

## 梅开二度，万信归来 ——万信转2申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**2月27日晚，万达信息股份有限公司发布公告，将于2019年3月4日发行12亿元可转债。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为87.91元，YTM为2.89%。**万信转2期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的113%，按照中债6年期AA级企业债到期收益率5.17%作为贴现率估算，债底价值为87.91元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护性尚可。
- **平价为98.97元，下修条款较易触发。**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，初始转股价为13.62元/股，万达信息2月27日的收盘价为13.48元，对应转债平价为98.97元。万信转2的下修条款为：10/20，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款较易触发。
- **预计万信转2上市首日价格在104~106元之间。**截至2月27日，万信转2的平价为98.97元。参照平价可比标的、规模可比标的以及考虑到万达信息曾于17年发行过万信转债（已退市），具有一定市场认可度，预计转股溢价率在5%~7%左右，对应的上市首日价格在104~106元区间。
- **预计网下中签率为0.20%~0.28%。**万信转2总申购金额为12亿元，若配售比例为30%，考虑到万达信息具有一定的市场认可度，预计网下参与户数在500~700之间，平均单户申购金额为5.4亿元，则网下中签率为0.20%~0.28%之间。
- **考虑到正股公司业务发展良好，转债条款中规中矩，债底保护性尚可，建议适当参与申购。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001  
zhouyue1@gjq.com.cn

2月27日晚，万达信息股份有限公司（以下简称“万达信息”）发布公告，将于2019年3月4日发行12亿元可转债，本次募集资金将用于新一代智慧医疗一体化 HIS 服务平台及应用系统项目、智慧养老综合服务平台及其智能物联网云平台项目以及补充流动资金。以下我们对万信转 2 的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

### 1、万信转 2 基本要素分析

债底为 87.91 元，YTM 为 2.89%。万信转 2 期限为 6 年，债项评级为 AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。到期赎回价格为票面面值的 113%（含最后一期年度利息），按照中债 6 年期 AA 级企业债到期收益率（2019/2/27）5.17%作为贴现率估算，债底价值为 87.91 元，纯债对应的 YTM 为 2.89%，债底保护性尚可。

平价为 98.97 元，下修条款较易触发。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，初始转股价为 13.62 元/股，万达信息（300168.SZ）2月27日的收盘价为 13.48 元，对应转债平价为 98.97 元。万信转 2 的下修条款为：10/20，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款较易触发。

图表 1：万信转 2 基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	万信转 2/123021.SZ
	发行规模	12 亿元
	发行方式	原股东优先配售、网下向机构投资者配售和网上向社会公众投资者
	票面利率	第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%
	到期赎回价格	票面面值的 113%（含最后一期年度利息）
	存续期	自发行之日起 6 年
	转股期	自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日~转债到期日
	主体/债项评级/担保	AA/AA/无
	初始转股价格	13.62 元/股
	募集资金用途	新一代智慧医疗一体化 HIS 服务平台及应用系统项目、智慧养老综合服务平台及其智能物联网云平台项目以及补充流动资金
重要条款	下修条款	本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
	有条件赎回条款	本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。
	有条件回售条款	

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 8.01%。若按万达信息（300168.SZ）初始转股价 13.62 元/股进行转股，转债发行对总股本的稀释度和流通盘的稀释度分别为 8.01%和 8.07%，稀释程度一般。

图表 2：万信转 2 发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-2-28	T-2	1、刊登《募集说明书》、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-3-01	T-1	1、原股东优先配售股权登记日 2、网上路演

日期	交易日	发行事项安排
		3、网下申购日，网下机构投资者在 17:00 前提交《网下申购表》等相关文件，并于 17:00 前缴纳申购保证金
2019-3-04	T	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 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、确定网上中签率
2019-3-05	T+1	1、刊登《网上中签率及网下发行配售结果公告》 2、网上申购摇号抽签
2019-3-06	T+2	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（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的可转债认购资金） 3、网下投资者根据配售金额于 17:00 前完成缴款（如申购保证金低于配售金额）
2019-3-07	T+3	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
2019-3-08	T+4	1、刊登《发行结果公告》 2、向发行人划付募集资金

来源：Wind，国金证券研究所

## 2、投资申购建议

**预计万信转 2 上市首日价格在 104~106 元之间。**截至 2 月 27 日，万信转 2 的平价为 98.97 元。可参照的平价可比标的有凯发转债，其平价为 98.77 元，当前转股溢价率为 7.30%；可参照的规模可比标的是景旺转债，当前转股溢价率为 1.43%。考虑到万达信息曾于 17 年发行过万信转债（已退市），具有一定市场认可度，预计转股溢价率在 5%~7% 左右，对应的上市首日价格在 104~106 元区间。

**预计配售比例在 30% 左右。**公司控股股东上海万豪投资有限公司持有公司 18.25% 的股份，其将参与此次发行的优先配售，承诺认购金额不低于 2.19 亿元，占总发行规模的 18.25%，考虑到近期转债市场申购热情较高，我们预计股东配售比例在 30% 左右，那么网上网下申购投资者可申请规模为 8.4 亿左右。

**预计网下中签率为 0.20%~0.28%。**万信转 2 总申购金额为 12 亿元，若配售比例为 30%，那么可供网上网下投资者申购的金额约为 8.4 亿元。考虑到万达信息具有一定市场认可度，预计网下参与户数在 500~700 之间，平均单户申购金额为 5.4 亿元，则网下中签率为 0.20%~0.28% 之间。

**考虑到正股公司业务发展良好，转债条款中规中矩，债底保护性尚可，建议适当参与申购。**

## 3、正股基本面分析

万达信息股份有限公司是以公共事务为核心的智慧城市领域软件和服务供应商，其利用云计算等新技术，开发提供互联网公共服务的线上运营，线下依托线上融合发展。目前，公司的主营业务包括软件开发、系统集成和运营服务（3S），其未来致力于向系统建设、运营服务（SaaS）以及“互联网+”增值服务过渡。

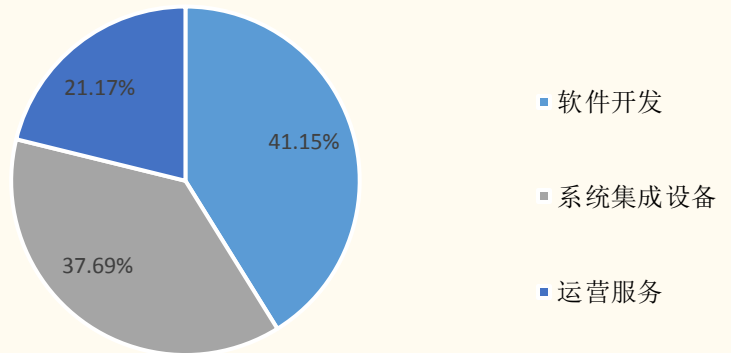
在软件开发业务方面，公司拥有大型应用软件开发能力、能够做到为客户量身定制软件产品，主要优势领域为大型事务处理系统、核心生产运营系统、实时交易结算系统、综合管理决策系统和网上互动服务系统。

运营服务业务上，公司运营服务包括 IT 规划咨询、IT 增值服务和维护服务，形成了一线、二线和顾问专家小组多级服务体系。

在集成业务上，公司根据客户需求，将硬件和软件有机集合实现特定业务功能，具体包括网络搭建、优化、系统安全、数据存储、传输、备份以及计算等功能的实现。

截至 2018H1，公司营业收入为 10.10 亿元，同比增长 15.96%。其中软件开发收入为 4.16 亿元，占比 41.19%；运营服务收入为 2.14 亿元，占比 21.17%；系统集成业务收入为 3.81 亿元，占比 37.69%。可见三大板块业务对公司收入贡献相对均衡，公司各业务之间发展比较平衡。

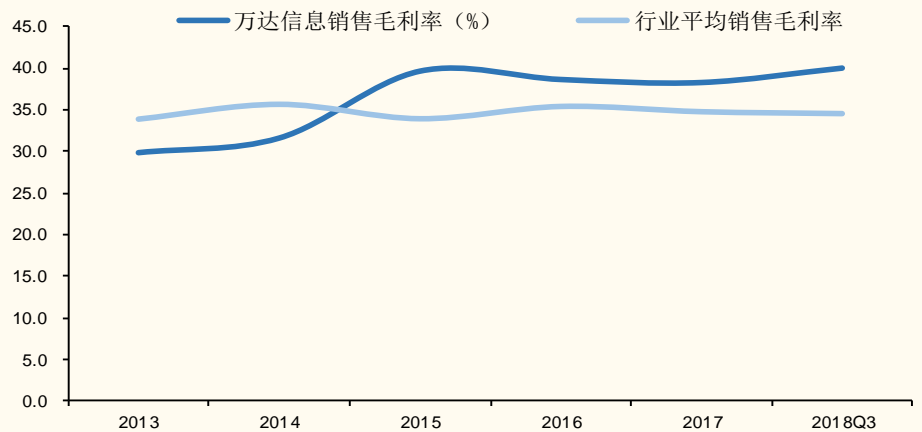
图表 3：各主营业务收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

销售毛利率有所上升，略高于行业平均水平。近五年公司销售毛利率有所上升，2015 年以后保持相对稳定，无较大波动，基本在 38% 上下，略高于行业平均水平。截至 2018Q3，万达信息销售毛利率为 40.01%，高于行业平均水平 5.48 个百分点。

图表 4：万达信息及行业销售毛利率



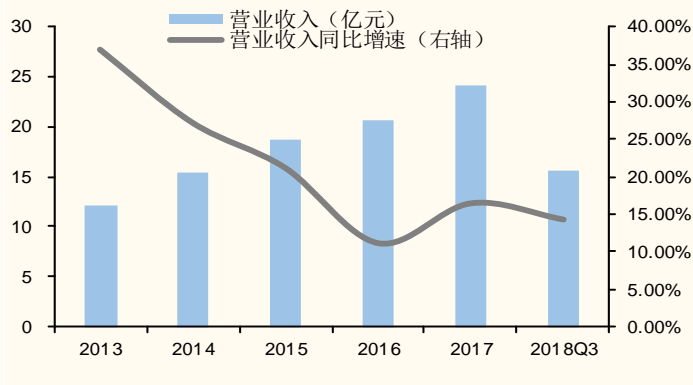
来源：Wind，国金证券研究所

营业收入稳定增长，净利润增速表现较好。近五年公司营业收入稳步增长，虽然增速有所放缓，但增速都维持在 10% 以上，增量可观。截至 2018Q3，公司营业收入为 15.68 亿元，同比增长 14.20%。

净利润方面，除 2015 年和 2016 年，净利润增速都维持在 30% 以上，表现优异。其中 2017 年净利润为 3.25 亿元，同比增长 34.30%；截至 2018Q3，公司净利润为 1.43 亿元，同比增速 47.42%。

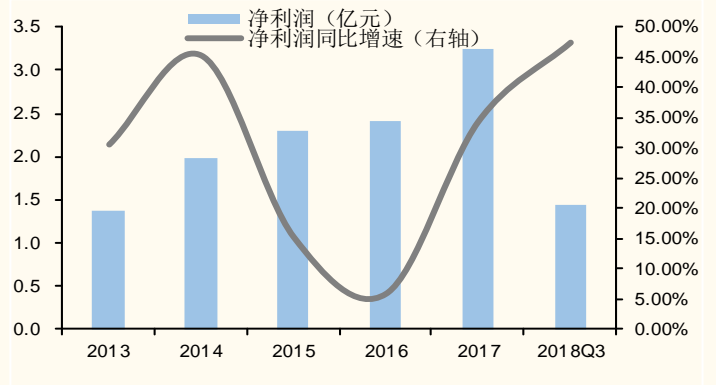
总体来说公司的营业收入稳步增长，净利润增速较大，整体表现较好。

图表 5：万达信息营业收入及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：万达信息净利润及同比增速

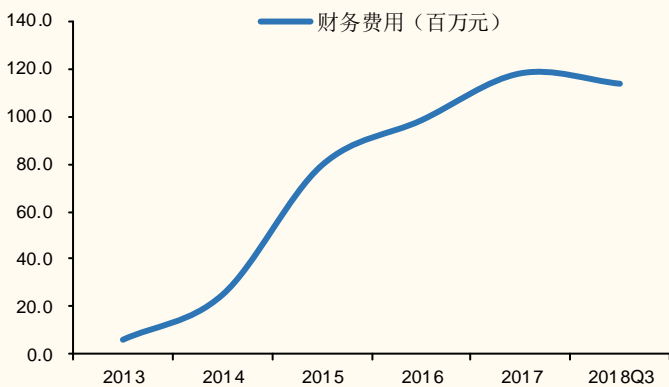


来源：Wind，国金证券研究所

**财务费用急剧上升，偿债风险增加。**近五年公司财务费用增长迅速，其中 2014 年和 2015 年同比增速分别高达 325.7%和 221.0%。截至 2018Q3，公司财务费用为 1.13 亿元，财务压力较大。

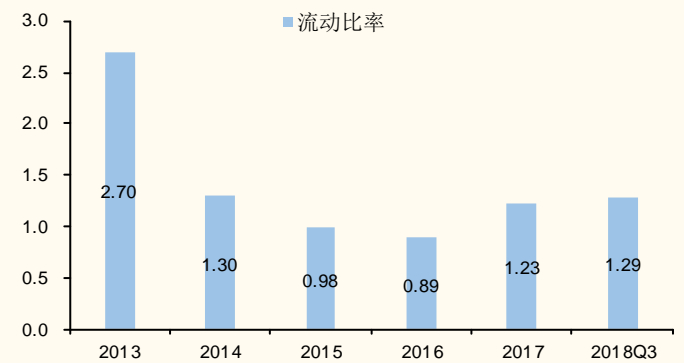
除 2013 年，公司流动比率均低于 2，在 2015 和 2016 年流动比率低于 1。偿债保障能力很低。应关注现金流风险。

图表 7：万达信息财务费用情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：万达信息流动比率



来源：Wind，国金证券研究所

#### 4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH