

电子

2019 年 06 月 11 日

纳思达 (002180)

——大股东转让股份给持平台有助于为优化股权结构，维持“买入”评级

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2019 年 06 月 10 日

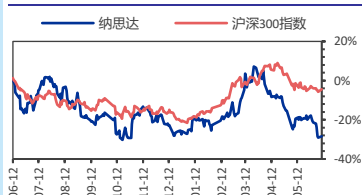
收盘价 (元) 22.11
 一年内最高/最低 (元) 34.2/20.71
 市净率 4.7
 息率 (分红/股价) -
 流通 A 股市值 (百万元) 22063
 上证指数/深证成指 2852.13/8711.79

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019 年 03 月 31 日

每股净资产 (元) 4.72
 资产负债率% 76.42
 总股本/流通 A 股 (百万) 1063/998
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《纳思达 (002180) 点评：扣非净利润同比增长 439%，预计管理协同与新品突破之里程碑！》 2019/04/30

《纳思达 (002180) 点评：增资联想图像，抢占份额的里程碑事件》 2019/04/09

证券分析师

任慕华 A0230517070002
 renmh@swsresearch.com
 刘畅 A0230516090003
 liuchang@swsresearch.com

联系人

任慕华
 (8621)23297818×7568
 renmh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**6 月 4 日，纳思达公告收到控股股东“赛纳科技”《股份减持比例达到 1% 的告知函》，获悉赛纳科技通过大宗交易方式累计减持 1520 万股。6 月 5 日，公告董事、高级管理人员及持股 5% 以上的股东拟减持公司股份的预披露公告，其中庞江华拟减持 850 万股，其余高管合计拟减持 33 万股。
- **首先，6 月 5 日公告主要减持股东（庞江华）不负责经营，且 2018 年曾同样预告减持窗口却未减持。**1) 公司主要减持股东庞江华先生，曾任职万力达（公司 2014 年重大资产置换前业务）董事长职务，目前是纳思达非独立董事，并非公司高管，也不负责公司经营层面等业务工作。2) 庞江华于 2018 年 5 月，也曾经公告过减持规划，主要原因为上市公司股权质押新规限制，需要解决个人资金的周转，减持数量 1064 万股，减持股份来源于公司首次公开发行前持有的股份及资本公积转增，但是并未进行减持操作。**可见即使预告可能减持，历史上也未必执行。**
- **其次，6 月 5 日公告的高管减持主要为 2016 年高管激励的落地。**剔除庞江华先生的拟减持，其余五位高管合计拟减持 33 万股，股票来源为 2016 年 9 月公司首次限制性股票激励计划获取的股份，主要减持原因为个人资金需求。
- **再次，6 月 4 日公告大股东减持部分为 2016 年收益权互换落地。**6 月 4 日公告 2019 年 3-6 月有 620 万股收益权互换减持，与 2016 年公告呼应。2016 年 1-2 月，纳思达（原艾派克）有多个控股股东部分股权质押的公告。
- **最后，6 月 4 日公告为大股东向员工持股平台转让股份，等效于“持股平台增持”。**目前员工持股主要为奔图永业、纳思达恒丰、赛纳永丰及赛纳永信四个平台持有控股股东赛纳科技的股份形式进行。但考虑实现公司的激励机制，优化持股结构，**2019 年初公司公告，赛纳科技拟向其员工持股平台转让不超过 5000 万股，实现员工持股平台直接持有上市公司股权。**截止至 2019 年 6 月 4 日，已转让 900 万股。
- 目前公司芯片业务订单较为饱满，盈利能力较强（毛利 70%，净利 40%），通用 MCU 已中标南网项目，后续看点较多。兼容耗材方面，预计 2019 年硒鼓行业有望进一步整合，公司作为目前兼容耗材龙头，在兼容硒鼓方面市占率（目前 25% 左右）仍将进一步提升。奔图及利盟协同效果正逐步体现。自 2018 下半年开始利盟与奔图推出五款合作机型，公司目前正在加强对政府、特殊机构、中小企业等市场的开发，奔图有望充分受益于自主可控采购。另外利盟今年也将推出定位中端的打印机产品，完善产品线的布局。
- **利润四年 CAGR 34% 的打印机行业整合者，维持“买入”评级。**我们认为，大股东减持给员工持股平台，有助于公司优化股权结构，相当于员工持股平台对公司进行增持，并且后期激励机制将逐步完善。维持盈利预测，预计公司 2019-2022 年收入分别为 258/309/367/437 亿元，归母净利润分别为 13.68/20.1/25.27/31.58 亿。目前对应 19 年 PE 为 17X，维持“买入”级。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	21,926	5,129	25,818	30,871	36,731
同比增长率 (%)	2.8	1.7	17.7	19.6	19.0
净利润 (百万元)	951	91	1,368	2,010	2,527
同比增长率 (%)	0.1	6.8	-40.3	46.9	25.7
每股收益 (元/股)	0.89	0.09	1.28	1.89	2.38
毛利率 (%)	35.7	35.9	31.2	31.3	31.0
ROE (%)	18.6	1.8	21.4	23.9	23.1
市盈率	25		17	12	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,805	21,324	21,926	25,818	30,871	36,731
营业收入同比增长率 (yoy)	183.33%	267.31%	2.83%	17.70%	19.60%	19.00%
减: 营业成本	3,735	15,654	14,102	17,750	21,219	25,355
毛利率 (%)	35.66%	26.59%	35.68%	31.20%	31.30%	31.00%
减: 税金及附加	36	108	108	137	170	159
主营业务利润	2,035	5,562	7,716	7,931	9,482	11,217
主营业务利润率 (%)	35.05%	26.08%	35.19%	30.70%	30.70%	30.50%
减: 销售费用	751	4,127	3,115	2,840	3,180	3,466
减: 管理费用	1,257	3,933	1,733	2,349	2,702	3,196
减: 财务费用	385	1,908	764	345	218	168
经营性利润	-358	-4,407	2,104	2,396	3,382	4,388
经营性利润同比增长率 (yoy)	-206.60%	1131.16%	-147.74%	13.90%	41.10%	29.80%
经营性利润率 (%)	-6.17%	-20.67%	9.60%	9.30%	11.00%	11.90%
减: 资产减值损失	31	109	27	148	80	66
加: 投资收益及其他	-3	1,501	71	165	182	151
营业利润	-411	-2,971	804	2,413	3,483	4,473
加: 营业外净收入	47	10	-41	3	17	7
利润总额	-364	-2,962	762	2,416	3,500	4,480
减: 所得税	-92	-4,413	-456	345	504	649
净利润	-272	1,451	1,218	2,071	2,996	3,830
少数股东损益	-333	502	267	703	986	1,304
归属于母公司所有者的净利润	61	949	951	1,368	2,010	2,527
净利润同比增长率 (yoy)	-78.29%	1454.51%	0.14%	-40.30%	46.90%	25.70%
全面摊薄总股本	1,012	1,063	1,063	1,063	1,063	1,063
每股收益 (元)	0.06	0.94	0.90	1.28	1.89	2.38
归属母公司所有者净利润率 (%)	1.05%	4.45%	4.34%	5.30%	6.50%	6.90%
ROE	3.44%	23.38%	18.58%	21.40%	23.90%	23.10%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysec.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysec.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysec.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。