

城地转债（113596.SH）新券申购价值分析： 桩基与 IDC 双主业布局，盈利能力大幅提升

核心结论：

- **桩基与 IDC 双主业，盈利能力大幅提升**
上海城地香江数据科技股份有限公司（603887.SH）是集总承包、专业承包、勘察、设计一体化施工能力的地基与基础工程领域综合服务商，并通过收购香江科技形成桩基及数据中心双主业的业务结构。公司业绩增长迅猛，2019 年营业收入为 29.24 亿元，同比大幅增长 132.01%；实现归母净利润 3.31 亿元，同比大幅增长 359.12%，整体盈利能力得到大幅提升，主要系在公司桩基与基坑围护业务取得良好发展的同时，于 2019 年 4 月完成对香江科技 100% 股权的收购。公司信用状况整体良好，负债水平合理、资产流动性较高，偿债风险较低。公司股权结构稳定但相对分散，股权质押风险和限售股解禁风险可控。正股估值高于同业可比公司中位数，因公司布局 IDC 领域，具备较高的业绩增长潜力，所以市场给予较高估值。题材方面，“IDC”标的或受资本关注。
- **纯债价值为 77.19 元，YTM 为 2.17%，债底保护作用偏弱**
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%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00% 和 3.00%，到期赎回价为 108 元（含最后一期利息），则 YTM 为 2.17%。债项信用等级为 AA-（新世纪），按照 2020 年 7 月 23 日 6 年期 AA- 级中债企业债到期收益率（6.7763%）计算，纯债价值为 77.19 元，债底保护作用偏弱。
- **平价为 100.45 元，转债下修条件中规中矩**
正股 2020 年 7 月 22 日收盘价为 29.34 元，初始转股价 29.21 元，则平价为 100.45 元。该可转债的发行规模为 12.00 亿元，若以初始转股价（29.21 元/股）全部转股，公司流通股本将增加 0.41 亿股，对公司 A 股总股本的稀释率为 10.93%，压力中等。转债相应条款中规中矩。
- **预计上市价格中枢为 116 元，中签率中枢预计为 0.0049%，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，同时考虑到正股城地股份布局 IDC 业务，今年以来股价表现强劲，我们预计上市转股溢价率区间在 13%-18%，若以目前的平价 100.45 元计算，则上市价格在 114-119 元区间，中枢为 116 元。中签率预计在 0.0028%-0.0070%，中枢约为 0.0049%。综合来看，此次发行的可转债规模中等，转股价格下修条件中规中矩，评级不高，债底保护作用较弱，但正股近半年表现良好，公司基本面较好，布局 IDC 业务后业绩增长迅猛。建议投资者结合自身情况参与申购。
申购日期：2020 年 7 月 28 日
- **风险提示**
IDC 业务增长不及预期，行业竞争加剧。

分析师

李欣怡

座机：（8610）83574039
邮箱：lixinyi_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编号：S0130520050003

近期报告

2020/07/23 国光转债（128123.SZ）新券申购价值分析：植物生长调节剂龙头，主营增长稳健

2020/07/10 欣旺转债（123058.SZ）新券申购价值分析：锂电池模组龙头，优质“5G+新能源”标的

2020/07/09 龙大转债（128119.SZ）新券申购价值分析：全产业链布局的区域肉类龙头企业

2020/07/06 安 20 转债（113592.SH）新券申购价值分析：速冻火锅料制品龙头，业绩增长稳健

2020/06/05 楚江转债（128109.SZ）新券申购价值分析：铜基材料龙头，军工新材料业务打开新增长空间

2020/06/03 新能源汽车产业链可转债全梳理与重点个券盘点

2020/06/02 永兴转债（128110.SZ）新券申购价值分析：铜基材料龙头，军工新材料业务打开新增长空间

2020/06/01 万青转债（127017.SZ）新券申购价值分析：江西水泥龙头，业绩增长稳健

目 录

一、公司基本面	2
1.1 盈利分析：桩基与 IDC 双主业，盈利能力大幅提升	2
1.2 偿债能力与流动性分析：偿债能力保持在良好水平	3
1.3 股权结构分析：股权结构稳定，较为分散	3
1.4 正股估值分析：估值高于同业中位数，“IDC”标的或受资本关注	3
二、募集资金使用情况	3
三、可转债条款分析	4
四、发行定价与申购建议	5
4.1 发行定价估算	5
4.2 中签率估算	5
4.3 申购建议	6
五、风险提示	6
附录. 可转债发行安排与申购方式	7

图 表 目 录

图 1. 2019 年公司营业收入分项目构成情况	2
图 2. 2016-2019 年公司归母净利润增长情况（亿元，%）	2
表 1. 募集资金使用情况	4
表 2. 可转债主要条款	4
表 3. 城地转债可比券相关指标	5
表 4. 城地转债可比券发行指标	5
表 5. 发行时间安排	7
表 6. 申购方式	7

一、公司基本面

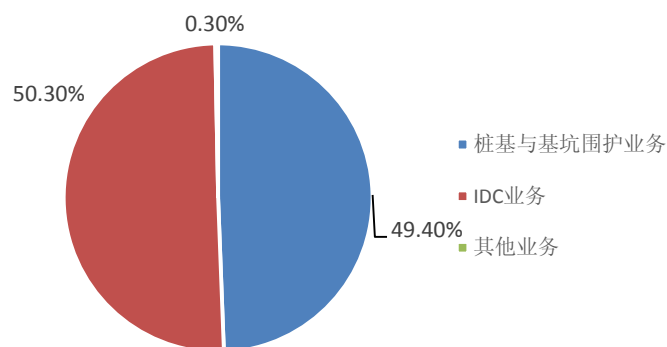
上海城地香江数据科技股份有限公司（603887.SH）是集总承包、专业承包、勘察、设计一体化施工能力的地基与基础工程领域综合服务商，并通过收购香江科技形成桩基及数据中心双主业的业务结构。在工程施工领域，公司具有多项资质与专利，凭借强大的研发实力和先进的施工技术水平，公司积累起品牌效应，在长三角区域及华中完成了多个大型桩基和基坑围护施工项目，项目覆盖房地产、公用市政工程、公用设施、厂房等各类建设工程领域，并与恒大、金地、保利等大型开发商及建筑商均建立了较好的合作关系。在 IDC 领域，全资子公司香江科技具有 IDC 产业链上下游一体化的业务布局，曾服务北京奥运数字大厦、上海联通周浦数据中心二期项目、国家计算机信息安全中心等重大项目，在行业内具有领先地位，有利于公司实现“传统基建”和“新基建”业务互补的新局面。

1.1 盈利分析：桩基与 IDC 双主业，盈利能力大幅提升

公司营业收入呈快速增长态势，2019 年营业收入为 29.24 亿元，同比大幅增长 132.01%；实现归母净利润 3.31 亿元，同比大幅增长 359.12%，整体盈利能力得到大幅提升。公司营收在 2019 年呈现爆发式增长，主要系在公司桩基与基坑围护业务取得良好发展的同时，于 2019 年 4 月正式完成对香江科技 100% 股权的收购。2020 年一季度尽管受到疫情影响，公司依然实现较为稳定的生产经营，营业收入 5.18 亿元，同比增长 44.72%，归母净利润 0.74 亿元，同比增长 211.15%，营业收入与归母净利润均较去年同期大幅增长。

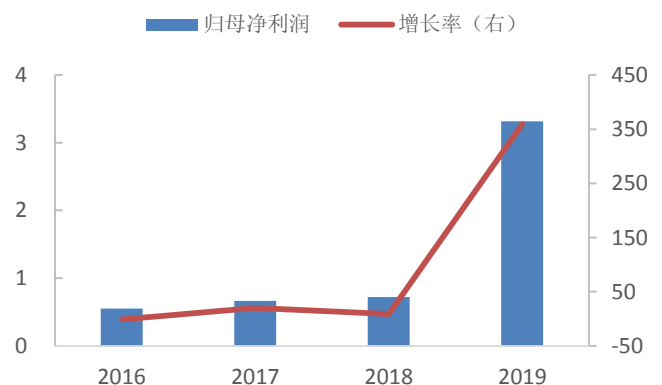
主营业务方面，在 2018 年及以前，公司主要从事桩基、基坑围护及岩土领域相关设计等地基与基础工程服务。在长三角地区整体房地产和基础设施建设领域保持稳定增长的条件下，公司凭借自身的技术优势和深厚的客户资源积累，一直保持营收的稳健增长：桩基与基坑围护业务在 2018 年和 2019 年实现收入 12.3 亿元与 14.5 亿元，较上年同比分别增长 53.31% 和 18.22%。2019 年 4 月完成对香江科技的收购后，公司主营业务新增了 IDC 业务，其营收规模与桩基与基坑围护业务各占半壁江山。香江科技深耕 IDC 领域多年，具有全产业链优势，在 IDC 行业高景气背景下，进一步提高了公司的整体业务规模、营业收入与利润水平，为公司未来发展打开了新的增长空间。

图 1. 2019 年公司营业收入分项目构成情况



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2. 2016-2019 公司归母净利润增长情况（亿元，%）



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：偿债能力保持在良好水平

信用方面，公司资信状况良好、融资渠道稳定，未发生逾期偿还贷款的情况。随着公司业务规模的快速增长，公司资产负债率逐渐提升并向行业平均水平靠拢，流动比率和速动比率亦下降至行业平均水平附近，符合公司所处行业及业务模式的特点，具有合理性。

截至 2019 年末，

1) 公司资产负债率为 48%，2017、2018 年的资产负债率分别为 39%、49%。公司资产负债率在 2018 年有较大幅度的上升，主要系规模扩张所致，不过目前仍低于行业平均值，债务风险较低。

2) 公司流动比率为 1.44，速动比率为 1.03，有所下降，2017、2018 年的流动比率和速动比率分别为 2.33、1.30 和 1.90、0.92。主要由于随着公司业务规模的扩大，公司通过短期借款补充日常经营活动所需资金。此外，公司于 2017 年进行了限制性股票激励计划，在 2017 年末及 2018 年末因回购义务确认负债导致了较大金额的其他应付款，亦一定程度上造成了公司流动比率和速动比率的下降。

其他各项指标良好，2019 年末利息保障倍数为 8.32 倍，虽由于短期借款和利息支出的增加而有所下降，但仍保持在合理水平，同时公司业务规模和盈利水平稳步增长，具备较好的利息偿付能力。

1.3 股权结构分析：股权结构稳定，较为分散

公司股权结构相对分散，谢晓东为公司实际控制人，截至 2020 年 6 月 30 日，谢晓东及其一致行动人卢静芳共持有公司股份比例为 26.08%，占比不高。公司大股东未解押股权质押 3,916.63 万股，占总股本的 10.43%，股权质押风险一般。未来半年内，公司分别有 384.16 万股和 1,542.79 万股限售股将于 2020 年 9 月 8 日和 2020 年 11 月 9 日解禁，分别占总股本的 1.02% 和 4.11%，限售股解禁风险可控。

1.4 正股估值分析：估值高于同业中位数，“IDC”标的或受资本关注

从股票估值水平来看，2020 年 7 月 23 日，公司股票的市盈率 (TTM) 为 28.90X，高于同业可比公司¹中位数 (19.39X)，市净率 (MRQ) 为 3.25X，高于同业可比公司中位数 (1.75X)，因公司布局 IDC 领域，具备较高的业绩增长潜力，所以市场给予较高估值。题材方面，“IDC”标的或受资本关注。

二、募集资金使用情况

此次募集资金将用于沪太智慧云谷数字科技产业园项目一期以及补充流动资金。本次募投项目的实施，有助于公司深化布局 IDC 的产业链各主要环节，继续拓展 IDC 领域的业务规模 and 市场份额，从而优化公司业务结构，进一步提升公司核心竞争力。

¹选取中国建筑、上海建工、龙元建设、重庆建工、华图山鼎、同济科技、宁波建工、华阳国际、华建集团、新城市 10 家，下同。

表 1. 募集资金使用情况

序号	项目名称	总投资额(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	沪太智慧云谷数字科技产业园项目一期	105,442.45	84,045.99
2	补充流动资金	35,954.01	35,954.01
	合计	141,396.46	120,000.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、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%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00% 和 3.00%, 到期赎回价为 108 元(含最后一期利息), 则 YTM 为 2.17%。债项信用等级为 AA-(新世纪), 按照 2020 年 7 月 23 日 6 年期 AA-级中债企业债到期收益率(6.7763%) 计算, 纯债价值为 77.19 元, 债底保护作用偏弱。

正股 2020 年 7 月 23 日收盘价为 29.34 元, 初始转股价 29.21 元, 则平价为 100.45 元。该可转债的发行规模为 12.00 亿元, 若以初始转股价(29.21 元/股)全部转股, 公司流通股本将增加 0.41 亿股, 对公司 A 股总股本的稀释率为 10.93%, 压力中等。

该转债的相应条款中规中矩:

1) 转股价格下修条款: 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%。

2) 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%。

3) 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%。

表 2. 可转债主要条款

债券简称	城地转债	发行规模	12.00 亿元
发行价格	100 元	转股价格	29.21 元
到期赎回价	108 元	主体与债项评级	AA-(新世纪)
到期收益率	2.17%	纯债价值	77.19 元
平价	100.45 元	稀释率	10.93%
存续期限	2020 年 7 月 28 日-2026 年 7 月 28 日		
债券利率	6 年分别为: 0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%和 3.00%		
转股期	2021 年 2 月 4 日-2026 年 7 月 27 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

四、发行定价与申购建议

4.1 发行定价估算

我们选取满足以下三个条件的可转债进行比较: 1) 2020年7月23日平价在93-107元, 2) 债券余额在3-16亿元, 3) 债项评级为AA-。10只符合条件的可转债2020年7月23日的转股溢价率主要处于11%-16%的区间, 由于正股城地股份布局IDC业务, 今年以来股价表现强劲, 我们适当上调转股溢价率区间至13%-18%, 若以目前的平价100.45元计算, 则上市价格在114-119元区间, 中枢为116元。

表3. 城地转债可比券相关指标

转债简称	债项评级	债券余额	收盘价	平价	转股溢价率(%)	所属行业
金力转债	AA-	4.35	116.40	94.11	23.68	有色金属
文灿转债	AA-	5.69	115.43	99.60	15.90	汽车
新春转债	AA-	3.30	107.91	93.83	15.01	机械设备
博世转债	AA-	4.30	115.90	100.90	14.87	公用事业
钧达转债	AA-	3.20	110.05	96.29	14.29	汽车
森特转债	AA-	6.00	109.17	95.61	14.18	建筑装饰
中矿转债	AA-	8.00	121.30	106.76	13.62	采掘
胜达转债	AA-	5.50	109.10	96.20	13.41	轻工制造
众兴转债	AA-	9.19	109.90	97.47	12.76	农林牧渔
华源转债	AA-	4.00	110.52	99.46	11.12	轻工制造
平均值		5.35		98.02	14.88	

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

4.2 中签率估算

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城地转债的中签率: 1) 网上发行日期在2020年4月24日-2020年7月23日, 2) 发行规模在3-16亿元, 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14只符合条件的可转债的发行情况, 我们估计城地转债的网上获配比例为15%-35%, 发行规模为12.00亿元, 可供投资者申购的金额为1.80-4.20亿元。同时, 我们结合近期市场申购状况设定网上有效申购金额至60000-65000亿元, 因此中签率在0.0028%-0.0070%, 中枢约为0.0049%。

表4. 城地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)
花王转债	2020/07/21	AA-	3.30	75.70	74764.92
苏试转债	2020/07/21	AA-	3.10	24.88	51918.26
宏川转债	2020/07/17	AA-	6.70	22.07	67862.90
银信转债	2020/07/15	AA-	3.91	35.46	49962.08
道恩转债	2020/07/02	AA-	3.60	20.79	68297.57
胜达转债	2020/07/01	AA-	5.50	29.75	66501.05
海容转债	2020/06/29	AA-	5.00	20.73	64906.53
N雪榕转	2020/06/24	AA-	5.85	29.45	44404.30
晨光转债	2020/06/17	AA-	6.30	23.17	43697.23
泛微转债	2020/06/15	AA-	3.16	10.97	60072.18
中矿转债	2020/06/11	AA-	8.00	29.40	56516.42
寿仙转债	2020/06/09	AA-	3.60	17.42	59838.25
上机转债	2020/06/09	AA-	6.65	14.24	60215.49
宝通转债	2020/06/05	AA-	5.00	27.33	40780.62

平均值	4.98	27.24	57838.41
-----	------	-------	----------

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

4.3 申购建议

综合来看,公司是地下工程与数据中心双主业的综合服务商。此次发行的可转债规模中等,转股价格下修条件中规中矩。平价为 100.45 元,纯债价值为 77.19 元, YTM 为 2.17%,评级不高,债底保护作用较弱,但正股近半年表现良好,公司基本面较好,布局 IDC 业务后业绩增长迅猛。

我们预计城地转债的上市转股溢价率将处于 13%-18%的区间,若以目前的平价 100.45 元计算,则上市价格在 114-119 元区间,中枢为 116 元。中签率中枢预计为 0.0049%。建议投资者结合自身情况参与申购。

五、风险提示

IDC 业务增长不及预期,行业竞争加剧。

附录. 可转债发行安排与申购方式

表 5. 发行时间安排

日期	事项
T-2 日 2020 年 7 月 24 日 (周五)	刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1 日 2020 年 7 月 27 日 (周一)	1、原股东优先配售股权登记日 2、网上路演
T 日 2020 年 7 月 28 日 (周二)	1、刊登《发行提示性公告》； 2、原股东优先认购日 3、网上申购日 4、确定网上中签率
T+1 日 2020 年 7 月 29 日 (周三)	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 7 月 30 日 (周四)	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上申购中签缴款
T+3 日 2020 年 7 月 31 日 (周五)	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 日 2020 年 8 月 3 日 (周一)	刊登《发行结果公告》

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 6. 申购方式

	原股东优先配售	网上申购
参与对象	原股东 (2020 年 7 月 27 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	753887	754887
申购简称	城地配债	城地发债
申购日期	2020/7/28	2020/7/28
申购保证金	/	/
申购金额范围	每股配售 3.195 元	1000 元-100 万元

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

作者简介与承诺

李欣怡，固定收益分析师，清华大学五道口金融学院金融硕士，中国人民大学经济学学士，2018年5月加入中国银河证券研究院至今，主要从事宏观利率、可转债方面的研究工作。

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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。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