

2019年2月28日

万信转 2 (123021) 投资价值分析

相关研究

证券分析师

朱岚 A0230511040062
zhulan@swsresearch.com

研究支持

石凌宇 A0230118120003
shily@swsresearch.com

联系人

石凌宇 A0230118120003
shily@swsresearch.com

本期投资提示：

- **结论或投资建议：**万信转 2 存在一定的破发概率，建议有一定风险承受能力的投资者谨慎参加申购和配售。
- **原因及逻辑：**
 - 1、票面利率较低，补偿利息较高、纯债价值尚可，按 5.17% 的贴现率计算，则纯债部分价值为 87.89 元。
 - 2、万信转 2 全部转股对 A 股总股本的摊薄压力为 8.01%，对非限售流通股本的摊薄压力为 8.07%，对流通股本的摊薄压力处于较低水平。
 - 3、截至此次可转债募集说明书公告日，控股股东万豪投资累计质押股份 1.81 亿股，占其持有本公司股份总数的 90.47%，占公司总股本的 16.51%。
 - 4、截至 2018 年 9 月 30 日，公司商誉为 10.05 亿元，较 2017 年末减少 0.1 亿元，占净资产的比例为 28.51%。
 - 5、万达信息目前的年化历史波动率约为 57.29%，长期 240 日年化历史波动率位于 51.00% 左右，在转债股中波动性处于中等偏高水平。20 日年化波动率为 53.55%，高于历史平均水平（47.70%）。
 - 6、当万达信息的股价为 13.5 元时，转换价值为 99.12 元，对应转债价格在 104.48 元~105.89 元。当万达信息在 11.5 元至 15.9 元时，对应转债的市场合理定位约在 97 元~119 元之间。
 - 7、当万达信息的股价下跌至 12.3 元（下跌约 9%，约 0.6 倍波动率（20 日））以下时，万信转 2 有较大的破发风险。
 - 8、假设转债首日涨幅为 5% 时，每股配售收益约为 0.05 元，以 18.4 元的股价成本参与配售，综合配售收益为 0.37%，配售收益较低。
 - 9、粗略估计剩余可申购额在 6 至 8 亿元。申购资金范围为 22000 亿（20000 网下+2000 亿网上）至 31000 亿（28000 亿网下+3000 亿网上）之间。中签率范围估计为 0.02% 至 0.04%。网下打满中签资金在 21 万至 39 万之间。当万信转 2 总名义申购资金为 26500 亿元且剩余可申购金额为 7 亿元时，中签率为 0.03%，当首日涨幅为 5% 时，打满的投资者网上申购收益期望值为 13 元，网下打满申购收益率为 1.43 万元。



申万宏源研究微信服务号

目录

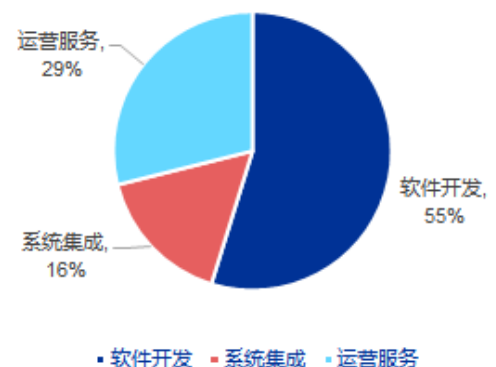
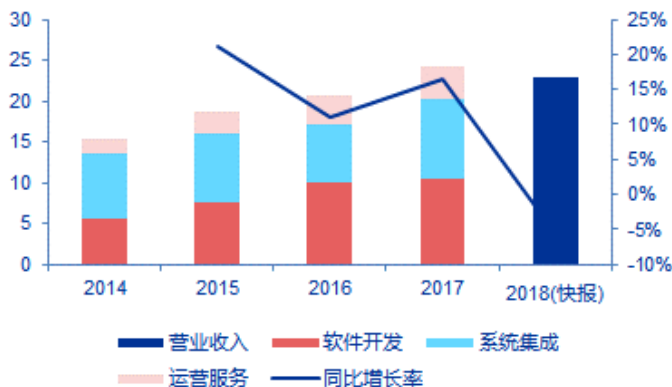
1.标的的基本面	3
1.1 行业覆盖范围广，细分领域竞争优势突出.....	3
1.2 加快民生与公共服务发展步伐，向一体化服务转型.....	4
1.3 本次转债募投项目	4
2.申购要点	5
3.附表	5

1. 标的的基本面

万达信息是国内领先的智慧城市领军企业。历经多年发展，万达信息在城市各行业积累了丰富经验，形成了突出的行业软件与服务优势。公司以行业核心业务为基石，重点发展公共服务在线运营，积极开拓线下闭环服务，不断使城市的运营效率得到提升。公司承建的医疗健康服务平台，为超过 6 亿人口提供医疗健康服务，其中 5 亿人的健康档案已经实现数据化。通过全国持卡人员基础信息库，为 10 亿人提供社保信息管理。公司总部设在上海，目前已开设了四十余家分支机构，形成了覆盖全国的服务体系。

公司 2017 年实现营业收入 24.15 亿元，同比增长 16.41% 实现归母净利润 3.27 亿元，同比增长 37.03%。公司已发布 2018 年业绩快报，2018 年预计实现营业收入 22.83 亿元，同比减少 5.47%；实现归母净利润 2.56 亿元，同比减少 21.52%。公司业绩下滑的主要原因有以下几点：1、报告期内，部分重点项目在 2018 年先行实施，未在本报告期内确认收入；2、报告期内全资子公司四川浩特亏损 4,473.51 万元，同时全额计提商誉减值 1015.30 万元，合计影响净利润 5488.81 万元，上年同期四川浩特净利润为盈利 953.94 万元；3、摊销 2018 年度股票期权激励成本金额约 3000 万元；4、2018 年度非经常性损益约 5100 万元，较上年同期相比下降约 3200 万元。

图 1：万达信息营业收入（单位：亿元）和同比增长率 图 2：万达信息 3Q2018 毛利分布



资料来源：申万宏源研究

资料来源：申万宏源研究

1.1 行业覆盖范围广，细分领域竞争优势突出

公司是国内智慧城市领域的领军企业，经过二十多年的城市信息化实践，在智慧城市的十多个关键行业领域积累了丰富的丰富经验，目前已实现智慧城市各行业领域的广泛覆盖，包括与民生服务密切相关的卫生健康、民生保障、医疗保险领域，以及电子政务、平安城市、市场监管、科教文化和交通物流等智慧城市的其他领域，陆续承担了一系列业务复杂的大型信息化项目，包括上海市劳动和社会保障信息系统、上海市医疗保险信息系统、和四川省人口健康信息平台项目等。

通过为客户提供智慧城市领域的一体化解决方案，凭借丰富的行业经验、客户资源以及技术实力，公司在相关领域占有较高的市场份额。2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 18.69 亿元、20.76 亿元和 24.15 亿元，年复合增长率为 13.70%。2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 10.10 亿元，同比增长 15.89%。按产品与服务性质的差异进行划分，公司的业务可以划分为软件开发、系统集成和运营服务三类，2017 年业务占比分别为 43.09%、40.83%和 16.08%。随着公司以创新驱动转型战略的实施，积极拓展“互联网+公共服务”，收入结构也在不断改善，软件开发业务和运营服务业务逐步取代系统集成业务成为公司业务的发展重心与核心驱动。

从新签订单金额来看，2015~2017 年公司新签订单金额分别为 15.68 亿元、31.12 亿元和 26.28 亿元，鉴于 BT 项目的资金压力，2017 年以来公司缩减了部分来自平安城市领域的项目订单，致使当年新签订单总额有所缩减。总体来看，公司整体在手订单较充足，为未来业务发展奠定了较好的基础。2018 年上半年，公司新签订单金额为 15.60 亿元。

1.2 加快民生与公共服务发展步伐，向一体化服务转型

近年来，公司把握智慧城市建设重点向行业应用软件及服务转向和建设模式向“建设+运营”发展的趋势，以行业核心业务为基础，重点发展公共服务运营业务，先后建设市民云、大健康云、教育云、文化旅游云及物流云等公共服务平台并投入运营。目前公司已在上海、成都、海南三地开通市民云服务，截至 2018 年 6 月末，上海市市民云的市民注册用户数逾 920 万人，月活跃用户数超过 100 万人。从营业收入分行业情况来看，随着公司加快医疗健康领域相关业务的发展，民生服务相关业务收入及占比逐年提升，2015~2017 年和 2018 年 1~6 月收入占比分别为 30.99%、32.12%、32.36%和 29.78%。2017 年，公司医疗健康云平台日均健康监测约 18000 人次，总人次 1314.02 万人次，线上注册人数 177.39 万人。在同时包括平安城市及电子政务领域的智慧城市（其他）板块收入规模逐年增大，共同推动公司整体业务规模的平稳增长。

1.3 本次转债募投项目

- 1、新一代智慧医疗一体化 HIS 服务平台及应用系统项目，项目拟投入募集资金 6 亿元。项目建设期 2 年。
- 2、智慧养老综合服务平台及其智能物联云平台项目，项目拟投入募集资金 3 亿元。项目建设期 26 个月。
- 3、补充流动资金，项目拟投入募集资金 3 亿元。

2. 申购要点

万信转 2 的股权登记日为 2019 年 3 月 1 日。机构投资者网下申购日期为 2019 年 3 月 1 日 (T-1 日)。原股东认购日、网上申购日期为 2019 年 3 月 4 日。申购代码为“370168”，申购名称为“万信发债”。申购上限为 100 万元 (1 万张)。配售代码为“380168”，配售简称为“万信配债”，每股配售价为 1.0940 元。网上申购投资者需确保其资金账户在 2019 年 3 月 6 日 (T+2 日) 终有足额的认购资金。

网下和网上预设的发行数量比例为 90% : 10%。网上网下将完全回拨。

机构投资者参与网下申购需在 2019 年 3 月 1 日 (T-1 日) 17:00 前将《网下申购表》Excel 电子文件提交至主承销商指定发行系统并在 2019 年 3 月 1 日 (T-1 日) 17:00 前足额缴纳申购保证金，申购保证金数量为每一网下申购账户 (或每个产品) 50 万元。每个产品网下申购的下限为 1000 万元 (10 万张)，超过 1000 万元 (10 万张) 的必须是 1000 万元 (10 万张) 的整数倍，申购的上限为 10.8 亿元 (1080 万张)。

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，万豪投资将参与本次发行的优先配售，承诺认购金额不低于 2.19 亿元。

3. 附表

附表 1：不同申购资金、上市价格及可剩余申购资金情况下网上申购收益敏感度分析 (单位：元)

	6 (亿元)				7 (亿元)				8 (亿元)			
	101	103	105	107	101	103	105	107	101	103	105	107
22000 (亿元)	3	8	14	19	3	10	16	22	4	11	18	25
26500 (亿元)	2	7	11	16	3	8	13	18	3	9	15	21
31000 (亿元)	2	6	10	14	2	7	11	16	3	8	13	18

注：第一横轴为可剩余申购额，纵轴为放大后的申购资金，第二横轴为转债上市价格

资料来源：申万宏源研究

附表 2：不同申购资金、上市价格及可剩余申购资金情况下网下申购收益敏感度分析 (单位：万元)

	6 (亿元)				7 (亿元)				8 (亿元)			
	101	103	105	107	101	103	105	107	101	103	105	107
22000 (亿元)	0.29	0.88	1.47	2.06	0.34	1.03	1.72	2.41	0.39	1.18	1.96	2.75
26500 (亿元)	0.24	0.73	1.22	1.71	0.29	0.86	1.43	2	0.33	0.98	1.63	2.28
31000 (亿元)	0.21	0.63	1.05	1.46	0.24	0.73	1.22	1.71	0.28	0.84	1.39	1.95

注：第一横轴为可剩余申购额，纵轴为放大后的申购资金，第二横轴为转债上市价格

资料来源：申万宏源研究

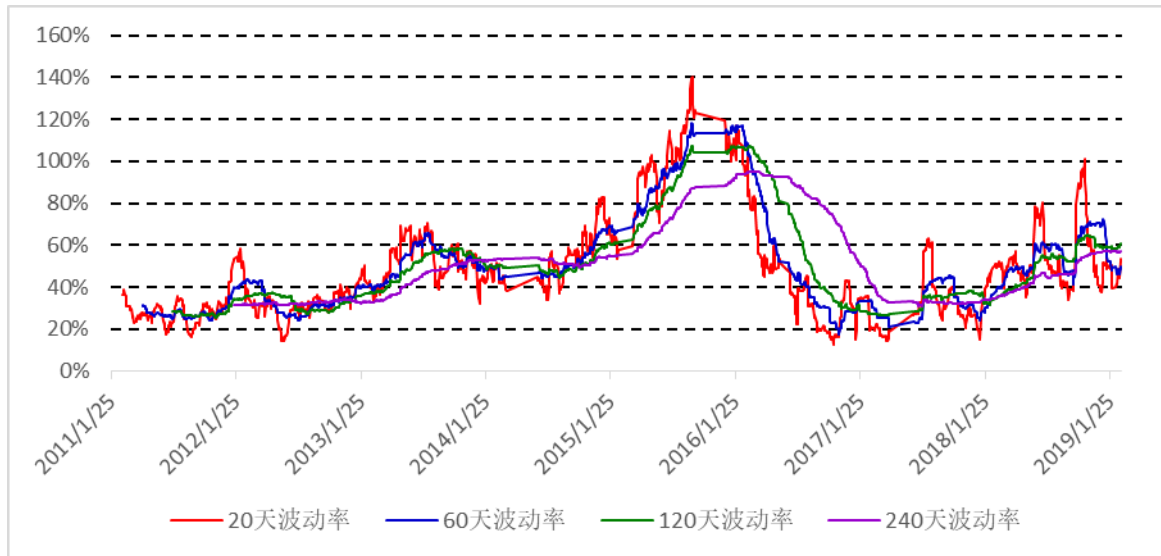
附表 3：万信转 2 的基本要素和条款

发行日	到期日	期限	转股 期限	起始转股日 期	保荐人	评级 机构	信用评 级	担保机 构	发行规模
-----	-----	----	----------	------------	-----	----------	----------	----------	------

2019/3/4	2025/3/4	6年	5.5年	2019/9/9	广州证券	中诚信	AA	无	12亿元
利息		转股价格		转股价格调整		转股价格修正			
票面利率	利息补偿	初始溢价幅度	初始转股价格	派息	送股、转增、增发、配股	修正条件	修正幅度		
0.4%、0.6%、1%、1.5%、1.8%、2%	11%	0.07%	13.62元	调整	调整	存续期内 20 (10) <90%	不低于前 20 个交易日股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者		
回售条款				赎回条款					
回售期限	触发条件	回售价格	赎回触发起始日	触发条件	有条件赎回价格				
最后两个计息年度	30<70%	面值+当期应计利息	转股期内	30 (15) ≥130%	面值+当期应计利息				

资料来源：申万宏源研究

附图 1：万达信息 2011 年以来不同期限股票波动率走势



资料来源：申万宏源研究

附表 4：万达信息自上市以来的波动率表现

波动率统计表	波动率参数			
	20	60	120	240
300168	20	60	120	240
最大值	139.95%	118.12%	107.53%	95.20%
最小值	12.73%	17.68%	25.42%	30.99%
平均值	47.70%	48.74%	49.48%	51.00%
当前值	53.55%	48.67%	60.80%	57.29%

资料来源：申万宏源研究

附表 5：不同股价和波动率下万信转 2 的理论价值（横轴为股价、纵轴为隐含波动率）单位：元

	11.5	11.9	12.3	12.7	13.1	13.5	13.9	14.3	14.7	15.1	15.5	15.9
6%	89.61	90.74	92.13	93.94	96.01	98.61	101.22	104.09	104.09	109.92	112.82	115.73
8%	90.98	92.20	93.51	95.24	97.28	99.43	101.86	104.36	104.36	109.92	112.84	115.76
10%	92.49	93.85	95.18	96.75	98.56	100.49	102.79	105.28	105.28	110.30	113.11	115.97
12%	93.79	95.14	96.46	98.18	99.93	101.94	103.84	105.97	105.97	110.78	113.70	116.36
14%	95.31	96.63	97.95	99.74	101.21	103.28	105.50	107.43	107.43	111.77	114.46	116.89
16%	96.67	97.80	99.42	100.90	102.87	104.48	106.39	108.47	108.47	113.01	115.16	117.70
18%	98.06	99.43	100.74	102.44	103.87	105.89	107.71	109.72	109.72	114.16	116.27	118.54
20%	99.30	100.63	102.23	103.39	105.13	107.14	108.71	110.43	110.43	114.72	116.91	119.11

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。