

## 固收点评 20231222

# 神码转债：IT 分销龙头布局云和信创

关键词：#新需求、新政策

### 事件

- **神码转债 (127100.SZ) 于 2023 年 12 月 21 日开始网上申购**：总发行规模为 13.39 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于神州鲲泰生产基地项目、数云融合实验室项目和信创实验室项目。
- **当前债底估值为 92.53 元，YTM 为 2.41%**。神码转债存续期为 6 年，东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 3.77%（2023-12-20）计算，纯债价值为 92.53 元，纯债对应的 YTM 为 2.41%，债底保护较好。
- **当前转换平价为 89.39 元，平价溢价率为 11.87%**。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 2024 年 06 月 27 日至 2029 年 12 月 20 日。初始转股价 32.51 元/股，正股神州数码 12 月 20 日的收盘价为 29.06 元，对应的转换平价为 89.39 元，平价溢价率为 11.87%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为 5.79%**。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 32.51 元计算，转债发行 13.39 亿元对总股本稀释率为 5.79%，对流通盘的稀释率为 6.97%，对股本摊薄压力较小。

### 观点

- **我们预计神码转债上市首日价格在 110.12~122.45 元之间，我们预计中签率为 0.0059%**。综合可比标的以及实证结果，考虑到神码转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 110.12~122.45 元之间。我们预计网上中签率为 0.0059%，建议积极申购。
- **神州数码集团股份有限公司是国内 IT 分销龙头**，近年来致力于成为领先的数字化转型合作伙伴，围绕企业数字化转型的关键要素，开创性的提出“数云融合”战略和技术体系框架，着力在云原生、数字原生、数云融合关键技术和信创产业上架构产品和服务能力，为处在不同数字化转型阶段的快消零售、汽车、金融、医疗、政企、教育、运营商等行业客户提供泛在的敏捷 IT 能力和融合的数据驱动能力。
- **2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 9.08%**。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“倒 V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 9.08%。2022 年，公司实现营业收入 1158.80 亿元，同比减少 5.32%。与此同时，归母净利润也呈“倒 V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 18.32%。2022 年实现归母净利润 10.04 亿元，同比增加 321.85%。
- **公司营业收入主要来源于 IT 分销行业，产品结构基本无年际变化。**
- **公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率略有下降，财务费用率和管理费用率始终保持低位**。2018-2023 年 Q1-3，公司销售净利率分别为 0.63%、0.81%、0.68%、0.20%和 0.89%，销售毛利率分别为 4.03%、4.02%、3.90%、3.35%和 3.92%。
- **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。

2023 年 12 月 22 日

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

《亿田转债：集成灶领域优秀企业》

2023-12-21

《豪鹏转债：电力设备行业知名企业》

2023-12-20

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	6
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1. 财务数据分析 .....	7
3.2. 公司亮点 .....	10
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1:	2018-2023Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元)	8
图 2:	2018-2023 Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)	8
图 3:	2020-2022 年营业收入构成	8
图 4:	2018-2023 Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%)	9
图 5:	2018-2023 Q1-3 销售费用率水平 (%)	9
图 6:	2018-2023 Q1-3 财务费用率水平 (%)	9
图 7:	2018-2023 Q1-3 管理费用率水平 (%)	9
图 8:	2021-2025 年中国信创产业规模 (单位: 亿元)	10
表 1:	神码转债发行认购时间表	4
表 2:	神码转债基本条款	5
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:	相对价值法预测神码转债上市价格 (单位: 元)	7

## 1. 转债基本信息

表1: 神码转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2023-12-19	1、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	2023-12-20	1、网上路演; 2、原股东优先配售股权登记日;
T	2023-12-21	1、发行首日; 2、刊登《发行提示性公告》; 3、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);
T+1	2023-12-22	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》; 2、进行网上申购摇号抽签
T+2	2023-12-25	1、刊登《中签号码公告》; 2、网上中签缴款日
T+3	2023-12-26	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	2023-12-27	1、《刊登发行结果公告》; 2、向发行人划付募集资金

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表2: 神码转债基本条款

转债名称	神码转债	正股名称	神州数码
转债代码	127100.SZ	正股代码	000034.SZ
发行规模	13.39 亿元	正股行业	计算机-IT 服务II-IT 服务 III
存续期	2023 年 12 月 21 日至 2029 年 12 月 20 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	32.51 元	转股期	2024 年 06 月 27 日至 2029 年 12 月 20 日
票面利率	0.3%,0.5%,1.0%,1.5%,1.8%,2.0%.		
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 110% (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
神州鲲泰生产基地项目	65,384.38	57,755.00
数云融合实验室项目	23,161.48	12,774.00
信创实验室项目	33,076.77	23,942.00
补充流动资金	39,428.90	39,428.90
<b>合计</b>	<b>161,051.53</b>	<b>133,899.90</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	92.53 元	转换平价 (以 2023/12/20 收盘价)	89.39 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	8.07%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	11.87%
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 92.53 元, YTM 为 2.41%。神码转债存续期为 6 年, 东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 AA/AA, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%, 公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 3.77% (2023-12-20) 计算, 纯债

价值为 92.53 元，纯债对应的 YTM 为 2.41%，债底保护较好。

**当前转换平价为 89.39 元，平价溢价率为 11.87%。**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 2024 年 06 月 27 日至 2029 年 12 月 20 日。初始转股价 32.51 元/股，正股神州数码 12 月 20 日的收盘价为 29.06 元，对应的转换平价为 89.39 元，平价溢价率为 11.87%。

**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 5.79%。**按初始转股价 32.51 元计算，转债发行 13.39 亿元对总股本稀释率为 5.79%，对流通盘的稀释率为 6.97%，对股本摊薄压力较小。

## 2. 投资申购建议

**我们预计神码转债上市首日价格在 110.12~122.45 元之间。按神州数码 2023 年 12 月 20 日收盘价测算，当前转换平价为 89.39 元。**

1) 参照平价、评级和规模可比标的强联转债（平价 70.84 元，评级 AA，存续规模 12.10 亿元）、崇达转 2（平价 55.29 元，评级 AA，存续规模 14.00 亿元）、洽洽转债（平价 59.32 元，评级 AA，存续规模 13.40 亿元），截至 2023/12/20，转股溢价率分别为 58.12%、95.23%、89.09%。

2) 参考近期上市的欧晶转债（上市首日转换价值 84.19 元）、凯盛转债（上市首日转换价值 89.34 元）、金现转债（上市首日转换价值 92.65 元），三只转债上市首日转股溢价率分别为 38.28%、28.72%、55.88%。

3) 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 30.63%，中债企业债到期收益为 3.77%，2023 年三季报显示神州数码前十大股东持股比例为 42.44%，2023 年 12 月 20 日中证转债成交额为 34,765,832,168 元，取对数得 24.27。因此，可以计算出神码转债上市首日转股溢价率为 22.65%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到神码转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 110.12~122.45 元之间。

表5: 相对价值法预测神码转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		25.00%	27.00%	30.00%	33.00%	35.00%
-5%	27.61	106.15	107.85	110.39	112.94	114.64
-3%	28.19	108.38	110.12	112.72	115.32	117.05
2023/12/20 收盘价	29.06	111.73	113.52	116.20	118.89	120.67
3%	29.93	115.09	116.93	119.69	122.45	124.29
5%	30.51	117.32	119.20	122.01	124.83	126.71

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 **62.73%**。神州数码的前十大股东合计持股比例为 42.44% (2023/09/30), 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 62.73%。

我们预计中签率为 **0.0059%**。神码转债发行总额为 13.39 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 62.73%, 剩余网上投资者可申购金额为 4.99 亿元。神码转债仅设置网上发行, 近期发行的盛航转债 (评级 AA-, 规模 7.40 亿元) 网上申购数约 843.55 万户, 神码转债 (评级 A+, 规模 4.00 亿元) 854.09 万户, 诺泰转债 (评级 A+, 规模 4.34 亿元) 824.14 万户。我们预计神码转债网上有效申购户数为 840.59 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 我们预计网上中签率为 0.0059%。

### 3. 正股基本面分析

神州数码集团股份有限公司是国内 IT 分销龙头, 近年来致力于成为领先的数字化转型合作伙伴, 围绕企业数字化转型的关键要素, 开创性的提出“数云融合”战略和技术体系框架, 着力在云原生、数字原生、数云融合关键技术和信创产业上架构产品和服务能力, 为处在不同数字化转型阶段的快消零售、汽车、金融、医疗、政企、教育、运营商等行业客户提供泛在的敏捷 IT 能力和融合的数据驱动能力。公司先后荣获国家级火炬计划重点高新技术企业称号、北京市高新技术企业称号、中关村高新技术企业称号, 软件开发获得 CMMI4 级认证, 软件服务水平通过 ISO20000 和 ISO27001 认证, 并在北京和武汉建成两个大型研发中心, 是北京市“十百千工程”中, 四家千亿核心企业之一。公司一直是国内外产品技术以及服务的提供商在中国首选的合作伙伴, 与 300 余家国际顶尖供应商展开精诚合作, 市场份额稳居第一, 并建成覆盖全国 860 个城市、30000 余家渠道伙伴的中国最大的 IT 营销网络, 在为广大的消费者用户提供丰富的电子产品的同时, 神州数码集团已累计为超过 100 万家中国企业提供信息化所需的产品、解决方案和服务。面向未来, 公司将继续通过专业化与多元化的 IT 产品和服务, 释放信息技术的力量, 把信息技术价值转化为客户价值, 推动中国信息化建设进程。

#### 3.1. 财务数据分析

2018 年以来公司营收稳步增长, 2018-2022 年复合增速为 9.08%。自 2018 年以来,

公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“倒V型”波动，2018-2022年复合增速为9.08%。2022年，公司实现营业收入1158.80亿元，同比减少5.32%。与此同时，归母净利润也呈“倒V型”波动，2018-2022年复合增速为18.32%。2022年实现归母净利润10.04亿元，同比增加321.85%。2022年及2023年1-6月，公司践行提质增效战略，减少了部分毛利率较低的业务，整体营业收入略有下降。

图1: 2018-2023Q1-3 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

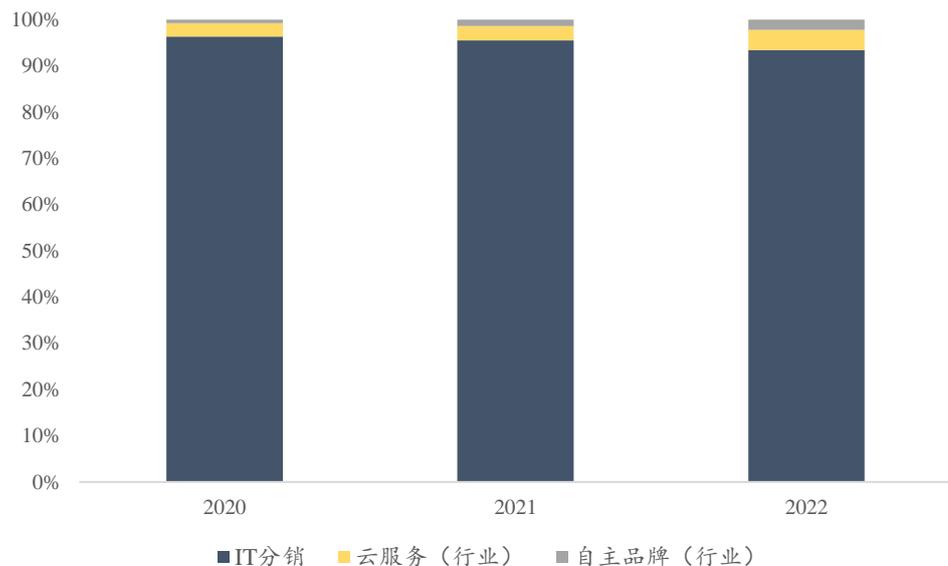
图2: 2018-2023 Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司营业收入主要来源于IT分销，产品结构基本无年际变化。2020-2022年度IT分销收入占比维持在95%左右，云服务和自主品牌收入合计占比5%左右，其中云服务占比略高，各项占比基本稳定。

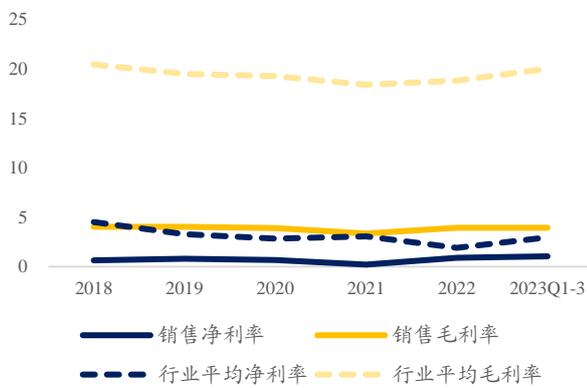
图3: 2020-2022年营业收入构成



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

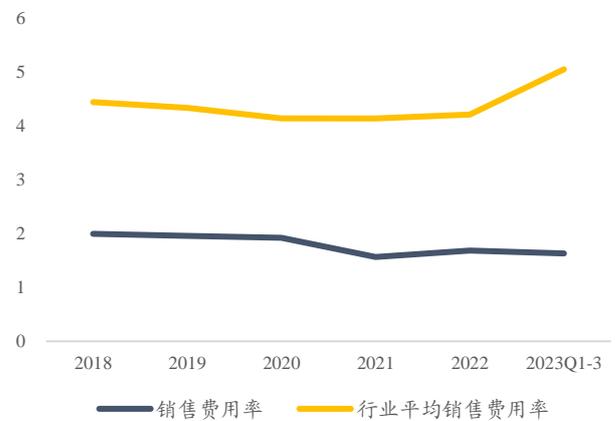
公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率略有下降，财务费用率和管理费用率始终保持低位。2018-2023 年 Q1-3，公司销售净利率分别为 0.63%、0.81%、0.68%、0.20% 和 0.89%，销售毛利率分别为 4.03%、4.02%、3.90%、3.35% 和 3.92%。神州数码销售毛利率和净利率均低于行业平均水平，主要原因系分销业务占比较大，公司作为分销商的毛利率难以与原厂相提并论，但销售费用率和管理费用率表现较为突出，均显著低于行业平均水平。最近三年一期，公司期间费用总额分别为 210,345.67 万元、271,178.09 万元、298,759.56 万元和 137,285.63 万元，占营业收入的比例分别为 2.28%、2.22%、2.58% 和 2.47%，各期占比较为稳定，且在行业内处于较低水平，具有一定优势。

图4：2018-2023 Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2023 Q1-3 销售费用率水平（%）



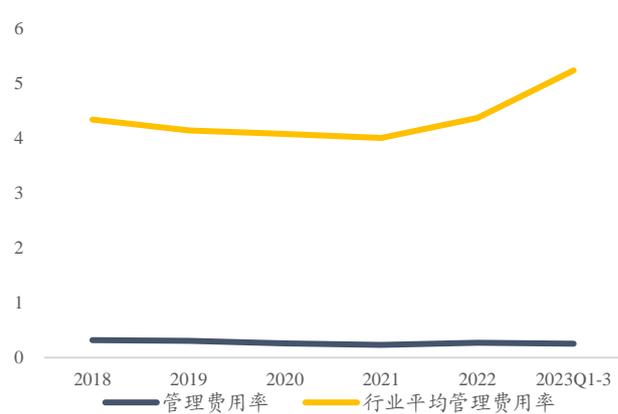
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2018-2023 Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2018-2023 Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

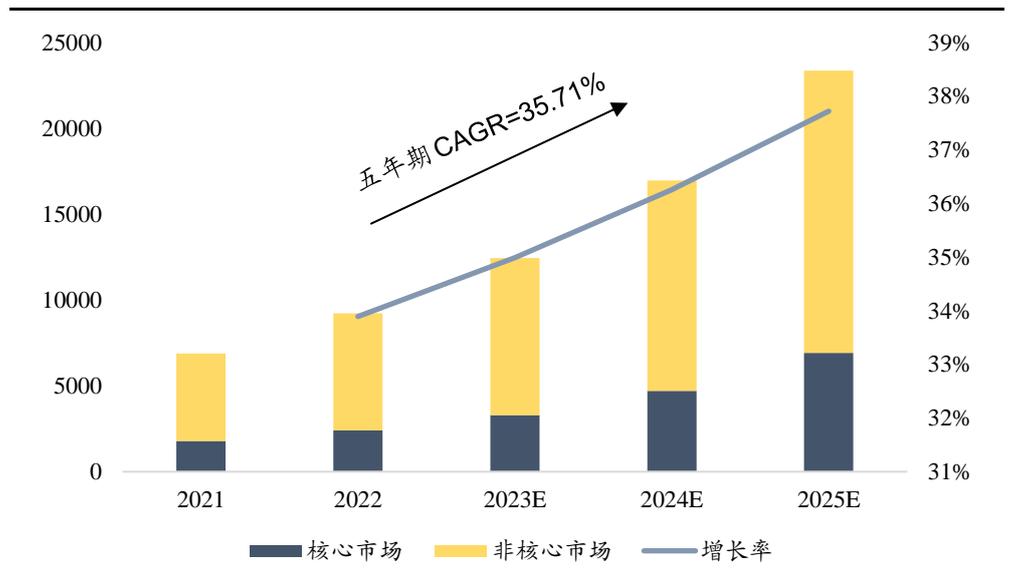
注：图 4-7 中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点

**国内 IT 分销龙头，战略布局信创和智算业务。**公司通过二十年积累构建了覆盖各大垂直行业、整合 30000 余家销售渠道的 ToB 销售渠道网络。得益于强大的渠道网络和出色的服务能力，公司连续多年蝉联“中国 IT 增值分销商十强”榜首。2017 年，公司收购上海云角，全面开启云与数字化转型。2020 年，公司建立神州鲲泰（厦门）生产基地，重点发力信创业务。目前，公司主营业务分为 IT 分销、云计算和数字化转型、自主品牌（信创）三大业务。

**2022 年，信创行业在经历政策驱动引导的前期阶段后已正式开启规模化应用，将迎来高速发展。**根据海比研究院的《2022 中国信创生态市场研究及选型评估报告》，2022 年中国信创产业规模达 9,220.2 亿元，近五年复合增长率为 35.7%，预计 2025 年突破 2 万亿元。未来信创市场空间将进一步扩容。

图8：2021-2025 年中国信创产业规模（单位：亿元）



数据来源：海比研究院，东吴证券研究所

注：核心市场包括 IT 技术实施和基础软件，非核心市场包括平台软件、应用软件和 IT 安全产品。

**公司自主品牌依托鲲鹏体系发展，与华为达成深度合作。**公司旗下自主品牌“神州鲲泰”深度参与华为“鲲鹏+昇腾”产业生态发展，在 2023 华为全联接大会上重点发布了基于鲲鹏底座打造的 R 系列通用机架服务器、A 系列训推产品、和 POD1000 系列整机柜产品，与华为建立了紧密的合作关系，是鲲鹏生态的核心成员之一，形成了良好的品牌优势。

另外，《“十四五”数字经济发展规划》明确，到 2025 年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产增加值占 GDP 比重达到 10%，数字化创新引领发展能力大幅提升，智

能化水平明显增强，数字技术与实体经济融合取得显著成效，数字经济治理体系更加完善，我国数字经济竞争力和影响力稳步提升。神州数码作为国内领先的云和数字化转型服务商，“数字中国”的探索者、实践者和赋能者，在以数据为关键要素的数字经济时代，将不断累积和形成数据资产，加速业务数字化、数据业务化，推动以数据为核心、以价值为驱动的数云融合数字化转型新战略落地。数云融合可以更快速有效地使神州数码找到适合于不同企业数字化转型路径的思路和方法论，根据企业所处的不同数字化转型阶段，帮助不同企业快速建立以数据为核心的创新能力，并围绕数据形成创新场景，产生业务价值，推动企业通过数字化转型提升业务竞争优势，构建数据洞见能力以及敏捷应对变化和创新能力。数云融合不仅将清晰化神州数码在云原生和数字原生上的战略，并且会成为未来神州数码在云和数据业务上的重要抓手。

#### 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),北交所基准指数为北证 50 指数,具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>