差异化的特点，考虑到售后等维修问题，客户在选择供应商后便不会轻易更换，客户的依赖性较强。

行业发展期，内外资企业共存。国内工业机器人市场最初主要被外资企业占据，后来随着市场不断地扩容，国内部分具有研发实力的工业机器人企业抓住机遇，内资市占率有较大的提升，形成了国内产商和国外厂商共存的格局，目前国内市场中的工业机器人企业主要有拓斯达、机器人、克来机电、智云股份和日本的星塔精机。

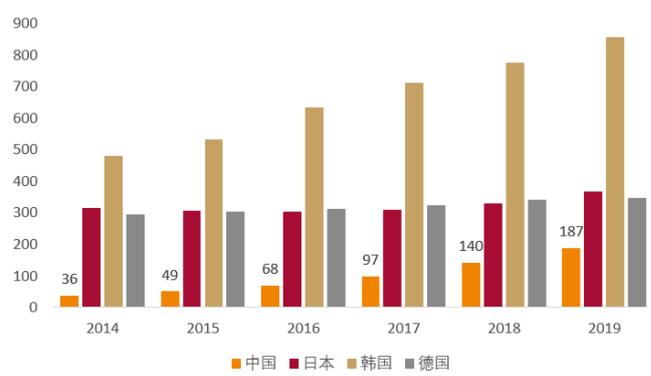
“机器换人”长趋势不改变，行业增量空间明显。从我国的劳动力结构来看，2010 年-2019 年，中国劳动力人口（15-64 岁）比重从 74.53%降到 70.65%，劳动力供给呈持续下降趋势。此外，2010 年-2019 年城镇非私营单位就业人员平均工资由 37147 元上涨到 90510 元，年均复合增长率为 10.40%，带来劳动力成本的持续上升，从经济效益考虑，“机器换人”是长期的趋势。从不同国家来看，2019 年中国/日本/韩国/德国的工业机器人密度分别为 187/364/855/346（台/万人），相比发达国家我国的工业机器人密度尚有较大的差距，尚有一倍的增长空间。根据中国电子学会预测，2020/2021 年中国工业机器人销售额分别为 63.2/72.6 亿美元，年均复合增长率约为 12.56%。

图 7：城镇非私营单位就业人员平均工资持续上涨

图 8：中国工业机器人密度远低于可比国家（台/万人）

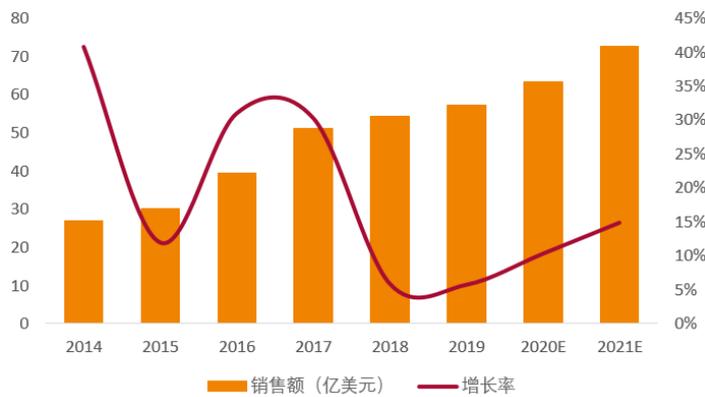


资料来源：国家统计局、天风证券研究所



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 9：中国工业机器人销售额预测 (亿美元)



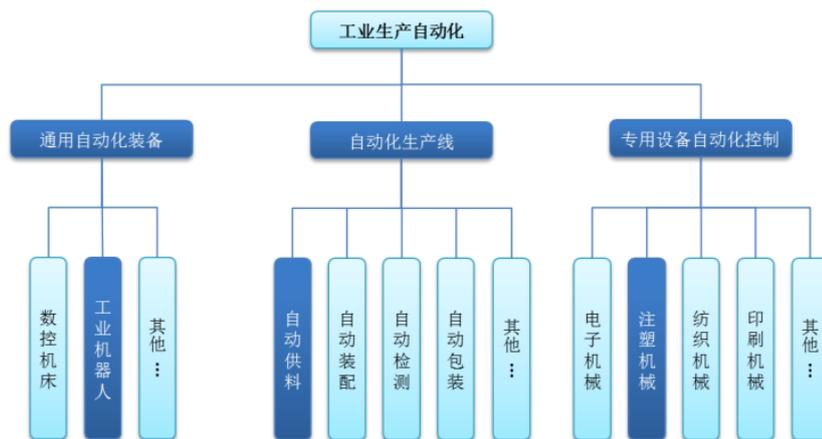
资料来源：中国电子学会、天风证券研究所

引入注塑机扩增长，切入数控机床领域完善布局

引入注塑机业务，构建公司增长极。2020 年公司引入注塑机业务，能与已有的注塑机辅助器、机械手、供料系统等业务实现较好的协同效应，为下游客户提供整套的解决方案，提高方案的价值量。目前我国注塑机配套设备领域中，大多数企业仍然处于单纯提供注塑机配套设备的阶段，有能力为客户提供整体解决方案的供应商数量有限。在 2020 年疫情的影响下，公司注塑机销量增长显著，根据中国塑料机械工业协会预测，到 2024 年我国注塑机市场规模约 260.82 亿元，2019 年公司的注塑机及相应配套业务的营收占比为 15.71%，考虑到整套系统的竞争优势，注塑机及相应配套业务有望成为公司新的增长极。

切入数控机床领域，完善自动化布局。通用自动化装备领域主要分为数控机床和工业机器人两部分，随着工业互联网在全球范围内的快速拓展，以及我国“新基建”带来的潜在机遇，我国制造业智能化升级进程将不断加快。2020 年 11 月公司拟使用约 1.3 亿元收购埃弗米 51% 的股份，正式切入数控机床领域，公司布局更加完善，数控机床业务与工业机器人及注塑业务或形成底层技术与下游客户的协同，看好公司核心竞争力。

图 10：工业自动化领域公司主要业务布局



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 11：注塑机行业规模（亿）



资料来源：中国塑料机械工业协会、天风证券研究所

图 12：数控机床上下游产业链



资料来源：国盛智科招股说明书、天风证券研究所

募投项目分析

本次公开发行可转债募集资金总额为 6.70 亿元，其中 4.7 亿元拟投入智能制造整体解决方案研发及产业化项目；2 亿元拟用于补充流动资金，以增强公司资金实力和抗风险能力。

表 2：募集资金使用计划（单位：万元）

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
智能制造整体解决方案研发及产业化项目	61177	47000
补充流动资金	20000	20000
合计	81177	67000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

加大核心系统底层技术投入，提高公司盈利能力。工业机器人及自动化领域的核心系统主要包括控制系统、伺服系统和视觉系统等。公司已自主研发掌握工业机器人的控制技术、伺服驱动技术、视觉算法等多项核心底层技术，并成功应用于机器人本体的自制生产，但是，在高档机械装备及其核心控制和功能部件领域中，主要核心技术被国外一线厂商垄断，国内机器人及自动化领域厂商对于国外核心零部件仍然存在一定的依赖性。因此，公司通过项目新建核心系统研发实验室，为其配备更加先进的研发设备和高端的技术人才，以全面提高公司核心系统的研发技术实力，进一步缩小与国际先进水平的差距。

提高产品品质及产业规模，满足下游客户需求。3C、新能源汽车、医疗、食品和锂电池等行业因其特殊的要求而逐渐成为生产自动化、智能化升级的重点行业，其对生产工艺精度、质量控制能力、成品检测能力等要求不断提高，传统人工作业已难以应对如此高度精细，且兼具复合功能和智能控制的生产需求。公司通过项目对现有的整体解决方案进行升级改

造，针对不同制造行业的生产工艺、质量控制、产能要求和物流配送等特点，持续提高公司整体解决方案的技术含量，进一步扩大其产业化规模，以满足下游客户不断增长的智能化生产需求，助力客户实现智能制造升级。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com