

## 优质减速零部件企业，建议关注，并逢低布局

### 中大转债投资价值分析

#### 相关研究报告：

《元力转债投资价值分析》——  
2021/09/03

《旗滨转债投资价值分析》——  
2021/04/19

《铁路煤炭运输的核心企业，建议  
积极申购》——2020/12/13

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

#### 报告摘要

##### 中大转债具有债性，上市首日可能破发

转债项目募集 2.7 亿用于智能执行单元生产基地，对股份稀释率 10.51%。评级低而利率略高，各项条款设置中规中矩。纯债价值为 72.99 元，债底保护较好。预计首日上市价格在 95-97，存在破发可能。

##### 优质减速零部件企业，工业机器人与国产替代趋势下前景可期

先进制造赛道的减速零部件企业，在国内处于领先水平。工业机器人时代大势所趋，减速电机与减速器优质企业前景可期。自主研发与产品种类齐全优势；长期专注深耕，经销网络稳定；国家替代化需求，产业政策环境优良。

##### 重研发，盈利行业靠前，募投项目布局机电一体化

公司经营状况良好。公司近三年来 ROE 和 ROA 波动上涨，与市值相邻的可比公司相比，公司的 ROE 居前列。重研发，控费用，提升竞争优势。转债募投项目拟在提升研发水平，对标国际先进企业，实现机电一体化布局。

##### 建议关注，并逢低布局

中大转债发行规模较小，流动性不强，评级略微偏低，各项转债附加条款中规中矩，机构入库较难。正因为如此，该转债具有明显债性，而且上市后绝对价格可能较低，债底保护较好。另一方面，中大力德是减速器、减速电机领域的优质企业，公司重视研发，盈利能力较强，在工业机器人普及和核心基础零部件国产替代趋势下，中大力德未来成长性较好，我们建议可以关注该标的，并在适当低位布局。

##### 风险提示：

工业机器人行业增长不及预期的风险；市场竞争风险；原材料价格波动影响公司产品成本的风险。

目录

一、中大转债具有债性，上市首日可能破发..... 2

二、重视研发的优质减速零部件企业，布局机电一体化 ..... 3

    （一）减速电机与减速器优质企业，前景可期..... 3

    （二）自主研发与品类齐全，国产替代化需求塑造良好政策环境 ..... 4

    （三）盈利能力强，布局机电一体化..... 5

三、投资建议：建议关注，并逢低布局..... 9

四、风险提示 ..... 9

## 一、中大转债具有债性，上市首日可能破发

**募集2.70亿资金主要用于智能执行单元生产基地项目。**

中大力德公开发行A股可转换公司债券，拟募集资金总额不超过2.70亿元，主要用于智能执行单元生产基地项目，将公司自主生产的智能制造核心零部件进一步模块化、集成化，提供一体化的解决方案，以构筑公司发展战略版图，提升公司市场竞争力。

**转债的股份稀释率10.51%。**

中大转债初始转股价为22.10元/股，按照初始转股价计算，总共可转换1221.72万份中大力德的A股股票。若转债全部转股，对A股总股本的稀释率为10.51%，可转债稀释率略高。本次发行的可转债转股期自2022年3月22日至2027年9月13日止。

**利率条款略高于市场平均水平。**

本期可转债发行期限为6年，票面利率分别为：0.40%、0.80%、1.20%、1.80%、2.50%、3.00%，略高于近期市场的正常设置。到期赎回价为115元（含最后一期年度利息），略高于市场平均水平。

**转债的附加条款设置中规中矩。**

中大转债的各项条款设置均与现存转债基本一致，其中下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30, 130%”或“可转债未转股余额不足3,000万元”，有条件回售条款为“30, 70%”。

图表 1：中大转债条款

转债名称/代码	中大转债/127048.SZ
发行规模	2.70 亿元
发行方式	原股东优先配售，余额部分（含原股东放弃优先配售部分）通过深交所交易系统网上向社会公众投资者发行，认购不足 2.7 亿元的余额由主承销商包销。
存续期	自发行之日起 6 年，即自 2021 年 10 月 26 日至 2027 年 10 月 25 日。
票面利率	第一年 0.40%、第二年 0.80%、第三年 1.20%、第四年 1.80%、第五年 2.50%、第六年 3.00%。
到期赎回价格	票面面值的 115%（含最后一期年度利息）
初始转股价格	22.10 元/股
转股期	自发行结束之日满六个月后的第一个交易日（2022 年 3 月 22 日）起至可转债到期日（2027 年 9 月 13 日）止。
信用评级	主体:A+；债项:A+；股份质押和保证；中证鹏元资信评估股份有限公司
募集资金用途	智能执行单元生产基地项目（拟投入募集资金 2 亿元）；
下修条款	技术研发中心升级项目（拟投入募集资金 3 千万元）；
有条件赎回条款	补充流动资金及偿还银行贷款（拟投入募集资金 4 千万元）
有条件回售条款	15/30,85%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 纯债价值为72.99元

本期可转债债项信用等级为A+（中证鹏元资信评估股份有限公司），发行期限为6年，10月28日6年期A+级中债企业债到期收益率为9.2208%，中证公司债到期收益率为9.0088%，综合取贴现率为9.11%，计算得到纯债价值为72.99元。

### 预计首日上市价格在95-97，存在破发可能

该券初始转股价为22.10元/股，按照10月28中大力德收盘价（19.83）测算得到初始转换价值为89.73元。申万机械行业中余额低于5亿的存量标的很多具有债性，按照当前中大力德的股价与转股价，中大转债上市时有可能具有债性，取机械行业低余额转债平均纯债溢价率32.05%作为参考，那么未来中大转债上市时可能的价格在95-97附近，存在破发概率。

图表 2：中大转债首日上市价格预测

利率波动	纯债溢价率	28%	30%	32%	34%	36%
	利率					
-0.09%	9.02%	93.91	95.38	96.85	98.31	99.78
-0.06%	9.05%	93.76	95.23	96.69	98.15	99.62
-0.03%	9.08%	93.61	95.07	96.53	98.00	99.46
0.00%	9.11%	93.46	94.92	96.38	97.84	99.30
0.03%	9.14%	93.31	94.77	96.23	97.68	99.14
0.06%	9.17%	93.16	94.62	96.07	97.53	98.98
0.09%	9.20%	93.01	94.46	95.92	97.37	98.82

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 二、重视研发的优质减速零部件企业，布局机电一体化

### （一）减速电机与减速器优质企业，前景可期

#### 先进制造赛道的减速零部件企业，在国内处于领先水平

公司所处行业为国家产业政策支持的先进制造领域，主营机械传动与控制应用领域关键零部件的研发、生产、销售和服务。公司主要产品为各类减速器、减速电机、伺服电机、驱动器等，并逐步形成了减速器+电机+驱动一体化的产品架构。

公司产品均为自主研发，多项产品设计、品质与性能处于国内领先水平，并以其差异化和高性价比优势，广泛应用于工业机器人、智能物流、新能源等自动化领域，以及食品、包装、纺织、电子、医疗等专用机械设备。

图表 3：公司主要产品



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**工业机器人时代大势所趋，减速电机与减速器优质企业前景可期。**

中大力德较早进入机械传动与控制应用领域关键零部件领域，自成立以来一直专注于减速器、减速电机的生产研发。随着我国经济发展水平的不断提升以及人口结构的转变，未来人力成本和用工荒问题将进一步凸显。而以工业机器人为代表的自动化设备成本不断降低，并且将极大提高工作效率，这无疑表明工业机器人时代是制造业发展的必然趋势。

在多年的生产过程中，公司积累了丰富的精密制造生产线优化设计、使用、调试和维护经验，可确保项目在生产制造环节的顺利实施。减速器作为工业机器人的核心零部件，作为主营减速电机与减速器的优质企业，中大力德的前景可期。

## （二）自主研发与品类齐全，国产替代化需求塑造良好政策环境

### 自主研发与产品种类齐全优势

公司拥有减速器、电机、驱动器一体化业务平台，产品覆盖了动力传动与控制应用主要领域。公司多年来坚持技术创新，不断改进和优化产品性能，实现产品结构升级，目前公司小型和微型减速电机在国内市场拥有较强的市场地位，精密减速器实现了技术突破，提升了产能，已在与国外先进企业的市场竞争中占有一席之地，不断实现对进口产品的替代。

公司不仅能满足客户对标准化产品的需求，而且能根据客户的个性化要求，定制生产规格、型号不同的产品，为客户提供一站式服务，极大增加了客户粘性。

### 长期专注深耕，经销网络稳定

根据公司产品特点、技术工艺特点及客户分布的地域特点，公司选择了“直销+经销”的营销模式，覆盖了华南、华东、华北及东北等下游客户较为集中的区域，并在欧美、日本、东南亚等国家和地区初步建立经销商网络，及时了解客户需求，为客户提供贴身服务，达到快速响应的效果。公司与经销商互利共赢，结成了长期战略合作伙伴关系，公司经销网络较为稳定，有利于深耕行业和区域市场。

#### 国家替代化需求，产业政策环境优良

近年来，国家出台了多个重要规划，并以此形成了制造强国战略政策体系，支持推进减速器、减速电机等关键零部件的配套发展，以促进产业升级、增强制造业的核心竞争力，这为公司经营提供了良好的外部发展环境。

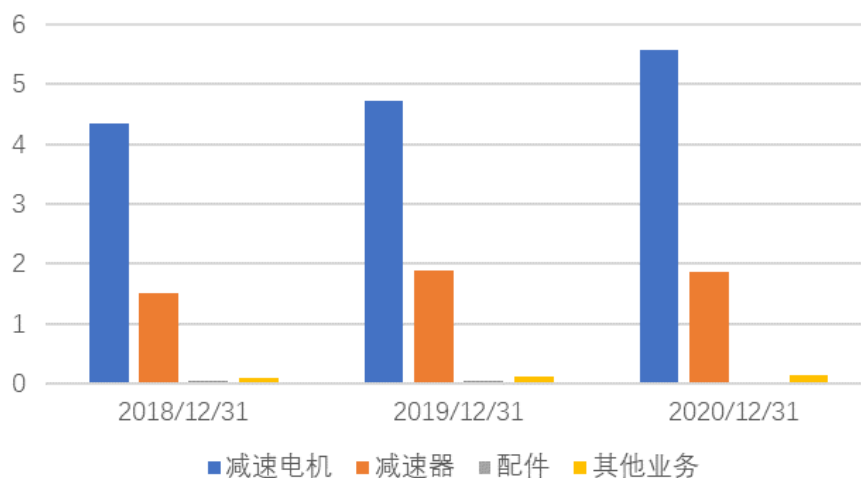
### （三）盈利能力强，布局机电一体化

#### 整体来看，公司经营状况良好。

公司营业收入主要来源于减速电机和减速器业务，2018-2020年间，公司的营业收入呈稳步增长态势，减速电机和减速器业务也稳步增长。公司2019年的归母净利润略有下滑，但2020年又增长到与18年持平。

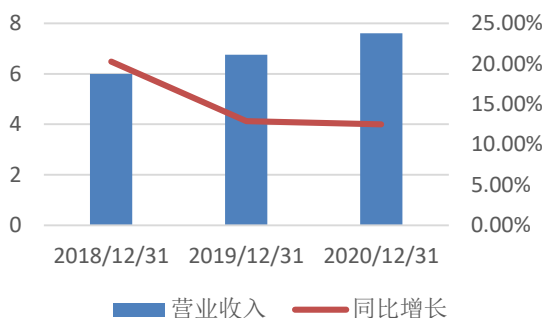
公司2021年上半年营业收入4.93亿元，同比增加47.60%，归母净利润为0.43亿元，同比增长13.16%。分业务来看，减速电机业务实现营收3.58亿元，同比增长44.94%；减速器业务实现营收1.26亿元，同比增长57.50%。分地区来看，国内业务实现营业收入4.64亿元，同比增长51.14%；国外业务实现营业收入0.28亿元，同比增长7.69%。

图表 4：公司业务结构



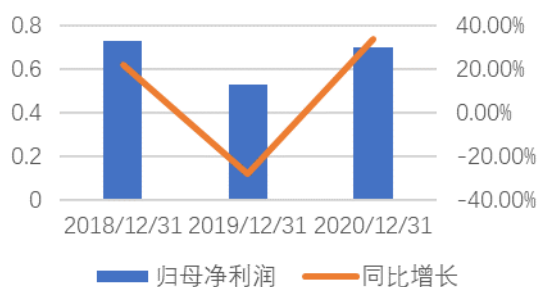
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：公司营业收入及同比增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：公司归母净利润及同比增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

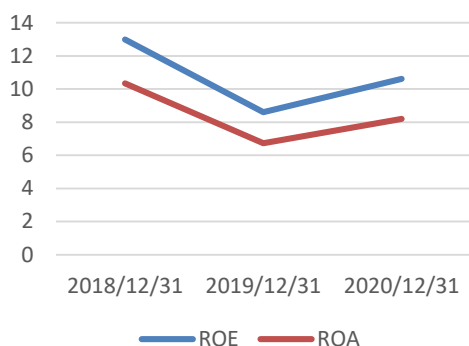
### 盈利能力行业靠前

公司近三年来ROE和ROA波动上涨，与市值相邻的可比公司相比，公司的ROE居前列。公司的销售净利率同样波动上涨，销售毛利率呈小幅下滑态势，但整体维持在30%左右，主营业务毛利率整体较为稳定且维持在较高水平，体现了公司产品具备较高的竞争力和产品附加值。

从产品来看，毛利率的下滑主要源于减速器，受20年以来国内外疫情的影响，海外订单量明显减少。随着疫情的新常态化以及各国疫情管控能力的提高，未来公司的毛利率和净利率有望恢复到疫情前水平。

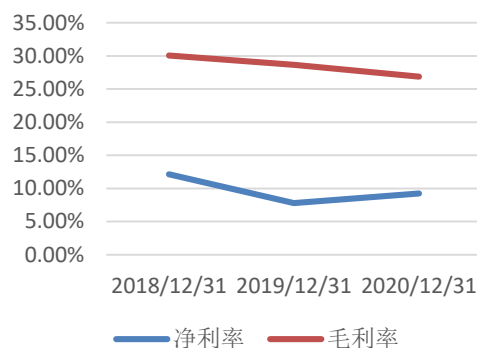


图表 7: ROE 和 ROA 增长率



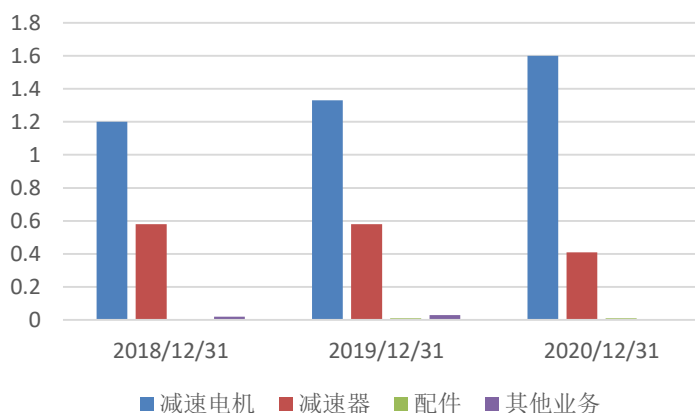
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 8: 销售毛利率和净利率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 9: 产品毛利率



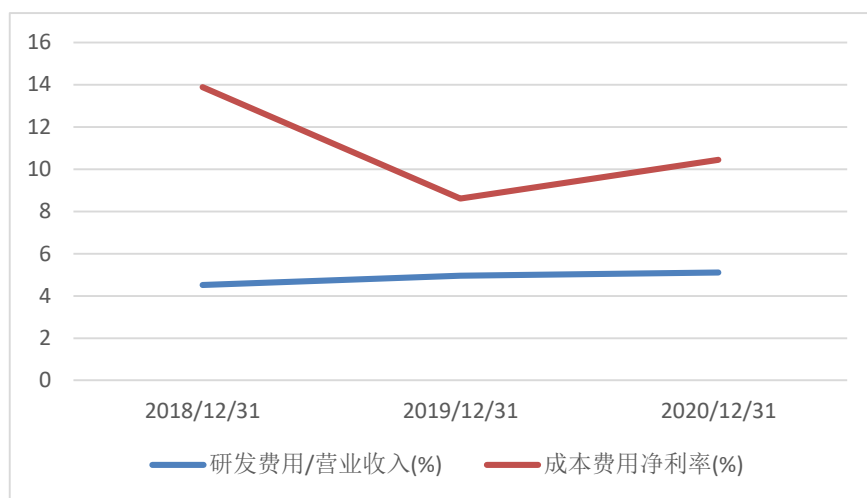
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

### 重研发，控费用，提升竞争优势

公司重视自主研发水平，研发投入逐年上升，18年研发费用占营收的4.51%上升至20年占比5.11%，涨幅为13.30%，研发增幅高于营收增幅。表明公司对自身的高新技术企业定位清晰，大力提升科技软实力，增强自己的竞争优势。此外，公司的成本费用控制合理，从18年占利润的13.88%下降至20年占比10.45%。



图表 10：研发费用与成本费用



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 转债募投项目拟在提升研发水平，对标国际先进企业，实现机电一体化布局

本次募投资金将用于智能执行单元生产基地项目（拟投入募集资金2亿元）、技术研发中心升级项目（拟投入募集资金3千万元）、补充流动资金及偿还银行贷款（拟投入募集资金4千万元）。

本次募集资金投资项目的实施，有利于公司发挥精密制造与自主创新能力，在现有客户、下游行业需求基础上，扩大精密减速器、伺服电机及驱动器的生产和研发，成为精密控制一体化智能执行单元供应及服务商。

智能执行单元中自有产品的比例越高，不仅保证了稳定的毛利率，同时在设计 and 售后上都更有保障，有助于充分发挥公司产品的协同效应，提升公司服务高端设备制造业的广度和深度。项目建设实施后，公司核心基础零部件在行业内的市场份额有望得到提升，有利于公司的可持续发展。

图表 3：中大力德盈利预测

盈利预测	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
单位:百万元						
营业收入	599.05	676.19	760.57	851.84	962.58	1106.97
增长率(%)	20.26%	12.88%	12.48%	12.00%	13.00%	15.00%
归属母公司股东净利润	72.88	52.51	70.23	71.76	97.36	121.33
增长率(%)	21.78%	-27.95%	33.76%	2.17%	35.68%	24.61%
每股收益(EPS)	0.701	0.505	0.675	0.690	0.936	1.167
市盈率(P/E)	28.30	39.28	29.36	28.74	21.18	17.00

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 三、投资建议：建议关注，并逢低布局

中大转债发行规模较小，流动性不强，评级略微偏低，各项转债附加条款中规中矩，机构入库较难。正因为如此，该转债具有明显债性，而且上市后绝对价格可能较低，债底保护较好。另一方面，中大力德是减速器、减速电机领域的优质企业，公司重视研发，盈利能力较强，在工业机器人普及和核心基础零部件国产替代趋势下，中大力德未来成长性较好，我们建议可以关注该标的，并在适当低位布局。

### 四、风险提示

工业机器人行业增长不及预期的风险；

市场竞争风险；

原材料价格波动影响公司产品成本的风险。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
	李文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。