

债券市场动态报告

2020/03/05

**科达转债（113569.SH）新券申购价值分析：
云视频业务迎来新契机****核心结论：**

- **立足会议、监控视频业务，布局新兴业务业绩承压，偿债能力良好**
苏州科达科技股份有限公司（603660.SH）是一家从事视频会议系统和视频监控系统的软硬件开发、设备制造、产品销售及技术服务的企业。公司业绩暂时承压：2019年前三季度公司营业收入为17.25亿元，同比增长11.87%；实现归母净利润2292.73万元，同比减少83.64%。根据公司公告，预计2019全年归母净利润约为9066.47万元，同比减少71.84%，主要是公司积极布局新兴业务，毛利率下降所致。这一承压因素逐渐消化后，叠加由云视频远程办公业务带来的机遇，或为公司带来增长空间。偿债能力较强，优于同业，2019年H1利息保障倍数3.59倍，能够满足公司支付利息和偿还债务的需要。受新冠疫情影响，远程办公的视频会议需求增加，市场给予较高估值；题材方面，“云视讯”概念或受资本关注。
- **纯债价值为83.81元，YTM为3.25%，债底保护作用一般**
该转债面值为100元，发行期限为6年，6年的票面利率分别为0.40%、0.80%、1.00%、1.50%、2.00%和3.00%，到期赎回价为115元（含最后一期利息），对应的YTM为3.25%。债项信用等级为AA-（中证鹏元评级），按照2020年3月4日6年期AA-级中债企业债到期收益率（6.3990%）计算，纯债价值为83.81元，债底保护作用一般。
- **转股价值为94.90元，转债条款较为一般**
正股2020年3月4日收盘价为14.12元，初始转股价为14.88元，对应的转股价值为94.90元。该可转债的发行规模为5.16亿元，若以初始转股价（14.88元/股）全部转股，对公司流通股总股本的稀释率为6.88%。主要转债条款较为一般。
- **预计上市价格在109元-117元区间，中签率中枢预计为0.0045%，建议投资者结合自身情况参与申购**
根据最近3个月公募可转债的发行与上市情况，并参考近期上市的可转债中，与科达转债在评级、发行规模等发行条款上较为相似的麦米转债、百川转债等上市首日表现，预计科达转债的上市转股溢价率将处于15%-23%的区间，上市价格在109-117元的区间，中枢为113元。中签率预计在0.0013%-0.0077%，中枢为0.0045%。综合来看，此次发行的可转债发行规模不大，转股价格下修条件、评级和债底保护作用一般，但正股“云视讯”概念或受资本关注，建议投资者结合自身情况参与申购。
申购日期：2020年3月9日。
- **风险提示**
行业竞争加剧，研发落地不及预期。

分析师**洪亮**

座机：（8610）66568750

邮箱：hongliang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010005

特此鸣谢

李欣怡

座机：（8610）85374039

邮箱：lixinyi_yj@chinastock.com.cn

近期报告

2020/03/03 康弘转债（128098.SZ）新券申购价值分析：传统业务稳定，生物医药前景广阔

2020/02/27 桐20转债（113032.SH）新券申购价值分析：产业链布局完整，长丝龙头业绩稳增

2020/02/26 天目转债（113564.SH）新券申购价值分析：一站式旅游目的地典范，主业增长稳健

2020/02/24 宏辉转债（113565.SH）新券定价报告：一体化果蔬服务商，主业经营稳健

2020/02/03 逆回购投放价、量双管齐下，助力逆周期调节

2020/02/02 客观看待疫情影响，债市中期仍将维持震荡行情

2020/01/01 降准如期而至，一箭多雕助力逆周期调节

目 录

一、公司基本面.....	2
1.1 盈利分析：立足会议、监控视频业务，因布局新兴业务业绩承压	2
1.2 偿债能力与流动性分析：整体良好，优于行业平均水平	2
1.3 股权结构分析：股权结构集中但较为分散.....	3
1.4 正股估值分析：估值水平较高，“云视讯”概念或受资本关注.....	3
二、募集资金使用情况	3
三、可转债发行安排与申购方式	4
四、可转债条款分析.....	4
五、发行定价与申购建议.....	5
六、风险提示	7

图 表 目 录

图 1. 2018 年公司营业收入分产品构成情况	2
表 1. 募集资金使用情况	3
表 2. 发行时间安排	4
表 3. 申购方式.....	4
表 4. 可转债主要条款	5
表 5. 科达转债可比券相关指标.....	5
表 6. 科达转债可比券发行指标.....	6

一、公司基本面

苏州科达科技股份有限公司(603660.SH)是一家从事视频会议系统和视频监控系统的软硬件开发、设备制造、产品销售及技术服务的公司。公司构建了视频会议、视频监控两条端到端完整的产品线,致力于解决政府部门、公检法机构、教育、医疗、企业等最终用户的可视化沟通与管理难题,为用户提供了近百款视频会议产品及近千款监控产品。目前,公司拥有遍布全国各个省市100多个服务分支机构,提供7*24小时售后服务和远程技术支持,在国内视频会议市场排名第二,在视频监控系统领域主要面向政府、公检法司等行业级市场。同时,公司注重研发投入,稳步推进基础技术研究,并推动新技术的应用落地。

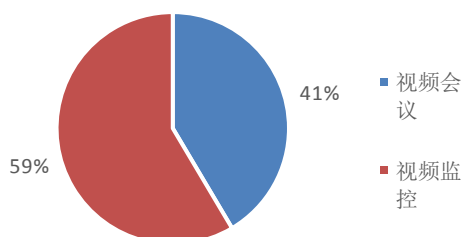
1.1 盈利分析: 立足会议、监控视频业务, 因布局新兴业务业绩承压

公司2018年营业收入为24.54亿元,同比增长34.41%;归母净利润为3.22亿元,同比增长18.90%。2019年前三季度公司营业收入为17.25亿元,同比增长11.87%;实现归母净利润2292.73万元,同比减少83.64%。根据公司公告,预计2019全年归母净利润约为9066.47万元,同比减少71.84%,主要原因是公司加大了视频综合应用相关领域的战略投入,导致报告期内公司发生的费用增速大幅超过了营业收入的增速。同时,公司积极布局指挥中心、视频融合指挥系统等新兴业务,公司整体毛利率较上年同期有所下降。这一承压因素逐渐消化后,叠加由云视频远程办公业务带来的机遇,或为公司带来增长空间。

主营业务方面,公司主营业务由视频会议、视频监控两条产品线构成,为用户提供“优质产品+解决方案”服务,包括有会议平台、会议终端、会议摄像机、小间距LED屏等近百款视频会议产品,以及监控平台、存储、摄像机、移动监控等近千款监控产品。公司每年以高于行业平均水平的研发投入,不断探索视频综合应用领域最新的技术,积累了大量技术储备,在产品安全性方面的研发和产品化也已取得了阶段性成果。

客户需求方面,公司的最终用户主要集中在政府以及公安、法院、检察院、交通、教育等对信息化建设较为重视的行业及部门。用户除对基本的会议系统和监控系统具有一定的需求外,通常倾向于采购视频综合应用一体化解决方案。视频综合应用系统与用户的日常业务系统已实现深度融合,使得用户黏性较强。

图 1. 2018 年公司营业收入分产品构成情况



数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

1.2 偿债能力与流动性分析: 整体良好, 优于行业平均水平

信用方面,公司资产负债率因规模扩大略有上升,流动性指标保持较高水平,偿债能力和流动性水平均高于同业。

截至 2019 年 Q3,

1) 公司资产负债率为 30.67%, 较 2018 年底略有下降, 2016、2017、2018 年公司的资产负债率持续上升, 分别为 24.55%、28.69%、32.00%, 主要原因是公司规模扩大带来的应付账款增加和 2018 年承接承德地区 PPP 项目带来新增的 8000 万长期借款。但公司的资产负债率仍低于行业平均水平, 偿债能力较强。

2) 公司流动比率为 3.21, 速动比率为 2.17, 过去三年公司的流动比率、速动比率均保持在较好水平, 且高于行业平均水平, 短期内具有较强的流动性。

其他指标表现良好, 2019 年 H1 利息保障倍数 3.59 倍, 能够满足公司支付利息和偿还债务的需要。

1.3 股权结构分析: 股权结构集中但较为分散

公司股权结构稳定但较为分散。陈冬根是公司的第一大股东和实际控制人。根据公告, 截至 2019 年 9 月末, 其直接持有公司 25.77% 的股权, 持股比例相对较低, 不排除有第三方通过一致行动、收购等方式获得公司控制权从而而导致控制权发生变动的风险。公司近期无限售股解禁。根据中登披露, 苏州科达未解押股权质押 161.60 万股, 占总股本的 0.32%, 股权质押风险不大。

1.4 正股估值分析: 估值水平较高, “云视讯” 概念或受资本关注

从股票估值水平来看, 2020 年 3 月 5 日, 公司股票的市盈率 (TTM) 为 81.80X, 高于同业可比公司¹中位数 (69.25X), 市净率 (MRQ) 为 4.18X, 略高于同业可比公司中位数 (3.99X), 近期受新冠疫情影响, 远程办公的视频会议需求增加, 因此市场给予较高估值。题材方面, “云视讯” 概念或受资本关注。

二、募集资金使用情况

此次募集资金将分别用于视频人工智能产业化建设、云视讯产业化项目、营销网络建设和补充流动资金, 本次募投项目的实施, 将丰富公司产品线和解决方案, 增强技术研发实力和营销网络覆盖面, 进一步增强公司综合实力。

表 1. 募集资金使用情况

序号	项目名称	投资金额(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	视频人工智能产业化项目	21,660.42	16,200.00
2	云视讯产业化项目	16,965.66	13,800.00
3	营销网络建设项目	10,150.00	6,600.00
4	补充流动资金	15,000.00	15,000.00
	合计	63,776.08	51,600.00

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

¹选取智莱科技、蓝盾股份、胜利精密、三泰控股、天邑股份、飞利信、有方科技、吴通控股、英唐智控、润健股份 10 家, 下同。

三、可转债发行安排与申购方式

2020年3月4日,苏州科达(603660.SH)刊登《发行公告》,公开发行人科达转债(113569.SH)。根据发行公告,2020年3月9日,原股东(2020年3月6日收市后登记在册)可以按每股配售1.024元可转债的比例优先参与配售,申购时需缴付足额资金。同日,社会公众投资者可以通过上交所交易系统参加网上发行,每个账户最小认购单位为1000元,申购上限为100万元,申购时无需缴付申购资金。

表 2. 发行时间安排

日期	事项
T-2 日 2020 年 3 月 5 日 (周四)	刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1 日 2020 年 3 月 6 日 (周五)	1、原股东优先配售股权登记日 2、网上路演
T 日 2020 年 3 月 9 日 (周一)	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》; 3、原无限售股东优先配售认购日(缴付足额资金) 5、网上申购(无需缴付申购资金); 6、确定网上中签率
T+1 日 2020 年 3 月 10 日 (周二)	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 2、网上发行摇号抽签
T+2 日 2020 年 3 月 11 日 (周三)	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上申购中签缴款(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)
T+3 日 2020 年 3 月 12 日 (周四)	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 日 2020 年 3 月 13 日 (周五)	刊登《发行结果公告》

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3. 申购方式

	原股东优先配售	网上申购
参与对象	原股东(2020年3月6日收市后登记在册)	社会公众投资者
平台	上交所交易系统	上交所交易系统
申购代码	753660	754660
申购简称	科达配债	科达发债
申购日期	2020/3/9	2020/3/9
申购保证金	/	/
申购金额范围	每股配售 1.024 元	1000 元-100 万元

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、可转债条款分析

该转债面值为100元,发行期限为6年,6年的票面利率分别为0.40%、0.80%、1.00%、1.50%、2.00%和3.00%,到期赎回价为115元(含最后一期利息),YTM为3.25%。债项信用等级为AA-(中证鹏元评级),按照2020年3月4日6年期AA-级中债企业债到期收益率(6.3990%)计算,纯债价值为83.81元,债底保护作用一般。

正股 2020 年 3 月 4 日收盘价为 14.12 元,初始转股价 14.88 元,则转股价值为 94.90 元。该可转债的发行规模为 5.16 亿元,若以初始转股价(14.88 元/股)全部转股,公司流通股本将增加 0.35 亿股,对公司流通股总股本的稀释率为 6.88%。

该转债的转股价格下修条件较为一般:

1)转股价格下修条件:存续期内,公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价低于当期转股价格的 85%。

2)有条件赎回的条件:转股期内,公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价不低于当期转股价格的 130%。

3)有条件回售条件:最后两个计息年度,公司正股在任意连续 30 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%。

表 4. 可转债主要条款

债券简称	科达转债	发行规模	5.16 亿元
发行价格	100 元	转股价格	14.88 元
到期赎回价	115 元	主体与债项评级	AA- (中证鹏元评级)
到期收益率	3.25%	纯债价值	83.81 元
转股价值	94.90 元	稀释率	6.88%
存续期限	2020 年 3 月 9 日至 2026 年 3 月 8 日		
债券利率	6 年分别为: 0.40%、0.80%、1.00%、1.50%、2.00%和 3.00%		
转股期	2020 年 9 月 13 日至 2026 年 3 月 8 日		
转股下修条款	存续期内, 公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价低于当期转股价格的 85%。		
有条件赎回条款	转股期内, 公司正股在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价不低于当期转股价格的 130%。		
有条件回售条款	最后两个计息年度, 公司正股在任意连续 30 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%。		

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、发行定价与申购建议

我们选取满足以下三个条件的可转债进行比较: 1)2020 年 3 月 4 日转股价值在 90-100 元, 2)债券余额在 2-10 亿元, 3)债项评级为 AA-。11 只符合条件的可转债 2020 年 3 月 4 日的转股溢价率主要处于 15%-23% 的区间。同时参考近期上市的可转债中, 与科达转债在评级、发行规模等发行条款上较为相似的麦米转债、百川转债等上市首日表现, 我们预计科达转债的上市转股溢价率将处于 15%-23% 的区间, 上市价格在 109-117 元区间, 中枢为 113 元。

表 5. 科达转债可比券相关指标

转债简称	债项评级	债券余额	收盘价	转股价值	转股溢价率(%)	所属行业
华通转债	AA-	2.22	115.54	100.00	15.54	医疗保健
未来转债	AA-	6.30	116.78	99.88	16.92	材料
华森转债	AA-	3.00	114.20	99.17	15.16	医疗保健
九洲转债	AA-	3.08	114.78	99.12	15.80	工业
亚泰转债	AA-	4.80	114.11	98.11	16.31	工业
森特转债	AA-	6.00	112.73	95.42	18.14	工业
华源转债	AA-	4.00	110.99	95.35	16.41	材料
荣晟转债	AA-	3.30	110.64	94.66	16.88	材料
百川转债	AA-	5.20	115.15	93.50	23.16	材料
永创转债	AA-	5.12	114.58	93.07	23.11	工业
哈尔转债	AA-	3.00	110.24	91.21	20.86	可选消费
平均值		4.18		96.32	18.03	

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们选取最近3个月满足以下条件的公募可转债的发行情况来预测科达转债的中签率: 1) 网上发行日期在 2019 年 12 月 1 日-2020 年 3 月 1 日, 2) 发行规模在 2-10 亿元, 3) 债项评级为 AA-, 4) 发行方式为股东优先配售和网上发行。

根据 8 只符合条件的可转债的发行情况, 我们估计科达转债的网上获配比例为 10%-45%, 发行规模为 5.16 亿元, 可供投资者申购的金额为 0.516-2.322 亿元。同时, 我们结合近期火热的申购情绪, 预计网上有效申购金额为 30000-40000 亿元, 因此中签率在 0.0013%-0.0077%, 中枢为 0.0045%。

表 6. 科达转债可比券发行指标

证券简称	网上发行日期	债项评级	发行总额(亿元)	网上获配比例(%)	网上有效申购金额(亿元)
天目转债	2020-02-28	AA-	3.00	11.33	36296.38
宏辉转债	2020-02-26	AA-	3.32	19.09	37796.64
百川转债	2020-01-03	AA-	5.20	79.65	21093.18
麦米转债	2019-12-26	AA-	6.55	41.50	17135.12
永创转债	2019-12-23	AA-	5.12	42.32	15213.03
振德转债	2019-12-19	AA-	4.40	24.27	16222.36
森特转债	2019-12-19	AA-	6.00	13.37	16065.42
金牌转债	2019-12-13	AA-	3.92	16.41	13758.10
平均值			4.69	30.99	21697.53

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

综合来看, 公司是一家从事视频会议系统和视频监控系统的软硬件开发、设备制造、产品销售及技术服务的公司。此次发行的可转债规模不大, 转股价格下修条件较为一般。转股价值为 94.90 元, 纯债价值为 83.81 元, YTM 为 3.25%, 评级和债底保护作用一般, 但正股“云视讯”概念或受资本关注。

我们预计科达转债的上市价格在 109 至 117 元的区间, 中枢为 113 元。中签率中枢预计为 0.0045%。建议投资者结合自身情况参与申购。

六、风险提示

行业竞争加剧，研发落地不及预期。

作者简介与承诺

洪亮,策略证券分析师。本人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,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。(本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利)。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司(以下简称银河证券,银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明,所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正,但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断,银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户,本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接,银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便,链接网站的内容不构成本报告的任何部份,客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日,本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%,特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的,属于机密材料,只有银河证券客户才能参考或使用,如接收人并非银河证券客户,请及时退回并删除。除银河证券官方网站外,银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区: 耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn