

固收点评 20201207

润建转债：通信技术领先企业，业绩营收稳定增长

事件

- **润建转债（128140.SZ）于 12 月 7 日开始网上申购：**总发行规模为 10.9 亿元，扣除发行费用后，将用于“五象云谷云计算中心项目”。
- **润建转债条款合规合理；上市价格预计在 114-129 元之间：**转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，转股价为 26.55 元/股。下修条款为“15/30、90”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，条款中规中矩。以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.80%（12/04）计算，纯债价值为 91.82 元，债底保护性尚可。按照 12 月 4 日润建的收盘价为 27.48 元，转换平价为 103.50 元，平价溢价率为-3.38%。根据 2020 年 12 月 4 日润建收盘价计算，初始转换平价为 103.50 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计润建转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计润建转债上市价格约 124 元到 129 元之间，建议积极申购。

观点

- **通信技术领先企业，业绩营收稳定增长。**公司主营业务是通信网络建设服务、通信网络维护及优化服务。公司作为国内较早进入通信信息技术服务领域的企业之一，在确保主营业务稳健发展的同时，积极扩展服务范围至信息技术服务、电力与新能源服务、云服务与 IDC 服务等多个领域。公司已具备通信工程施工总承包壹级资质等多项专业资质。公司业务覆盖面较广，目前业务已覆盖全国二十九个省（市），覆盖全国 80%省（市）搭建起辐射全国的综合信息网络技术服务平台。公司主营创收明显，主营创收占比均在 99%以上。
- **5G 带动需求增加，政策支持助力发展。**5G 网络的发展大大增加了移动通信技术服务需求。2019 年 6 月 6 日，我国正式进入 5G 商用元年，通信行业迎来新一轮的投资高峰，为通信网络技术服务行业带来新的发展契机。我国对 5G 通信技术的研究非常重视，启动了“国家 863 计划”第五代移动通信系统重大研发项目。在 2014 年年初的全国科技工作会议上，5G 被列为重点突破的核心关键技术之首。
- **公司经营状况良好，偿债能力良好。**报告期内（2017-2020Q1-3），公司的营业总收入稳步增加，同比增速分别为 21.2%、16.3%、15.0%、13.3%。公司的归母净利润总体稳定，2018 年小幅下滑，主要系流量漫游费取消、4G 流量下调资费价格以及运营商增量不增收的影响。2019 年归母净利润达 23004.62 万元，同比增速为 11.74%，2020Q1-3 归母净利润为 14511.10 万元，同比增速为-0.37%，主要系受新冠肺炎疫情影响。公司偿债能力指标总体较好，负债比例较为合理。
- **财务费用和销售费用占比稳定，管理费用较高。**2017-2020H1，公司销售费用分别为 9,853.66 万元、10,453.92 万元、11,056.25 万元和 5,007.48 万元，销售费用率分别为 3.55%、3.23%、2.97%和 2.91%，销售费用率较低且逐年下降，占营业收入的比例较为稳定。公司管理费用逐年下降，2017 年管理费用较高，主要系公司业务扩展较快，服务网点增多，人员规模扩大，管理人员规模有所上升，职工薪酬、办公水电费、差旅费、汽车费用等较高。报告期内（2017-2020H1），财务费用分别为 1758.24 万元、965.77 万元、-729.08 万元和-1410.70 万元，较为稳定。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、疫情影响市场风险。

2020 年 12 月 07 日

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收周报 20201206：本周股市整体回暖，关注转债投资机会》2020-12-06
- 2、《固收周报 20201206：利率债周报：经济回暖趋势不变，宽松政策继续推行（2020 年第 46 期）》2020-12-06
- 3、《固收点评 2020：超声转债：PCB 领域优质企业，多方面竞争优势彰显发展潜力》2020-12-06
- 4、《固收周报 20201206：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体下降，信用利差收窄》2020-12-06
- 5、《固收周报 20201206：政府雇佣收缩过快，非农环比持续钝化》2020-12-06

内容目录

1. 转债信息	3
2. 基本面分析	5
3. 风险提示	8

图表目录

图 1: 润建股份 2020 年 H1 各板块业务占比	6
图 2: 润建 2017-2020H1 主营创收及占比 (单位:万元)	6
图 3: 润建 2017-2020Q1-3 营业总收入 (单位: 万元)	6
图 4: 润建股份 2017-2020Q1-3 归母净利润率	7
图 5: 润建股份 2017-2020Q1-3 资产周转率及资产负债率	7
图 6: 润建股份 2017-2020H1 三费分析 (单位: 万元)	8

表 1: 润建转债发行认购时间表	3
表 2: 润建转债基本条款	4
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	4
表 4: 债性和股性指标	4
表 5: 相对价值法预测润建转债上市价格 (单位: 元)	5

1. 转债信息

表 1: 润建转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2020 年 12 月 5 日	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2020 年 12 月 6 日	网上路演； 原股东优先配售股权登记日
T	2020 年 12 月 7 日	发行首日 刊登《发行提示性公告》； 原股东优先配售认购日（缴付足额资金）； 网上申购日（无需缴付申购资金）； 确定网上中签率
T+1	2020 年 12 月 8 日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》； 进行网上申购摇号抽签
T+2	2020 年 12 月 9 日	刊登《中签号码公告》 网上中签缴款日
T+3	2020 年 12 月 10 日	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	2020 年 12 月 11 日	刊登《发行结果公告》；

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2: 润建转债基本条款

转债名称	润建转债	正股名称	润建股份
转债代码	128140.SZ	正股代码	002929.SZ
发行规模	10.9 亿元	正股行业	通信-通信设备-通信配套服务
存续期	6 年（2020 年 12 月 7 日至 2026 年 12 月 7 日）	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	26.55 元/股	转股期	6 个月（2021 年 6 月 11 日至 2026 年 12 月 7 日）
票面利率	0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%		
向下修正条款	存续期，15/30，90%		
赎回条款	（1）到期赎回：到期后五个交易日内，以单张可转债 110 元的价格全部赎回 （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%；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 个交易日收盘价低于当期转股价 70% （2）附加回售：募集资金运用的实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3: 募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
五象云谷云计算中心项目	109810.00	109810.00
合计	109810.00	109810.00

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所整理

表 4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	91.82 元	转换平价（以 12/01 收盘价）	103.50 元
纯债溢价率（以面值 100 计算）	8.91%	平价溢价率（以面值 100 计算）	-3.38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，转股价为 26.55 元/股。下修条款为“15/30、90”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，条款中规中矩。以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.80%（12/04）计算，纯债价值为 91.82 元，债底保护性尚可。按照 12 月 4 日润建股份的收盘价为 27.48 元，转换平价为 103.50 元，平价溢价率为 -3.38%。

表 5：相对价值法预测润建转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价		15%	16.25%	17.50%	18.75%	20.00%
-10%	24.73	107.13	108.29	109.45	110.62	111.78
-5%	26.11	113.08	114.31	115.54	116.76	117.99
12/01 收盘价	27.48	119.03	120.32	121.62	122.91	124.20
5%	28.85	124.98	126.34	127.70	129.06	130.41
10%	30.23	130.93	132.35	133.78	135.20	136.62

数据来源：Wind，东吴证券研究所

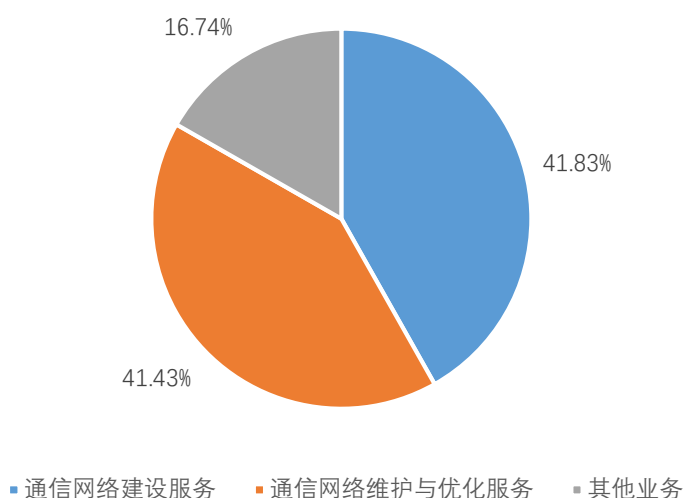
根据 2020 年 12 月 4 日润建股份收盘价 27.48 元计算，初始转换平价为 103.50 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计润建转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计润建转债上市价格约 114 元到 129 元之间。

2. 基本面分析

通信技术领先企业，业绩营收稳定增长。公司是一家专业从事通信网络技术服务的高新技术企业，主营业务是通信网络建设服务、通信网络维护及优化服务。公司拥有专业的网络优化分析团队，与华为、中兴通讯等主流设备商建立了长期的合作关系，具备多厂家、多运营商的综合性网络优化能力。公司作为国内较早进入通信信息技术服务领域的企业之一，在确保主营业务稳健发展的同时，积极扩展服务范围至信息技术服务、电力与新能源服务、云服务与 IDC 服务等多个领域。2019 年以来，上述新业务有所突破，实现了 20,002.92 万元的收入，2020H1，实现了 28,639.82 万元的收入，取得了良好进展。公司一直注重人力资源培育和发展工作，公司已具备通信工程施工总承包壹级资质、信息通信网络系统集成企业服务能力甲级资质等多项专业资质。公司业务覆盖面较广，目前业务已覆盖全国二十九个省（市），覆盖全国 80%省（市），完成了华南、华东、华中、华北、东北、西北、西南七大区域布局，搭建起辐射全国的综合信息网络技术服务平台。公司市场占有率居全国前列，2017 年及 2018 年公司在全国通信技术服务市场的占有率分别为 1.04%和 1.06%。公司经营规模稳步增长，报告期内（2017-2019），公司营业收入分别为 277,839.47 万元、323,168.01 万元和 371,702.50 万元。公司主营创收明显，主营创收均在 99%以上。

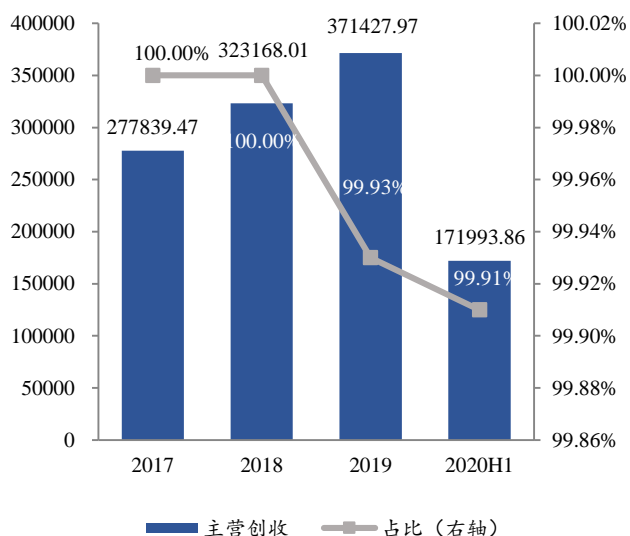
5G 带动需求增加，政策支持助力发展。5G 网络的发展大大增加了移动通信技术服务需求。2019 年 6 月 6 日，我国正式进入 5G 商用元年，通信行业迎来新一轮的投资高峰，进而带动通信网络技术服务行业进入新一轮的增长期，为通信网络技术服务行业带来新的发展契机。5G 市场迅速增长，截至 2019 年底，国内 35 款 5G 手机获得入网许可，国内市场 5G 手机出货量 1,377 万部，呈明显增长趋势。在多个城市已实现 5G 网络的重点市区室外的连续覆盖，并协助各地方政府在展览会、重要场所、重点商圈、机场等区域实现室内覆盖。这些设备的投资和维护带动着通信技术服务行业的快速增长。我国对 5G 通信技术的研究非常重视，启动了“国家 863 计划”第五代移动通信系统重大研发项目。在 2014 年年初的全国科技工作会议上，5G 被列为重点突破的核心关键技术之首。

图 1: 润建股份 2020 年 H1 各板块业务占比



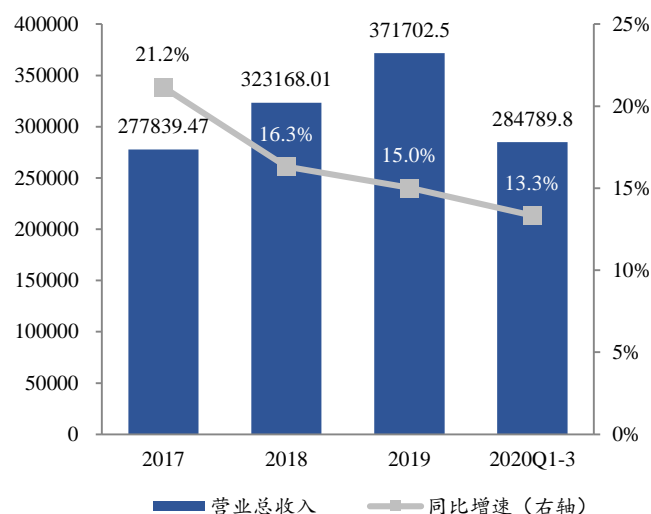
数据来源: 公司募集说明书, 东吴证券研究所

图 2: 润建 2017-2020H1 主营创收及占比 (单位:万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 润建 2017-2020Q1-3 营业总收入 (单位: 万元)

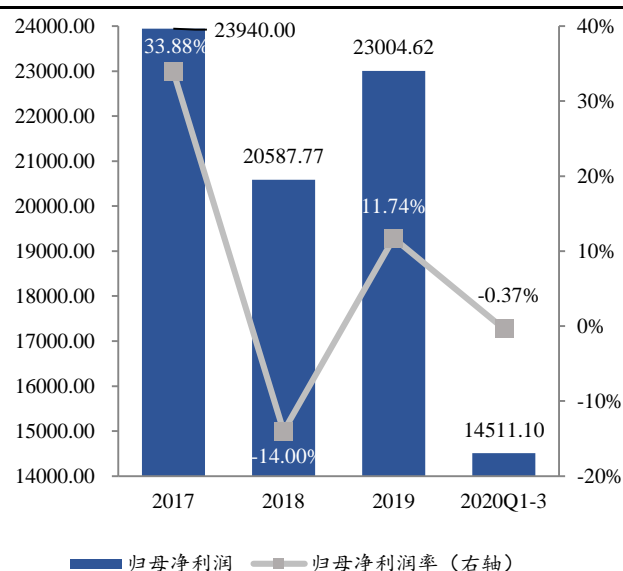


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司营收稳定, 经营状况良好。报告期内 (2017-2020Q1-3), 公司的营业总收入稳步增加, 同比增速分别为 21.2%, 16.3%, 15.0%, 13.3%。公司的归母净利润总体稳定, 2018 年小幅下滑, 主要系流量漫游费取消、4G 流量下调资费价格以及运营商增量不增收的影响, 进而导致收入增幅小于成本增幅, 归母净利润增幅下降甚至出现负增长。

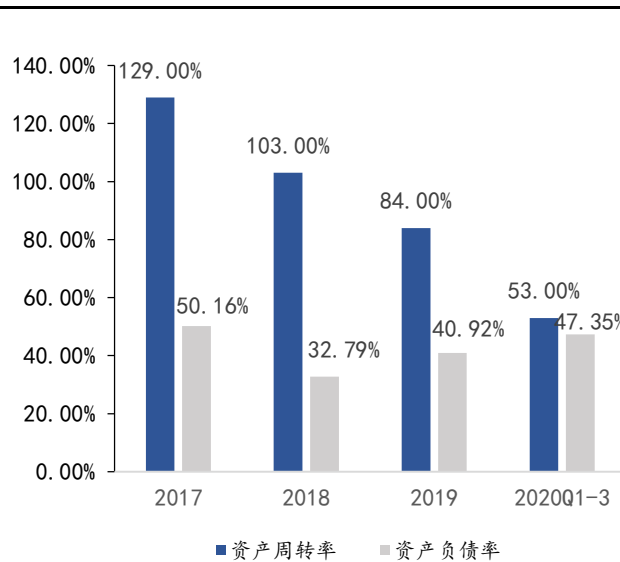
2019 年归母净利润达 23004.62 万元，同比增速为 11.74%，2020Q1-3 归母净利润为 14511.10 万元，同比增速为-0.37%，主要系受新冠肺炎疫情影响。公司报告期内（2017-2020Q1-3），公司偿债能力指标总体较好，负债比例较为合理。2018 年末公司资产负债率相比 2017 年明显下降，主要系 2018 年公司首次公开发行股票使所有者权益大幅增加。公司整体偿债风险较低，有利于公司利用财务杠杆扩大公司规模，使企业价值最大化。

图 4：润建股份 2017-2020Q1-3 归母净利润率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

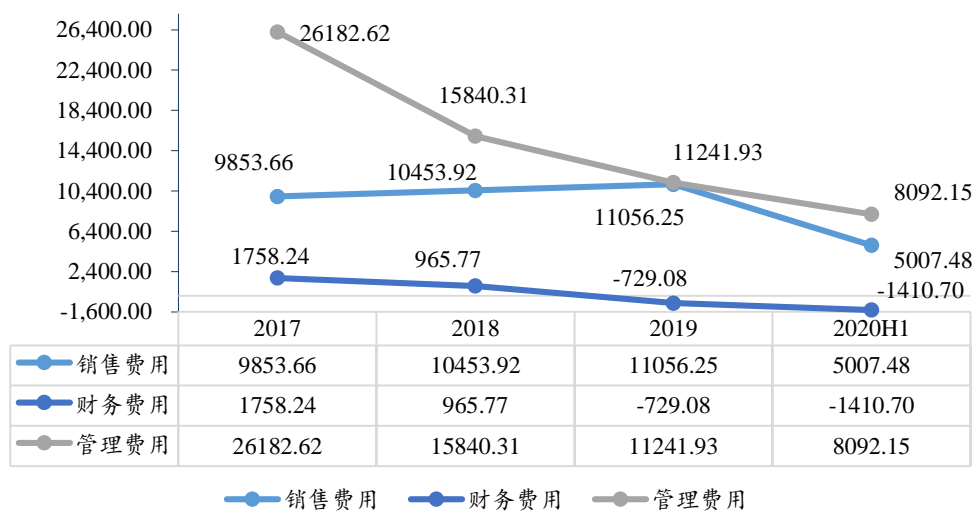
图 5：润建股份 2017-2020Q1-3 资产周转率及资产负债率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

财务费用和销售费用占比稳定，管理费用较高。报告期内（2017-2020H1），公司销售费用分别为 9,853.66 万元、10,453.92 万元、11,056.25 万元和 5,007.48 万元，销售费用率分别为 3.55%、3.23%、2.97%和 2.91%，销售费用率较低且逐年下降，占营业收入的比例较为稳定。主要由市场费用、职工薪酬、仓储物流费用和招待费用构成。公司管理费用逐年下降，2017 年管理费用较高，主要系公司业务扩展较快，服务网点增多，人员规模扩大，管理人员规模有所上升，职工薪酬、办公水电费、差旅费、汽车费用等较高。报告期内（2017-2020H1），财务费用分别为 1758.24 万元、965.77 万元、-729.08 万元和-1410.70 万元，较为稳定。

图 6：润建股份 2017-2020H1 三费分析（单位：万元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3. 风险提示

宏观经济波动风险、疫情影响市场风险。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

