

## 固收点评 20220924

# 新致转债：中国计算机软件领军企业

2022年09月24日

### 事件

- **新致转债(118021.SH)于2022年9月27日开始网上申购**：总发行规模为4.8481亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于分布式paas平台项目和补充流动资金。
- **当前债底估值为64.74元，YTM为2.89%**。新致转债存续期为6年，联合资信评估股份有限公司资信评级为A/A，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.5%、0.7%、1.0%、1.8%、2.2%、3.0%，公司到期赎回价格为票面面值的112.00%（含最后一期利息），以6年A中债企业债到期收益率10.82%（2022-09-23）计算，纯债价值为64.74元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护较差。
- **当前转换平价为94.58元，平价溢价率为5.73%**。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2023年04月10日至2028年09月26日。初始转股价10.70元/股，正股新致软件9月23日的收盘价为10.12元，对应的转换平价为94.58元，平价溢价率为5.73%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为16.07%**。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价10.70元计算，转债发行4.8481亿元对总股本稀释率为16.07%，对流通盘的稀释率为22.52%，对股本有一定的摊薄压力。

### 观点

- **我们预计新致转债上市首日价格在103.67~115.93元之间，我们预计中签率为0.0015%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到新致转债的债底保护性较差，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在16%左右，对应的上市价格在103.67~115.93元之间。我们预计网上中签率为0.0015%，建议积极申购。
- **上海新致软件股份有限公司是国内领先的软件和信息技术服务提供商**。专注于为金融机构提供基于自有产品的信息化通用解决方案，为企业客户提供行业信息化定制解决方案以及向海外发包商提供软件外包服务，公司承担多项上海市重要科研课题或研发产业化项目。
- **2017年以来公司营收保持稳定，2017-2021年复合增速为9.86%**。公司2021年实现营业收入12.82亿元，同比增加19.38%，实现归母净利润1.41亿元，同比增加73.04%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动，2017-2021年复合增速为9.86%。与此同时，归母净利润呈增长趋势，2017-2021年复合增速为41.97%。
- **公司营业收入构成较为稳定，主营业务为IT解决方案和软件类**。自2019年以来，各年主营业务收入占比之和各年均超过95%。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率波动上升，财务费用率和管理费用率波动下降**。2017-2021年，公司销售净利率分别为4.38%、6.56%、7.63%、7.92%和11.30%，销售毛利率分别为26.70%、27.84%、30.51%、32.56%和31.60%，保持稳定，且高于行业平均水平。
- **风险提示：项目进展不及预期风险、违约风险。**

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016  
chenbm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《天赐转债：锂电材料平台型企业》

2022-09-23

《爱迪转债：铝合金压铸行业领军企业》

2022-09-23

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	5
3. 正股基本面分析 .....	7
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1:	2017-2022H1 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022H1 归母净利润及同比增速 (亿元)	7
图 3:	2019-2021 年营业收入构成	8
图 4:	2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2017-2022H1 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2017-2022H1 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022H1 管理费用率水平 (%)	9
表 1:	新致转债发行认购时间表	4
表 2:	新致转债基本条款	4
表 3:	募集资金用途 (单位: 万元)	5
表 4:	债性和股性指标	5
表 5:	相对价值法预测新致转债上市价格 (单位: 元)	6

## 1. 转债基本信息

表1: 新致转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-09-23	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-09-26	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-09-27	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-09-28	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-09-29	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2022-09-30	1、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	2022-10-10	1、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: 新致转债基本条款

转债名称	新致转债	正股名称	新致软件
转债代码	118021.SH	正股代码	688590.SH
发行规模	4.8481 亿元	正股行业	计算机-软件开发-垂直应用软件
存续期	6 年（2022 年 09 月 27 日至 2028 年 09 月 26 日）	主体评级/债项评级	A/A
转股价	10.70 元/股	转股期	2023 年 04 月 10 日至 2028 年 09 月 26 日
票面利率	0.50%、0.70%、1.00%、1.80%、2.20%、3.00%		
向下修正条款	存续期，15/30，85%		
赎回条款	（1）到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以面值的 112%（含最后一期利息）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，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% （2）附加回售：投资项目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
分布式 paas 平台项目	48,297.94	34,231.00
补充流动资金	14,250.00	14,250.00
<b>合计</b>	<b>62,547.94</b>	<b>48,481.00</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

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	64.74 元	转换平价 (以 2022/9/23 收盘价)	94.58 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	54.47%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	5.73%
纯债到期收益率 YTM	2.41%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 64.74 元, YTM 为 2.89%。**新致转债存续期为 6 年, 联合资信评估股份有限公司资信评级为 A/A, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.5%、0.7%、1.0%、1.8%、2.2%、3.0%, 公司到期赎回价格为票面面值的 112.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A 中债企业债到期收益率 10.82% (2022-09-23) 计算, 纯债价值为 64.74 元, 纯债对应的 YTM 为 2.89%, 债底保护较差。

**当前转换平价为 94.58 元, 平价溢价率为 5.73%。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2023 年 04 月 10 日至 2028 年 09 月 26 日。初始转股价 10.7 元/股, 正股新致软件 9 月 23 日的收盘价为 10.12 元, 对应的转换平价为 94.58 元, 平价溢价率为 5.73%。

**转债条款中规中矩。**下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

**总股本稀释率为 16.07%。**按初始转股价 10.7 元计算, 转债发行 4.8481 亿元对总股本稀释率为 16.07%, 对流通盘的稀释率为 22.52%, 对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

**我们预计新致转债上市首日价格在 103.67~115.93 元之间。**按新致软件 2022 年 9 月 23 日收盘价测算, 当前转换平价为 94.58 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的宏丰转债 (转换平价 88.81 元, 评级 A, 发行规模 3.2126 亿元)、天地转债 (转换平价 101.22 元, 评级 A, 发行规模 1.72 亿元)、联诚转债 (转换平价 91.08 元, 评级 A, 发行规模 2.6 亿元), 9 月 23 日转股溢价率分别为 48.55%、61.44%、38.67%。

2) 参考近期上市的天箭转债(上市日转换平价 79.57 元)、嵘泰转债(上市日转换平价 97.02 元)、科蓝转债(上市日转换平价 86.95 元), 上市当日转股溢价率分别为 49.57%、30.16%、34.45%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归, 构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型, 解释变量为: 行业转股溢价率( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日到期收益率( $x_2$ )、前十大股东持股比例( $x_3$ )和上市前一日中证转债成交额取对数( $x_4$ ), 被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为:  $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的实证模型, 其中, 计算机行业的转股溢价率为 21.91%, 2022 年 9 月 23 日 A 级中债企业债到期收益为 10.82%, 2022 年半年报显示新致软件前十大股东持股比例为 57.28%, 2022 年 9 月 23 日中证转债成交额为 47,858,081,638 元, 取对数得 24.59。因此, 可以计算出新致转债上市首日转股溢价率( $y$ )为 16.27%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到新致转债的债底保护性较差, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 16%左右, 对应的上市价格在 103.67~115.93 元之间。

表5: 相对价值法预测新致转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		11.00%	13.00%	16.00%	19.00%	21.00%
-5%	9.61	99.73	101.53	104.23	106.92	108.72
-3%	9.82	101.83	103.67	106.42	109.17	111.01
2022/09/23 收盘价	10.12	104.98	106.87	109.71	112.55	114.44
3%	10.42	108.13	110.08	113.00	115.93	117.87
5%	10.63	110.23	112.22	115.20	118.18	120.16

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 67.18%。新致软件的前十大股东合计持股比例为 57.28% (2022/3/31), 股权较为集中。假设前十大股东 80%参与优先配售, 其他股东中有 50%参与优先配售, 我们预计原股东优先配售比例为 67.18%。

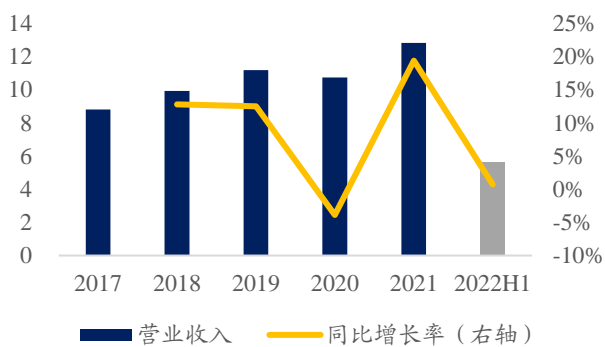
我们预计中签率为 0.0015%。新致转债发行总额为 4.8481 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 67.18%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.59 亿元。新致转债仅设置网上发行, 近期发行的博实转债(评级 AA, 规模 4.50 亿元)网上申购数约 1030.77 万户, 兴发转债(评级 AA+, 规模 28.00 亿元)网上申购数约 1029.44 万户, 密卫转债(评级 AA-, 规模 8.72 亿元)网上申购数约 1039.71 万户。我们预计新致转债网上有效申购户数为 1033.31 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0015%。

### 3. 正股基本面分析

上海新致软件股份有限公司是国内领先的软件和信息技术服务提供商。专注于为金融机构提供基于自有产品的信息化通用解决方案，为企业客户提供行业信息化定制解决方案以及向海外发包商提供软件外包服务,公司承担多项上海市重要科研课题或研发产业化项目。公司是国家发展和改革委员会、工业和信息化部、商务部、财政部和国家税务总局联合认定的“国家规划布局内重点软件企业”，是“高新技术企业”、“上海市企业技术中心”、“上海市科技小巨人企业”、“上海软件企业规模百强”，连续多年被评为“上海市明星软件企业”。

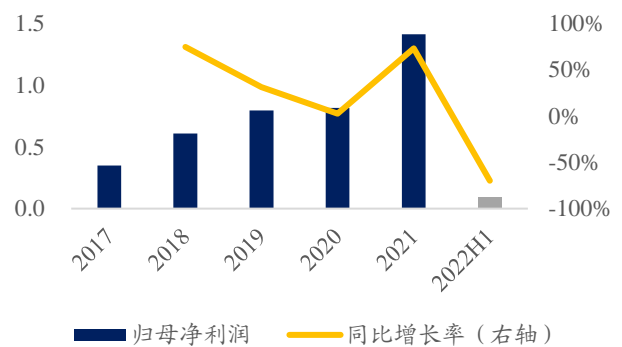
2017年以来公司营收保持稳定，2017-2021年复合增速为9.86%。公司2021年实现营业收入12.82亿元，同比增加19.38%，实现归母净利润1.41亿元，同比增加73.04%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动，2017-2021年复合增速为9.86%。与此同时，归母净利润呈增长趋势，2017-2021年复合增速为41.97%。其中，2020年营业收入和归母净利润都有所下降，主要是由于软件开发业务受疫情影响毛利有所下降，其余报告期内各年度均呈稳步上升趋势。

图1: 2017-2022H1 营业收入及同比增速 (亿元)



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

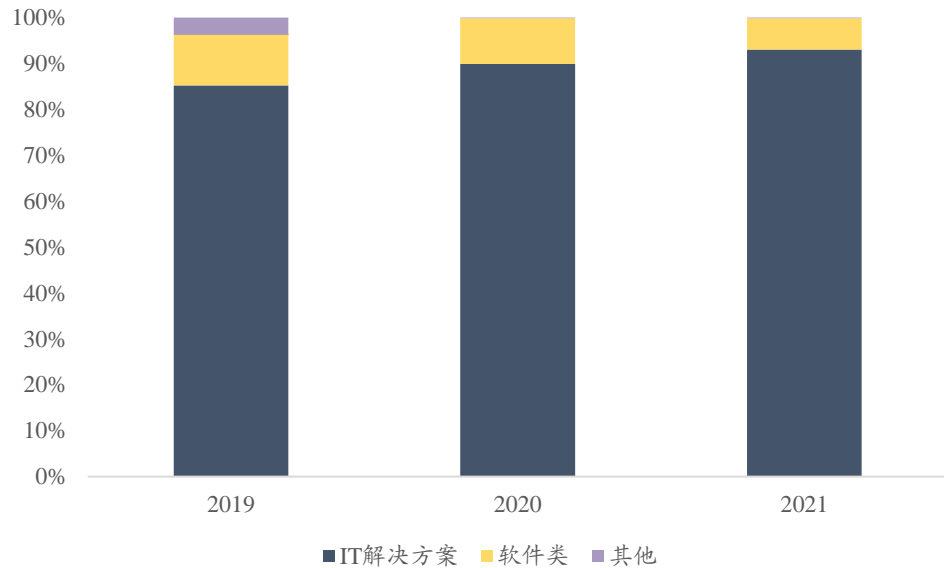
图2: 2017-2022H1 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司营业收入构成较为稳定，主营业务为 IT 解决方案和软件类。自 2019 年以来，各年主营业务收入占比之和各年均超过 95%。

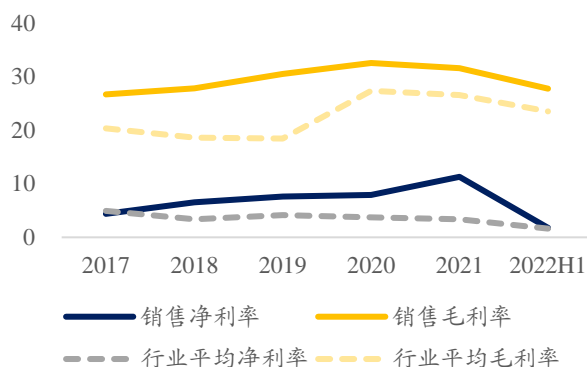
图3: 2019-2021 年营业收入构成



数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

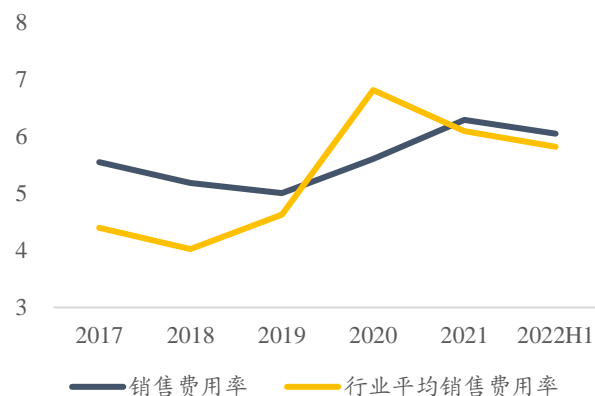
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率波动上升，财务费用率和管理费用率波动下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 4.38%、6.56%、7.63%、7.92%和 11.30%，销售毛利率分别为 26.70%、27.84%、30.51%、32.56%和 31.60%，保持稳定，且高于行业平均水平。销售费用率呈波动上升趋势，主要系公司上市后新增销售团队，加强了对下游客户的开拓力度所致。财务费用率呈波动下降趋势，2019 年度至 2020 年度，随着借款规模的增加，公司利息支出金额有所上升；2021 年度，随着公司首次公开发行股份募集资金到位产生较多的利息收入，以及公司银行借款的逐步清偿，使得财务费用金额和费用率较报告期前两年产生一定幅度的下降。2022 年 1-6 月，公司加强资金管理，平均借款余额、借款利率均较上年同期有所降低，利息支出减少使得当期财务费用有所下降。公司管理费用率波动下降，主要原因系公司加强了对各项管理费用的管控。2021 年度，公司管理费用率上升，主要原因为：1) 管理人员人数增加导致的管理人员薪酬、办公费用增加；2) 公司因实施 2021 年度限制性股票激励计划年末计提 1,167.56 万元股份支付费用。2022 年 1-6 月，公司管理费用率有所降低，主要系本期受疫情影响公司加强采购及费用管控，日常办公费及折旧摊销费用支出减少所致。

图4: 2017-2022H1 销售毛利率和净利率水平 (%)



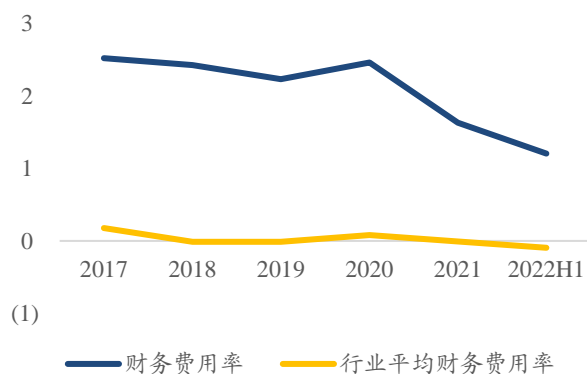
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022H1 销售费用率水平 (%)



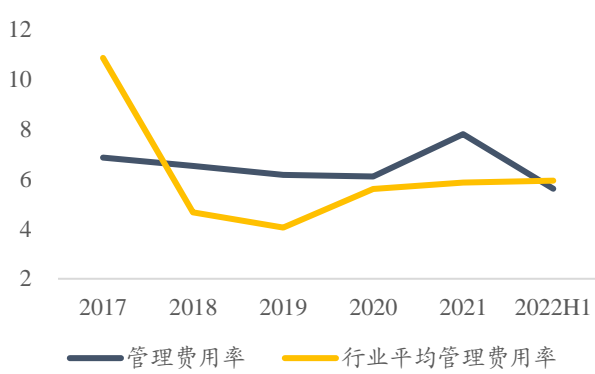
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2017-2022H1 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2017-2022H1 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图 4-7 中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的额相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营收入较大的公司的影响, 弱化主营收入较小的公司的影响。

#### 4. 风险提示

项目进展不及预期风险、违约风险。

## 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>

