

固定收益研究/动态点评

2019年02月28日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

殷超
联系人 yinchao014790@htsc.com

万信转 2：医信龙头，再度归来

——可转债新券投资价值分析

相关研究

- 1《固定收益研究：尚荣转债：名虽医疗，实则医建》2019.02
- 2《固定收益研究：美联储转鸽，有何隐含意义？》2019.01
- 3《固定收益研究：PMI 低位企稳，债市趋势转缓》2019.01

核心观点

万达信息（300168.SZ）是国内领先的“互联网+公共服务”综合运营商，成长性较优。转债方面，发行规模适中（12 亿元），债项评级为 AA 级，债底保护一般。定价方面，万信平价不低，参考安井、奇精等相似个券并结合正股基本面判断，我们认为万信转 2 上市首日的平价溢价率将在 7-9% 左右，对应价格在 106-108 元附近。综上，我们建议该券一级市场积极参与申购，上市后可逢低吸纳、收集筹码，作为配置性品种持有或长期关注。

正股基本面：区域政府医疗信息供应商，受益信息化进程，成长稳健

万达信息是国内领先的“互联网+公共服务”综合运营商，主要业务为软件开发、系统集成和运营服务（17 年营收占比 43.1%、40.8%、16.1%）。公司在医疗信息系统服务方面有一定的技术和渠道优势，毛利率达 40.3%（2018Q3），高于同类公司。万达信息已经拥有丰富的医保社保信息化经验，并试图将医疗、医保、医药“三医联动”模式推广至全国。医疗健康信息化更是朝阳行业，地方政府、公众平台、事业单位等都是潜在客户，未来空间可期。总体看，万达信息在政府和公共服务方面竞争优势明显，行业蓝海，成长性较好，在当前转债的正股中亦属于优质标的。

正股估值低，存在安全边际，预计未来业绩逐步兑现或将带来上行动力

公司目前 PE TTM 为 35.6，PB LYR 为 3.71，均处于历史低位，相对同行业亦是中下游。我们认为这种低估与其基本面、成长性并不匹配。一是行业受政府重点推动，需求无忧；二是板块属于近期市场热点，是主线题材之一；三是万信本身在技术和资源竞争力方面较强，收入主要来源于政府订单，业绩增长确定。因此，我们认为万信正股当前股价具有一定的安全边际，随着未来业绩的逐步兑现，其股价或许会有不俗的表现。

持股分散，质押比例尚可，近期无解禁压力，经营压力主要来自应收账款

公司股东相对分散，质押比例尚可（16.43%），近两年无解禁压力。经营方面，公司和地方政府展开医疗信息化合作，有较多应收账款（占流动资产 45%），并有收入延迟确认风险。但目前公司布局较发达省市的医疗和政府信息平台，回款压力不大。受下游需求影响部分子公司收入存在收缩风险，公司业务规模中等，对业绩或将产生扰动。整体看，公司风险可控。

条款分析：债底保护性较弱，但当前平价较高，具有较好的申购安全垫

万信转 2 的票面利率分别为 0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，到期赎回价为 113 元（含最后一期年度利息），期限为 6 年，面值对应的 YTM 为 2.89%；债项评级为 AA 级，以中债 6 年期 AA 企业债到期收益率 5.17% 作为贴现率估算，债底价值为 87.92 元。下修条款为 [10/20, 90%]，有条件赎回条款 [15/30, 130%]，有条件回售条款 [30, 70%，面值+当期应计利息]，条款中规中矩，债底保护性尚可。当前股价 13.43 元，对应平价 98.97 元，有一定的申购安全垫。综上，我们认为该券虽然条款一般，但平价较高，仍然具有较好的申购价值。

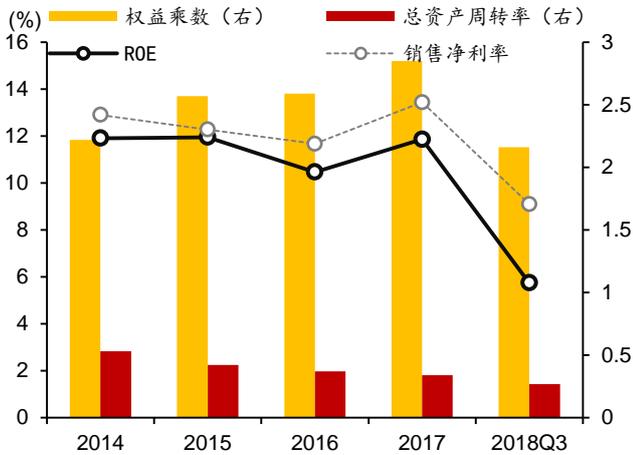
上市定位、价值分析与申购建议

万信转 2 当前平价达到 98.97 元，参考相近规模、同评级的标的安井（平价 99.15 元，平价溢价率 10.13%）和奇精（96.4，7.49%），我们认为万信的成长性更佳，且之前有过转债发行经验，预计上市首日平价溢价率在 7-9% 之间，对应价格在 106-108 元区间。整体看，万信正股基本面优势明显、成长性较好，所处行业空间较大，未来业绩可期；转债保护性尚可，但平价较高，具备一定的申购安全垫。因此，我们建议一级市场积极参与申购，上市后可逢低吸纳、收集筹码，作为配置性品种持有或长期关注。

风险提示：医疗信息化进程放缓、收入延迟确认等影响股价。

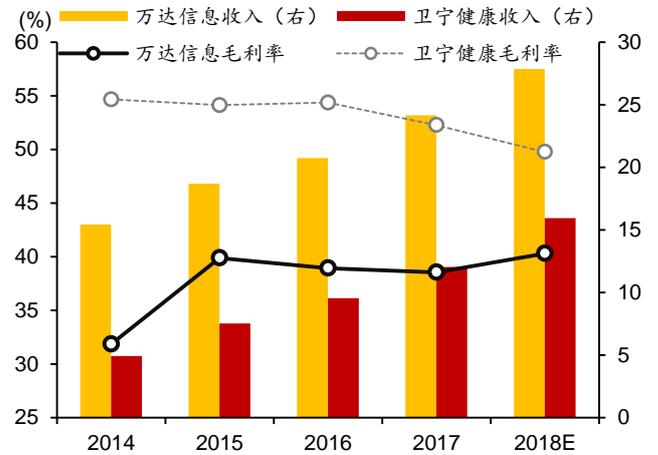
正股重要信息

图表1: 杜邦分析-费用率增加、收入确认延迟致ROE下降



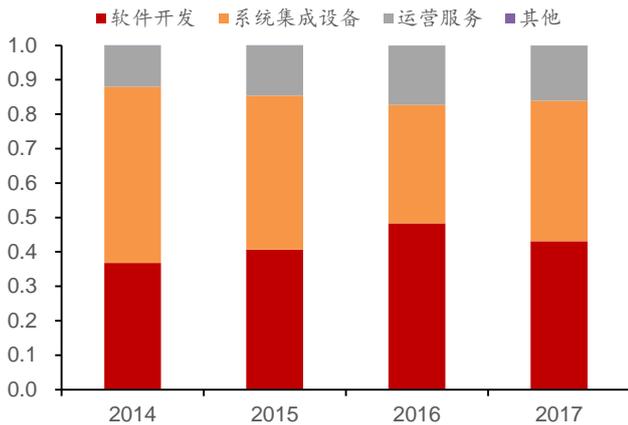
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 万达信息收入增速较快, 毛利率稍低



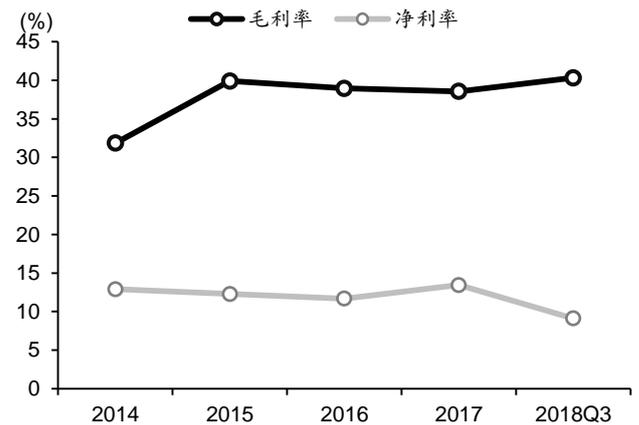
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 万达信息: 分项业务占比稳定



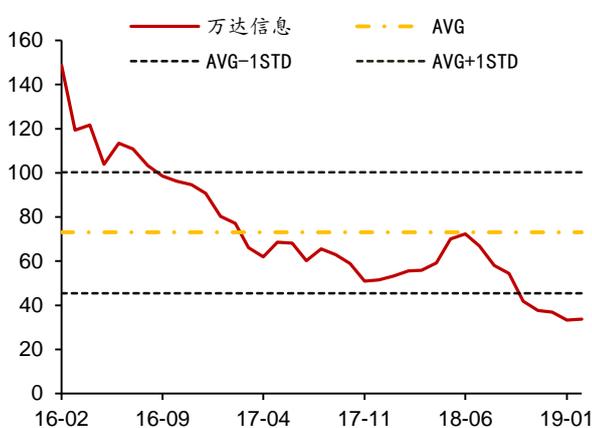
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 毛利率稳定, 费用增加致净利率下滑



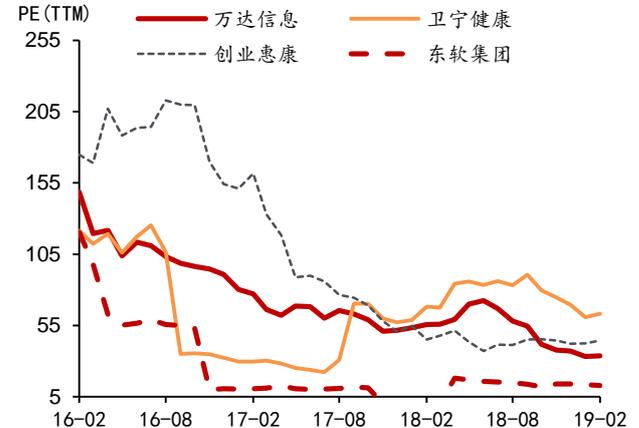
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 万信正股估值下行, 位于历史分位底部



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 估值比同类公司更低



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

转债信息

图表7: 万信转2发行信息

申购代码	123021.SZ (万信转2)	向原A股股东配售比例	0.011
发行公司	万达信息 (300168.SZ)	向老股东配售股权登记日期	2019年3月1日
发行规模	12亿元	向老股东配售日期+网上发行日期	2019年3月4日
发行日期	2019年3月4日	网下发行日期 (T-1日)	2019年3月1日
发行方式	优先配售、网上发行+网下发行+余额包销	最后缴款日	2019年3月6日
主承销商	广州证券股份有限公司	申购限度	网上1000元-100万 网下1000万-10.8亿
最大包销	金额3.6亿, 比例30%	预设比例	网上: 网下=1: 9

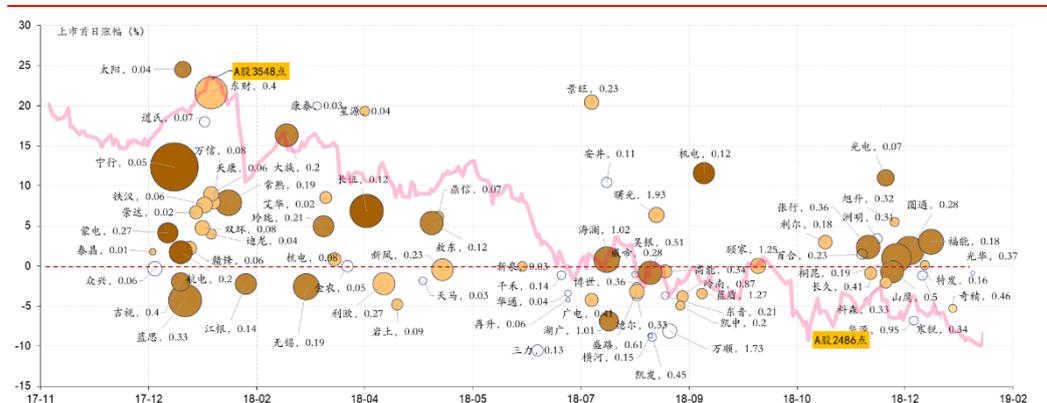
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 万信转2基本条款

转债名称	万信转2	正股名称	万达信息
债券代码	123021.SZ	正股代码	300168.SZ
发行规模	12亿元	正股行业	计算机-IT服务
债项评级	AA	主体评级	AA
存续期	6年	存续时间	始: 2019年3月4日 终: 2025年3月3日
票面利率	0.4%, 0.6%, 1.0%, 1.5%, 1.8%, 2.0%	到期赎回价	113元 (含最后一年利息)
转股价格	13.62元	平价	98.97元 (2019年2月27日)
转股期	6个月	转股起始日	2019年9月9日
下修条款	存续期内, 10/20, 90%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 期满后五个交易日内, 按债券面值的113% (含最后一期利息) 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, 任何连续30日, 股票收盘价低于转股价70% (2) 附加回售条款: 当投资项目的实施情况出现重大变化, 且证监会认定为改变募集资金用途。		

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 2018年以来新券首日涨幅



注: (1) 气泡颜色代表评级高低, 深色评级高, AA-以下为空心; (2) 气泡大小代表发行规模大小; (3) 券名后的数字为转债中签率; (4) 背景红线代表上证指数的走势

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com