

固收点评 20230418

正元转债：智慧校园服务新生态的引领者

2023年04月18日

关键词：#新需求、新政策 #一体化

事件

- **正元转 02 (123196.SZ) 于 2023 年 4 月 18 日开始网上申购：**总发行规模为 3.51 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于基础教育管理与服务一体化云平台项目。
- **当前债底估值为 71.93 元，YTM 为 3.06%。**正元转 02 存续期为 6 年，中证鹏元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：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.96%（2023-04-14）计算，纯债价值为 71.93 元，纯债对应的 YTM 为 3.06%，债底保护一般。
- **当前转换平价为 96.89 元，平价溢价率为 3.20%。**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 10 月 24 日至 2029 年 04 月 17 日。初始转股价 32.85 元/股，正股正元智慧 4 月 14 日的收盘价为 31.83 元，对应的转换平价为 96.89 元，平价溢价率为 3.20%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.07%。**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 32.85 元计算，转债发行 3.51 亿元对总股本稀释率为 7.07%，对流通盘的稀释率为 7.07%，对股本摊薄压力较小。
- **我们预计正元转 02 上市首日价格在 109.97~122.76 元之间，我们预计中签率为 0.0013%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到正元转 02 的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 20% 左右，对应的上市价格在 109.97~122.76 元之间。我们预计网上中签率为 0.0013%，建议积极申购。

观点

- **2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 20.53%。**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 20.53%。2021 年，公司实现营业收入 9.48 亿元，同比增加 14.77%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 8.62%。2021 年实现归母净利润 0.58 亿元，同比增加 111.35%。
- **公司主营业务稳定，系统建设、智能管控和运营与服务为其主要营收来源。**2019-2021 年三大主营业务合计占营业收入的比例分别为 100%、99.97% 和 100%。系统建设收入主要为智慧一卡通系统建设，占营业收入比重最高，系公司最主要的收入来源，2019-2021 年占比分别为 77.05%、75.61%、78.80%，收入结构稳定。智慧一卡通系统近年来在教育系统内得到了迅速的推广和普及，融合智能服务模式代替了传统的校园管理模式，深受各大高等院校的青睐。
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率上行，财务费用率和管理费用率维稳。**2017-2021 年，公司销售净利率分别为 9.19%、8.84%、5.84%、3.63% 和 6.80%，销售毛利率分别为 39.51%、39.78%、37.85%、37.35% 和 40.42%。
- **风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。**

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《半导体产业链转债复盘(5)——深科、联得转债》

2023-04-18

《转债行业图谱系列(五)：公用事业燃气行业可转债梳理(可转债分析与推荐篇)》

2023-04-18

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
3.1. 财务数据分析	7
3.2. 公司亮点分析	9
4. 风险提示	11

图表目录

图 1:	2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	7
图 2:	2017-2022Q1-3 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:	2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	公司研发费用及占营业收入比例	10
表 1:	正元转债发行认购时间表	4
表 2:	正元转债基本条款	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:	相对价值法预测正元转债上市价格 (单位: 元)	6
表 6:	重点开拓地区客户数量销售技术服务人员分布	11

1. 转债基本信息

表1: 正元转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-04-14	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2023-04-17	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2023-04-18	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	2023-04-19	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	2023-04-20	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	2023-04-21	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	2023-04-24	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: 正元转债基本条款

转债名称	正元转债	正股名称	正元智慧
转债代码	123196.SZ	正股代码	300645.SZ
发行规模	3.51 亿元	正股行业	计算机-计算机设备-其他计算机设备
存续期	2023 年 04 月 18 日至 2029 年 04 月 17 日	主体评级/债项评级	A+/A+
转股价	32.85 元	转股期	2023 年 10 月 24 日至 2029 年 04 月 17 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.60%,1.50%,1.80%,2.00%.		
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，公司将以本次可转债票面面值的 115%（含最后一期利息）全部赎回 (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，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
基础教育管理与服务一体化云平台项目	34,673.00	25,073.00
补充营运资金项目	10,000.00	10,000.00
合计	44,673.00	35,073.00

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	71.93 元	转换平价 (以 2023/4/14 收盘价)	96.89 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	39.02%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	3.20%
纯债到期收益率 YTM	3.06%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 71.93 元, YTM 为 3.06%。正元转 02 存续期为 6 年, 中证鹏元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: 0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.96% (2023-04-14) 计算, 纯债价值为 71.93 元, 纯债对应的 YTM 为 3.06%, 债底保护一般。

当前转换平价为 96.89 元, 平价溢价率为 3.20%。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 10 月 24 日至 2029 年 04 月 17 日。初始转股价 32.85 元/股, 正股正元智慧 4 月 14 日的收盘价为 31.83 元, 对应的转换平价为 96.89 元, 平价溢价率为 3.20%。

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 7.07%。按初始转股价 32.85 元计算, 转债发行 3.51 亿元对总股本稀释率为 7.07%, 对流通盘的稀释率为 7.07%, 对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计正元转 02 上市首日价格在 109.97~122.76 元之间。按正元智慧 2023 年 4 月 14 日收盘价测算, 当前转换平价为 96.89 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的阿拉转债 (转换平价 99.65 元, 评级 A+, 发行规模 3.874 亿元)、华锐转债 (转换平价 115.33 元, 评级 A+, 发行规模 4.亿元)、银微转债 (转换平价 92.05 元, 评级 A+, 发行规模 5.亿元), 4 月 14 日转股溢价率分别为

32.01%、23.74%、38.22%。

2) 参考近期上市的亚康转债(上市日转换平价 106.72 元)、春 23 转债(上市日转换平价 94.42 元)、华特转债(上市日转换平价 121.10 元), 上市当日转股溢价率分别为 47.40%、36.01%、26.85%。

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的到期收益率(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上市首日转股溢价率实证模型, 其中, 计算机行业的转股溢价率为 21.91%, 中债企业债到期收益为 8.96%, 2022 年三季报显示正元智慧前十大股东持股比例为 40.23%, 2023 年 4 月 14 日中证转债成交额为 56,609,964,853 元, 取对数得 24.76。因此, 可以计算出正元转 02 上市首日转股溢价率为 17.23%。

综合可比标的以及实证结果, 考虑到正元转 02 的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 20%左右, 对应的上市价格在 109.97~122.76 元之间。

表5: 相对价值法预测正元转债上市价格(单位: 元)

转股溢价率/正股价		15.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%
-5%	30.24	105.86	107.70	110.46	113.22	115.06
-3%	30.88	108.09	109.97	112.79	115.61	117.49
2023/04/14 收盘价	31.83	111.43	113.37	116.27	119.18	121.12
3%	32.78	114.77	116.77	119.76	122.76	124.75
5%	33.42	117.00	119.04	122.09	125.14	127.17

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 **62.07%**。正元智慧的前十大股东合计持股比例为 40.23% (2022/09/30), 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 62.07%。

我们预计中签率为 **0.0013%**。正元转 02 发行总额为 3.51 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 62.07%, 剩余网上投资者可申购金额为 1.33 亿元。正元转 02 仅设置网上发行, 近期发行的百洋转债(评级 AA-, 规模 8.60 亿元)网上申购数约 1002.16 万户, 科思转债(评级 AA-, 规模 7.25 亿元)1029.52 万户, 海能转债(评级 AA-, 规模 6 亿

元) 1029.96 万户。我们预计正元转 02 网上有效申购户数为 1020.55 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0013%。

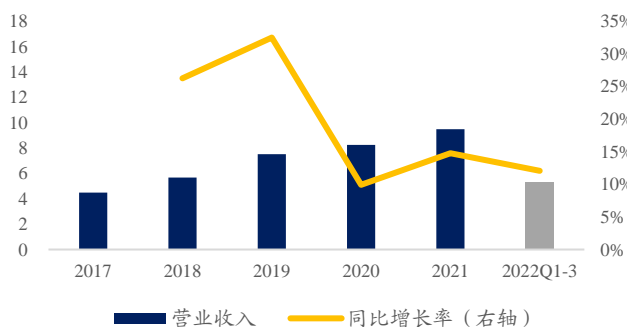
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

正元智慧是国家火炬计划重点高新技术企业，深耕智慧校园服务生态，长期致力于校园信息化建设，在原有一卡通积淀的基础上，运用新一代 AIoT（人工智能+大数据+区块链+云计算+物联网）数字技术，着力构建物联中台、业务中台、数据中台、算法中台，推出一体化智能化的协同融合服务平台，打造多技术融合、多主体协同、多场景应用的智慧校园全面解决方案，核心技术拓展到军警、企事业、社区等，形成智慧园区解决方案。同时不断满足创造客户需求，挖掘客户价值，积极拓展运营服务和增值服务，实现线上线下、ToB/ToC 服务一体化，为数千万大学生和企事业单位员工提供智慧化服务。

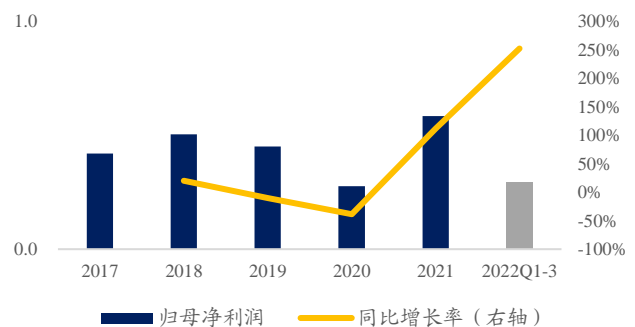
2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 20.53%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 20.53%。2021 年，公司实现营业收入 9.48 亿元，同比增加 14.77%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 8.62%。2021 年实现归母净利润 0.58 亿元，同比增加 111.35%。归母净利润波动较大，主要系 2020 年度公司归母净利润较低，不可抗力导致公司 2020 年上半年运营类收入大幅减少及公司乔迁新办公大楼增加了装修、办公家具、房租等费用支出。2022 年 Q1-3，公司实现营业收入 5.30 亿元，同比增加 12.06%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比增加 251.87%。

图1：2017-2022Q1-3 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2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）

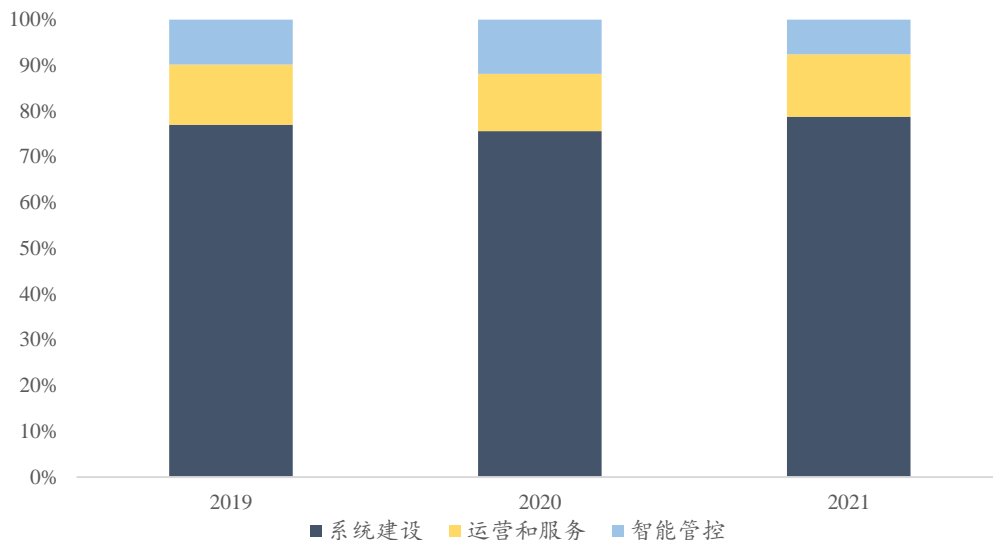


数据来源：公司年报，wind，东吴证券研究所

公司主营业务稳定，系统建设、智能管控和运营与服务为其主要营收来源。2019-2021 年三大主营业务合计占营业收入的比例分别为 100%、99.97%和 100%。系统建设收入主要为智慧一卡通系统建设，占营业收入比重最高，系公司最主要的收入来源，2019-2021 年占比分别为 77.05%、75.61%、78.80%，收入结构稳定。智慧一卡通系统近

年来在教育系统内得到了迅速的推广和普及，融合智能服务模式代替了传统的校园管理模式，深受各大高等院校的青睐。

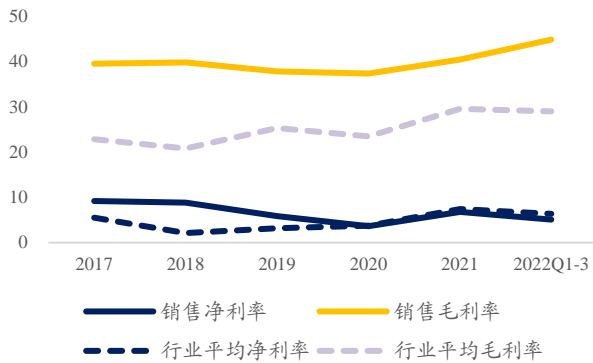
图3: 2019-2021 年营业收入构成



数据来源: wind, 东吴证券研究所

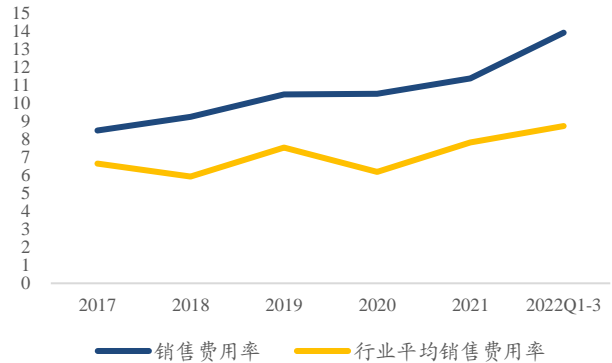
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率上行，财务费用率和管理费用率维稳。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 9.19%、8.84%、5.84%、3.63%和 6.80%，销售毛利率分别为 39.51%、39.78%、37.85%、37.35%和 40.42%。公司销售费用逐年增长，2017-2021 年占比分别为 8.49%、9.25%、10.50%、10.52%和 11.39%。主要为职工薪酬、业务招待费、差旅交通费和办公费等。随着业务规模的扩张，公司已在全国设立销售网点，导致销售费用逐年增长。

图4：2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



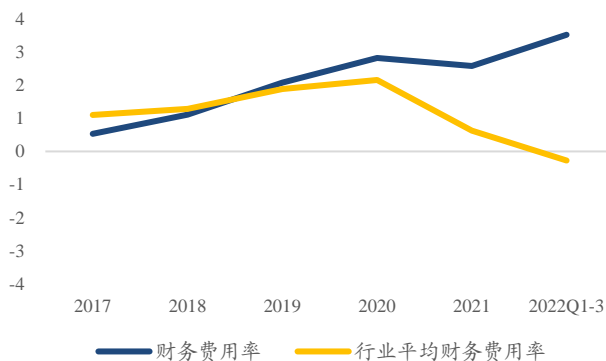
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2017-2022Q1-3 销售费用率水平（%）



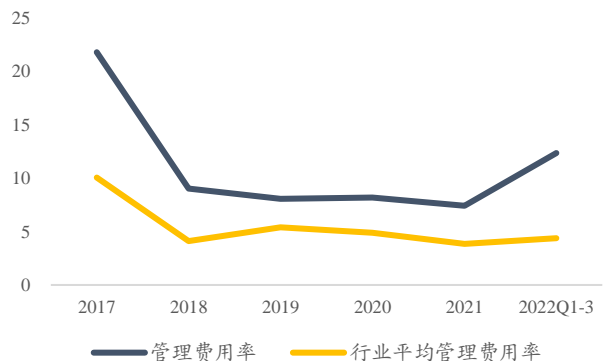
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2017-2022Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2022Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

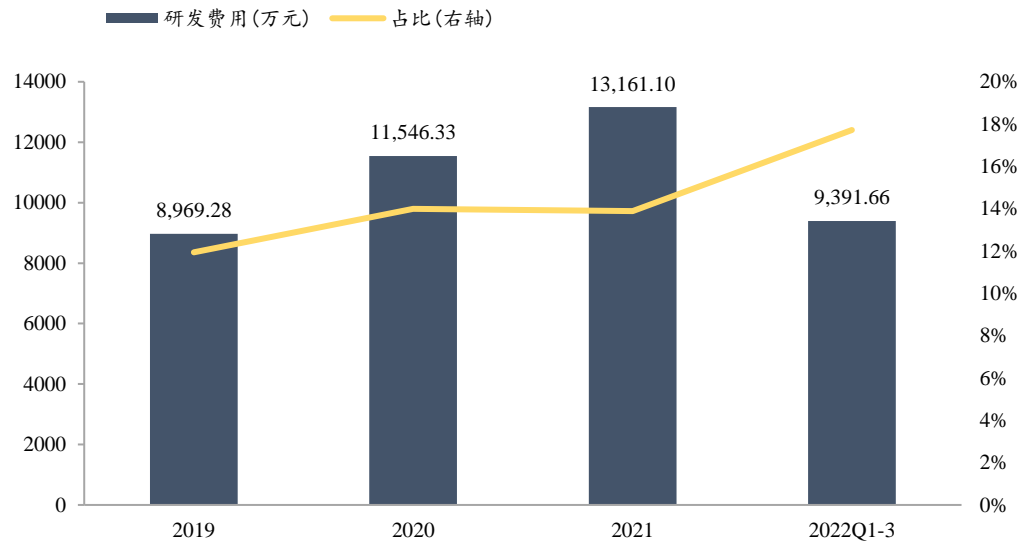
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点分析

多技术融合创新，协同生态建设优势。公司把握智慧校园服务体系构建的重点方向，在为客户提供智慧校园的聚合支付、身份识别、身份核验、安防控制、水电节能、校园事务等服务的基础上，进一步实现校园数据治理、应用治理、物联管控等智慧场景，为师生提供更加便利舒适的生活环境和智能开放的教育教学氛围，改变师生与学校资源、环境的交互方式，提供管理精细化、数据价值最大化的品质服务。近年来通过不断整合，在加大内部生态建设的同时，广泛与产业链上下游和行业巨头达成战略合作。不断丰富校园场景化应用。针对智慧校园场景下的多种细分领域和综合层面的需求形成智慧化解

决方案，完善公司在智慧高校领域的全产业链布局，构建智慧校园服务生态，打造正元智慧产业联盟。

图8: 公司研发费用及占营业收入比例



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

不断扩展的客户资源和完善的营销网络。经过长期的市场经营与运维服务，公司在国内区域市场份额得到了进一步的扩大，积累并沉淀了大批优质客户，逐步形成了较强的品牌影响力。除在教育行业拥有广泛的市场基础外，公司还在电力、医疗、政府、军警等其他领域也有成功的行业案例。通过对已有客户的优质服务，不断实现产品迭代，延伸产品服务链，在增强客户黏性的同时，确保主营业务的持续稳定增长。公司实行直销的销售模式，便于自主掌控市场资源。在营销方面多管齐下，积极开辟新区域新市场，全国营销网络体系进一步完善。同时，与区域型、产品型优势企业进行合作，实现市场的快速切入与扩张。公司坚持根据地式的市场建设策略，逐步形成若干密集、稳固、平稳增长的用户群，使公司拥有更大的市场主动权，同时又可整合资源进行行业业务拓展。

表6: 重点开拓地区客户数量销售技术服务人员分布

地区	当地已合作高校客户数量	当地高校总数	高校覆盖率	销售及技术服务人员数量
金华市	8	8	100%	13
台州市	4	4	100%	13
衢州市	2	2	100%	3
青岛市	18	24	75%	12
浙江省其他地区	93	95	98%	97
河北省	24	124	19%	10
湖北省	35	130	27%	14
江苏省	64	168	38%	32
山东省其他地区	96	129	74%	53
总计	344	684	50%	247

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

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>

