

固收点评 20240815

集智转债：全自动平衡机领域领跑者

2024年08月15日

事件

- **集智转债(123245.SZ)于2024年8月14日开始网上申购**：总发行规模为2.55亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于集智智能装备研发及产业化基地建设项目及电机智能制造生产线扩产项目。
- **当前债底估值为73.36元，YTM为3.31%**。集智转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为A/A，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.40%、0.60%、1.00%、1.60%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年A中债企业债到期收益率8.90%（2024-08-13）计算，纯债价值为73.36元，纯债对应的YTM为3.31%，债底保护一般。
- **当前转换平价为100.1元，平价溢价率为-0.13%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2025年2月20日至2030年8月13日。初始转股价23.54元/股，正股集智股份8月13日的收盘价为23.57元，对应的转换平价为100.13元，平价溢价率为-0.13%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为11.76%**。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30, 130%”，有条件回售条款为“30, 70%”，条款中规中矩。按初始转股价23.54元计算，转债发行2.55亿元对总股本稀释率为11.76%，对流通盘的稀释率为16.80%，对股本有一定的摊薄压力。

观点

- **我们预计集智转债上市首日价格在128.20~142.32元之间，我们预计中签率为0.0012%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到集智转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在35%左右，对应的上市价格在128.20~142.32元之间。我们预计网上中签率为0.0012%，建议积极申购。
- **杭州集智机电股份有限公司是国内唯一一家主营全自动平衡机产品的A股上市企业**，其专注于全自动平衡机的研发、设计、生产和销售。公司掌握了全自动平衡机核心技术，公司自主生产的全自动平衡机产品已进入博世、法雷奥、美的等国内外知名企业，广泛应用于多个行业电器制造领域，同时，公司不断加大新产品研发和拓展力度，生产的全自动平衡机已成功进入多个汽车回汽车零部件制造领域，获得众多客户肯定。
- **2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为11.27%**。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“V型”波动，2019-2023年复合增速为11.27%。2023年，公司实现营业收入2.55亿元，同比增加7.60%。
- **杭州集智机电股份有限公司主营业务为全自动平衡机、测试机和自动化设备的研发、生产和销售**，公司主要产品为全自动平衡机、测试机和自动化设备。2021年-2023年主营业务收入占营业收入的比例均在88%以上，公司主营业务突出。集智公司其他业务收入主要包括刀具、夹具、传感器等配件的销售收入等。近年来，集智公司对自动化设备业务进行了大力拓展，使得公司自动化设备收入及占比有所增长并趋于稳定。
- **集智公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率浮动，财务费用率下降，管理费用率维稳**。2019-2023年，公司销售净利率分别为10.60%、6.18%、10.54%、7.46%和11.82%，销售毛利率分别为46.55%、44.50%、43.72%、42.55%和44.49%。
- **风险提示**：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《债市需要担心负反馈吗？》

2024-08-14

《伟隆转债：面向全球的智慧排水阀门制造商》

2024-08-13

内容目录

1. 转债基本信息	4
2. 投资申购建议	6
3. 正股基本面分析	7
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点	10
4. 风险提示	11

图表目录

图 1:	2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3:	2021-2023 年营业收入构成	9
图 4:	2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平 (%)	10
图 5:	2019-2024Q1 销售费用率水平 (%)	10
图 6:	2019-2024Q1 财务费用率水平 (%)	10
图 7:	2019-2024Q1 管理费用率水平 (%)	10
图 8:	集智转债主营产品一览	11
表 1:	集智转债发行认购时间表	4
表 2:	集智转债基本条款	5
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测集智转债上市价格 (单位: 元)	7

1. 转债基本信息

表1: 集智转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2024/8/12	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2024/8/13	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日 1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》
T	2024/8/14	3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2024/8/15	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2024/8/16	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2024/8/19	1、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	2024/8/20	1、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: 集智转债基本条款

转债名称	集智转债	正股名称	集智股份
转债代码	123245.SZ	正股代码	300553.SH
发行规模	2.55 亿元	正股行业	机械设备-通用设备-仪器仪表
存续期	2024 年 8 月 14 日至 2030 年 8 月 13 日	主体评级/债项评级	A/A
转股价	23.54 元	转股期	2025 年 02 月 20 日至 2030 年 08 月 13 日
票面利率	0.40%,0.60%,1.00%,1.60%,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, 公司将以本次可转债票面面值的 115% (含最后一期利息) 全部赎回 (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, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 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: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
集智智能装备研发及产业化基地建设 项目	18,865.00	17,780.00
电机智能制造生产线扩产项目	7,680.00	7,680.00
合计	26,545.00	25,460.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	73.36 元	转换平价 (以 2024/08/14 收盘价)	100.13 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	36.32%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	-0.13%
纯债到期收益率 YTM	3.31%		

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

当前债底估值为 73.36 元，YTM 为 3.31%。集智转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A/A，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.40%、0.60%、1.00%、1.60%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 A 中债企业债到期收益率 8.90%（2024-08-13）计算，纯债价值为 73.36 元，纯债对应的 YTM 为 3.31%，债底保护一般。

当前转换平价为 100.1 元，平价溢价率为-0.13%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 02 月 20 日至 2030 年 08 月 13 日。初始转股价 23.54 元/股，正股集智股份 8 月 13 日的收盘价为 23.57 元，对应的转换平价为 100.13 元，平价溢价率为-0.13%。

转债条款中规中矩，总股本稀释率为 11.76%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 23.54 元计算，转债发行 2.55 亿元对总股本稀释率为 11.76%，对流通盘的稀释率为 16.80%，对股本有一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计集智转债上市首日价格在 128.20~142.32 元之间。按集智股份 2024 年 8 月 13 日收盘价测算，当前转换平价为 100.13 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的晨丰转债（转换平价 89.99 元，评级 A，发行规模 4.15 亿元）、航新转债（转换平价 88.39 元，评级 AA-，发行规模 2.50 亿元）、联诚转债（转换平价 83.61 元，评级 A，发行规模 2.60 亿元），8 月 13 日转股溢价率分别为 15.87%、33.04%、30.06%。

2) 参考近期上市的振华转债（上市日转换平价 103.09 元）、赛龙转债（上市日转换平价 92.23 元）、欧通转债（上市日转换平价 85.18 元），上市当日转股溢价率分别为 17.66%、70.55%、31.26%。

基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，机械设备行业的转股溢价率为 20.51%，中债企业债到期收益为 8.90%，2024 年一季报显示集智股份前十大股东持股比例为 56.85%，2024 年 8 月 13 日中证转债成交额为 37,952,179,910 元，取对数得 24.36。因此，可以计算出集智转债上市首日转股溢价率为 16.91%。综合可比标的以及实证结果，考虑到集智转债的评级较低，规模较小，交易属性较强，我们预计上市首日转股溢价率在 35%左右，对应的上市价格在 128.20~142.32 元之间。

表5: 相对价值法预测集智转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		30.00%	32.00%	35.00%	38.00%	40.00%
-5%	22.39	123.66	125.56	128.41	131.27	133.17
-3%	22.86	126.26	128.20	131.12	134.03	135.97
2024/08/13 收盘价	23.57	130.17	132.17	135.17	138.18	140.18
3%	24.28	134.07	136.13	139.23	142.32	144.38
5%	24.75	136.67	138.78	141.93	145.08	147.19

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **67.05%**。集智股份的前十大股东合计持股比例为 56.85% (2024/03/31), 股权较为集中。假设前十大股东 80% 参与优先配售, 其他股东中有 50% 参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 67.05%。

我们预计中签率为 **0.0012%**。集智转债发行总额为 2.55 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 67.05%, 剩余网上投资者可申购金额为 0.84 亿元。集智转债仅设置网上发行, 近期发行的伟隆转债 (评级 A, 规模 2.70 亿元) 网上申购数约 710.9 万户, 豫光转债 (评级 AA, 规模 7.10 亿元) 709.22 万户, 汇成转债 (评级 AA-, 规模 11.487 亿元) 684.82 万户。我们预计集智转债网上有效申购户数为 710.06 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0012%。

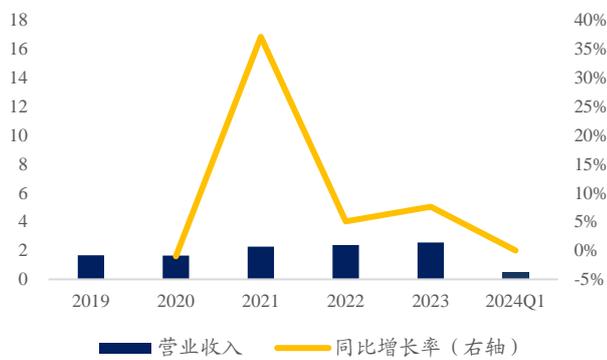
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

杭州集智机电股份有限公司是国内唯一一家主营全自动平衡机产品的 A 股上市企业。公司自成立以来便专注于全自动平衡机的研发、设计、生产和销售, 致力成为平衡技术全面研发和综合应用的专业型企业。经过多年的研发创新和技术积累, 公司掌握了全自动平衡机核心技术, 解决了精密速度传感器设计、精确定位、数学模型建立、自动对刀与进刀、动态密度补偿等难题, 为客户提供可靠、多样化的产品选择。目前, 公司自主生产的全自动平衡机产品已进入博世、法雷奥、万宝至、百得、士林、美的、新宝、东成等国内外知名企业, 广泛应用于家用电器、电动工具和汽车等多个行业电器制造领域, 同时, 公司还不断加大新产品研发和拓展力度, 生产的全自动平衡机已成功进入离合器、飞轮、刹车盘、涡轮增压器等汽车回转零部件制造领域。

2019年以来公司营收稳步增长,2019-2023年复合增速为11.27%。自2019年以来,公司营业收入总体呈现稳步增长态势,同比增长率倒“V型”波动,2019-2023年复合增速为11.27%。2023年,公司实现营业收入2.55亿元,同比增加7.60%。与此同时,归母净利润也不断增长,2019-2023年复合增速为11.93%。2023年实现归母净利润0.33亿元,同比增加76.38%。2022年,公司全自动平衡机、测试机销售收入有所下降,主要系公司全自动平衡机、测试机在电机领域的收入有所下降:2021年度,国外电动工具和家用电器厂商受外部环境因素影响无法正常生产,国外订单转移至国内生产厂商,国内生产厂商积极通过扩大产能以满足新增订单及备货需求,2022年库存处于消化的状态,短时间内下游电机客户对设备采购量有所减少,从而导致公司在电机领域全自动平衡机、测试机的销售收入有所下降。

图1: 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

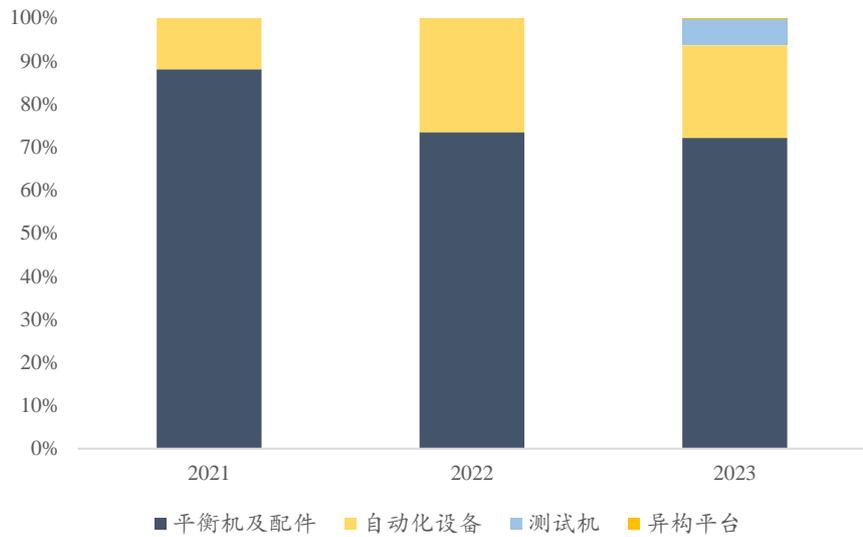
图2: 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

杭州集智机电股份有限公司主营业务为全自动平衡机、测试机和自动化设备的研发、生产和销售,公司主要产品为全自动平衡机、测试机和自动化设备。2021年-2023年主营业务收入占营业收入的比例均在88%以上,公司主营业务突出。集智公司其他业务收入主要包括刀具、夹具、传感器和陶瓷棒等配件的销售收入等。近年来,集智公司在原有平衡机业务的基础上,利用现有的研发技术积累和客户资源,对自动化设备业务进行了大力拓展,使得公司自动化设备收入及占比有所增长。

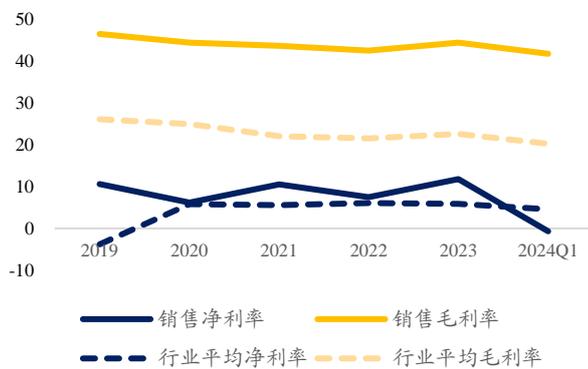
图3: 2021-2023 年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

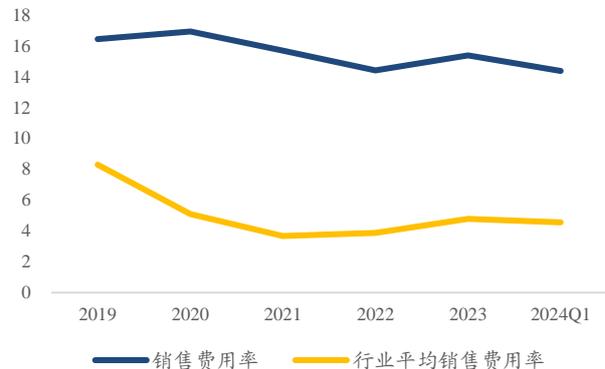
集智公司销售净利率和毛利率维稳, 销售费用率浮动, 财务费用率下降, 管理费用率维稳。2019-2023 年, 公司销售净利率分别为 10.60%、6.18%、10.54%、7.46%和 11.82%, 销售毛利率分别为 46.55%、44.50%、43.72%、42.55%和 44.49%。集智公司销售毛利率和销售净利率表现不佳, 均低于行业均值, 公司综合毛利率与同行业可比上市公司有所差异, 主要原因系公司与同行业上市公司所处的细分领域不同, 同时受产品行业壁垒、市场竞争格局、销售模式等因素的影响, 从而导致公司与同行业可比上市公司毛利率有所差异。公司管理费用总体呈逐渐上升的态势, 主要包括职工薪酬、折旧摊销费和办公及差旅费。2022 年折旧摊销费用较上年有所上升, 主要系公司购置土地、上海衡望经营场地装修和之江易算新增租赁费用, 使得折旧摊销费用增加所致。此外, 2022 年公司新设控股公司较多, 亦导致管理成本有所增加。

图4：2019-2024Q1 销售毛利率和净利率水平（%）



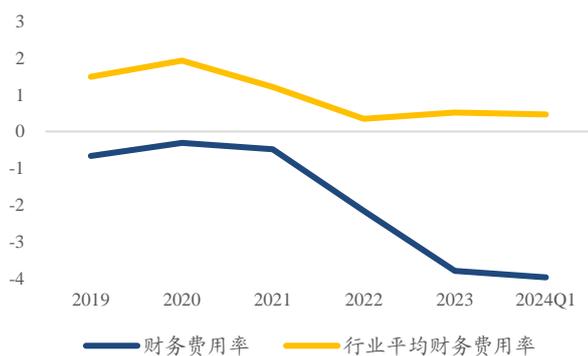
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2024Q1 销售费用率水平（%）



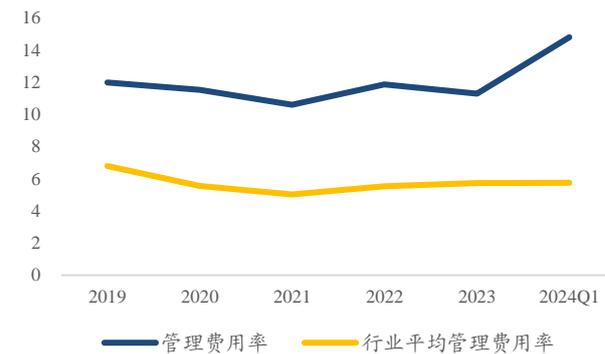
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2024Q1 财务费用率水平（%）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图7：2019-2024Q1 管理费用率水平（%）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营业务收入较大的公司的影响，弱化主营业务收入较小的公司的影响。

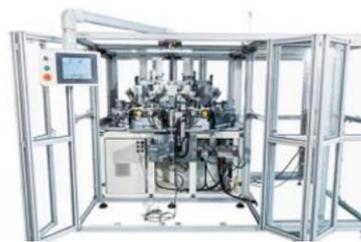
3.2. 公司亮点

杭州集智机电股份有限公司成立于 2004 年 6 月，是国内唯一一家主营全自动平衡机产品的 A 股上市企业。公司自成立以来便专注于全自动平衡机的研发、设计、生产和销售，致力成为平衡技术全面研发和综合应用的专业型企业。经过多年的研发创新和技术积累，公司掌握了全自动平衡机核心技术，解决了精密速度传感器设计、精确定位、数学模型建立、自动对刀与进刀、动态密度补偿等难题，为客户提供可靠、多样化的产

品选择。目前，公司自主生产的全自动平衡机产品已进入博世、法雷奥、万宝至、百得、士林、美的、新宝、东成等国内外知名企业，广泛应用于家用电器、电动工具和汽车等多个行业电器制造领域，同时，公司还不断加大新产品研发和拓展力度，生产的全自动平衡机已成功进入离合器、飞轮、刹车盘、涡轮增压器等汽车回转零部件制造领域。近几年，公司先后荣获浙江省级高新技术企业、浙江省级软件企业、“雏鹰计划”培育企业等荣誉，并得到国家创新基金、种子基金、产学研合作等项目。经过多年的研发和市场开拓，公司在保持全自动平衡机、测试机等优势业务的同时，逐步发展了高速动平衡机、自动化设备等业务，并与国内多家大型客户保持了良好的合作关系，新产品的销量稳步增长。

公司研发项目始终紧扣市场需求，在传感技术、测试技术、电子技术、计算机软硬件技术、接口与通讯技术、信号处理与分析技术等领域紧跟技术前沿，开发适应市场需求的创新产品。公司建有省级企业研究院、省级高新技术企业研究开发中心。公司研发部负责技术开发及产品设计、工艺设计和质量标准建设，拥有发明专利 32 项、实用新型专利 63 项。核心技术扎实，市场面向广阔。

图8：集智转债主营产品一览



五工位全自动平衡机



新能源汽车全自动平衡机



平衡测试机

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>