

2015年12月24日

长盈精密 (300115.SZ)

收购纳芯威，半导体布局战略清晰

■ **公告：**公司拟以不超过 10,400 万元的价格收购深圳市纳芯威科技有限公司（以下简称“纳芯威”）65%的股权，资金来源为自有资金。本次收购完成后，长盈精密将持有纳芯威 65%的股权。

■ **点评：**公司再次投资纳芯威，半导体投资战略明晰。公司收购的宜确是前端射频器件且收购股权为 20%，此次拟收购纳芯威主要产品涵盖 CMOS、BIPOLAR、BICMOS、BCD 等工艺技术的模拟及数字混合集成电路产品，并且收购股权达到 65%。从投资的金额和技术角度来说，数模混合 IC 的设计难度大，更具投资价值。电源管理实现由通用向专用的转变，未来定制化需求增加，终端厂商与芯片厂商合作的案例增多也说明半定制 IC 市场将成为未来发展方向，公司通过收购芯片设计厂商，有望进入物联网、车联网、新能源汽车、智能硬件，智能家居和可穿戴设备等新兴市场。同时，在消费类芯片设计以外，能够实现工业级芯片的布局，为工业 4.0 的整体解决方案的完善积累研发基础。**为什么在射频之后需要投电源管理？因为电源管理 IC 为工业 4.0 必须芯片且应用广泛。**首先，我们认为公司作为一家制造企业，横向进行半导体领域投资，应选择最为盈利并轻资产的设计领域。其次，射频和数模混合设计是芯片设计领域目前盈利能力较好的方向，而且定制要求高，因此适合切入终端客户，同时获得的定制能力也有利于未来自身企业工业 4.0 的发展需求。**纳芯威公司芯片技术积累深厚，未来将针对消费电子、LED 领域放量。**公司目前研发成果未来在消费电子快充、LED 电源管理和可穿戴电源管理预计都会有所突破。纳芯威初步约定未来 3 年未审计利润盈利预测可以达到 4050 万元，作为行业内的新起之秀，IC 设计盈利代表客户和行业的认可。保守估计，2015 年包括各种电池管理 IC 的市场体量将超过 50 亿颗，而且还在快速增长。

■ **投资建议：**预计公司未来将持续加大半导体集成电路领域投资，夯实工业 4.0 的基础积累，明年业绩有望持续实现高增长，持续看好公司长期业务布局和产业升级。预计 15-17 年公司 EPS 0.89, 1.7 和 2.2 元。考虑到今年是业绩拐点和公司工业 4.0 的进展迅速，给予目标价 51 元，买入-A 评级。

■ **风险提示：**半导体集成电路进展不达预期，工业 4.0 进展不达预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,725.7	2,320.4	3,527.0	5,755.6	7,737.3
净利润	221.7	290.2	496.5	948.1	1,223.0
每股收益(元)	0.40	0.52	0.89	1.71	2.20
每股净资产(元)	3.03	3.54	6.09	7.55	9.40

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	86.4	66.0	38.6	20.2	15.7
市净率(倍)	11.4	9.7	5.7	4.6	3.7
净利润率	12.8%	12.5%	14.1%	16.5%	15.8%
净资产收益率	13.1%	14.7%	14.7%	22.6%	23.4%
股息收益率	0.1%	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%
ROIC	1.7	1.7	1.9	2.8	3.2

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告
其他元器件

投资评级 买入-A

维持评级

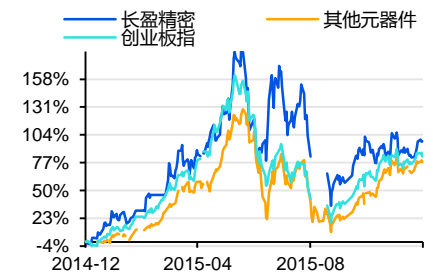
6 个月目标价 51.00 元

股价 (2015-12-23) 34.46 元

交易数据

总市值(百万元)	19,151.46
流通市值(百万元)	17,694.12
总股本(百万股)	555.76
流通股本(百万股)	513.47
12 个月价格区间	17.03/49.57 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.74	-10.37	-10.63
绝对收益	-1.26	23.6	82.24

赵晓光 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

潘暕 报告联系人
panjian@essence.com.cn
021-68763580

郑震湘 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514060005
zhengzx@essence.com.cn
021-68763580

邵洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514080002
shaojie@essence.com.cn

安永平 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515010002
anyyp@essence.com.cn
010-66581600

相关报告

1.公告

公司拟以不超过 10,400 万元的价格收购深圳市纳芯威科技有限公司（以下简称“纳芯威”）65%的股权，资金来源为自有资金。本次收购完成后，长盈精密将持有纳芯威 65%的股权。

2.点评

公司再次投资纳芯威，半导体投资战略明晰。公司收购的宜确是前端射频器件且收购股权为 20%，此次拟收购纳芯威主要产品涵盖 CMOS、BIPOLAR、BICMOS、BCD 等工艺技术的模拟及数字混合集成电路产品，并且收购股权达到 65%。从投资的金额和技术角度来说，数模混合 IC 的设计难度大，更具投资价值。电源管理实现由通用向专用的转变，未来定制化需求增加，终端厂商与芯片厂商合作的案例增多也说明半定制 IC 市场将成为未来发展方向，公司通过收购芯片设计厂商，有望进入物联网、车联网、新能源汽车、智能硬件，智能家居和可穿戴设备等新兴市场。同时，在消费类芯片设计以外，能够实现工业级芯片的布局，为工业 4.0 的整体解决方案的完善积累研发基础。

为什么在射频之后需要投电源管理？因为电源管理 IC 为工业 4.0 必须芯片且应用广泛。首先，我们认为公司作为一家制造企业，横向进行半导体领域投资，应选择最为盈利并轻资产的设计领域。其次，射频和数模混合设计是芯片设计领域目前盈利能力较好的方向，而且定制要求高，因此适合切入终端客户，同时获得的定制能力也有利于未来自身企业工业 4.0 的发展需求。电源管理芯片的种类较多，根据不同的电压变化方式，有多种设计方式，因此设计公司的能力能够在产品的转换率等指标上充分体现，目前常用的电压变换有 DC/DC 等。产品应用在控制类有各类驱动和开关芯片，此外有电源管理、基准、检测等。下游应用覆盖掌上电脑、相机、备用电池、便携式仪器、微型电话、电动机速度控制、显示偏置和颜色调整器等，可以说是所有电子产品的必备芯片。此外检测锂电池充放电，线路供电和备用电池切换也属于电源管理芯片。

表 1：电源 IC 分类

电源IC分类	工作原理	作用	特点	设计难度
LDO	稳压	最基本的电源IC	低输入/输出电压，低消耗功率	简单
DC/DC	电压变换	常用电源IC		简单
PWM	脉宽调制	用于手持和高级处理器产品	提供电压变换所需大电流	复杂
电池管理	模拟技术为主，与数字技术结合	用于新型电池充放电，电量检测，保护等	多功能整合	适中
功率 MOSFET	功率场效应管	用于大功率输出	输出大电流，低导通内阻	设计简单，制程复杂

资料来源：百度、安信证券研究中心

纳芯威公司芯片技术积累深厚，未来将针对消费电子、LED 领域放量。纳芯威从初期的手机音频功放研发逐步过渡音响，是行业标准制定者之一，公司芯片能量转换效率能够达到 92%，专注正向设计，具有强大研发实力。公司主要技术带头人均在集成电路设计行业拥有十年以上的工作经验。公司目前研发成果未来在消费电子快充、LED 电源管理和可穿戴电源管理预计都会有所突破。纳芯威初步约定未来 3 年未审计利润盈利预测可以达到 4050 万元，作为行业内的新起之秀，IC 设计盈利代表客户和行业的认可。电池管理 IC 应用市场广阔，其中智能手机、平板

电脑、笔记本电脑、移动充电宝市场规模都大于 1 亿台/年，手机市场更是超过 10 亿台/年，穿戴设备、无绳电动工具、无人机等市场也在快速成长，新消费电子将为电池管理 IC 行业发展带来巨大的发展契机。保守估计，2015 年包括各种电池管理 IC 的市场体量将超过 50 亿颗，而且还在快速增长。

3.投资建议

预计公司未来将持续加大半导体集成电路领域投资，夯实工业 4.0 的基础积累，明年业绩有望持续实现高增长，持续看好公司长期业务布局和产业升级。预计 15-17 年公司 EPS 0.89, 1.7 和 2.2 元。考虑到今年是业绩拐点和公司工业 4.0 的进展迅速，给予目标价 51 元，买入-A 评级。

4.附上纳芯威介绍

深圳市纳芯威科技有限公司成立于 2009 年 9 月，位于深圳高新技术产业园中区国家集成电路深圳产业化基地。公司主要技术带头人均在集成电路设计行业拥有十年以上的工作经验，具有集成电路设计、系统集成、跨行业外协生产及企业管理的丰富经验。公司主要从事消费类芯片及工业级芯片设计，技术以数模混合电路设计见长，并以深圳集成电路产业化基地为依托，建立完善的集成电路设计流程及质量可靠性保障保证体系，支持先进的 IC 设计流程，设计线宽覆盖 0.13um-1.5um，产品涵盖 CMOS、BIPOLAR、BICMOS、BCD 等工艺技术的模拟及数字混合集成电路产品。深圳市纳芯威科技的目标是成为数模混合 IC 领域的国际知名企业，改变国外 IC 产品长期垄断国内市场的现状，为提高民族电子产业的竞争优势和技术实力贡献力量。

图 1：公司电源管理 IC 产品

电源管理	
NS9186	1A 电荷泵 LED 驱动
NS9364	80mA 四路超低压降恒流型并联 LED 驱动器
NS9303	三路超低压降恒流型并联 LED 驱动器
NS9300	四路超低压降恒流型并联 LED 驱动器
NS9011	双路 300mA 低噪声, 低压差, 快速响应 LDO
NS8258	94% 效率、内置 4A 电流开关的高效同步升压转换器+双通道音频功放

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,725.7	2,320.4	3,527.0	5,755.6	7,737.3	成长性					
减:营业成本	1,169.8	1,570.9	2,314.7	3,905.8	5,385.2	营业收入增长率	41.2%	34.5%	52.0%	63.2%	34.4%
营业税费	15.0	14.6	26.5	43.1	54.9	营业利润增长率	20.1%	28.3%	79.6%	90.5%	27.8%
销售费用	21.5	32.2	44.2	74.5	101.5	净利润增长率	18.2%	30.9%	71.1%	90.9%	29.0%
管理费用	237.1	321.2	504.4	592.3	759.8	EBITDA 增长率	38.9%	36.8%	58.3%	66.1%	25.2%
财务费用	19.6	34.5	37.7	7.4	-7.4	EBIT 增长率	27.5%	31.7%	72.9%	80.2%	26.3%
资产减值损失	7.8	19.9	12.1	13.3	13.0	NOPLAT 增长率	27.7%	27.9%	73.3%	80.2%	26.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.0%	57.9%	24.2%	9.4%	8.4%
投资和汇兑收益	0.1	-	0.5	0.2	0.2	净资产增长率	15.1%	16.0%	69.7%	23.7%	24.4%
营业利润	255.0	327.2	587.8	1,119.6	1,430.6	利润率					
加:营业外净收支	8.3	19.1	12.3	24.3	39.4	毛利率	32.2%	32.3%	34.4%	32.1%	30.4%
利润总额	263.3	346.3	600.1	1,143.8	1,470.0	营业利润率	14.8%	14.1%	16.7%	19.5%	18.5%
减:所得税	36.0	56.0	96.0	183.0	235.2	净利润率	12.8%	12.5%	14.1%	16.5%	15.8%
净利润	221.7	290.2	496.5	948.1	1,223.0	EBITDA/营业收入	21.3%	21.7%	22.6%	22.9%	21.4%
						EBIT/营业收入	15.9%	15.6%	17.7%	19.6%	18.4%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	148	178	158	107	81
货币资金	235.4	287.0	551.9	678.7	1,419.2	流动营业资本周转天数	116	127	119	90	78
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	240	266	246	191	184
应收账款	386.8	788.2	716.7	1,145.2	1,013.9	应收账款周转天数	72	91	77	58	50
应收票据	141.4	132.4	429.0	389.4	692.2	存货周转天数	73	97	81	58	51
预付账款	8.7	14.7	118.2	58.0	125.0	总资产周转天数	454	485	435	317	281
存货	386.3	866.8	723.1	1,126.3	1,086.1	投资资本周转天数	317	335	303	215	174
其他流动资产	56.5	122.2	71.8	83.5	92.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.1%	14.7%	14.7%	22.6%	23.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	7.4%	10.9%	17.4%	18.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	17.4%	18.1%	19.9%	28.8%	33.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	903.3	1,388.3	1,706.2	1,715.0	1,787.8	销售费用率	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
在建工程	93.5	160.4	210.4	240.4	260.4	管理费用率	13.7%	13.8%	14.3%	10.3%	9.8%
无形资产	46.1	46.8	44.0	41.2	38.3	财务费用率	1.1%	1.5%	1.1%	0.1%	-0.1%
其他非流动资产	83.7	101.6	43.4	41.5	41.9	三费/营业收入	16.1%	16.7%	16.6%	11.7%	11.0%
资产总额	2,341.6	3,908.5	4,614.7	5,519.2	6,557.5	偿债能力					
短期债务	203.2	591.5	-	-	-	资产负债率	24.9%	47.8%	24.9%	22.4%	18.7%
应付账款	274.5	691.5	633.4	1,074.8	1,067.5	负债权益比	33.1%	91.5%	33.2%	28.8%	23.0%
应付票据	5.7	57.5	16.1	27.3	17.6	流动比率	2.12	1.49	3.46	2.84	3.64
其他流动负债	89.9	144.9	105.8	122.4	133.3	速动比率	1.45	0.91	2.50	1.92	2.74
长期借款	2.0	370.0	388.1	-	-	利息保障倍数	14.01	10.48	16.58	153.10	-192.47
其他非流动负债	7.5	12.2	7.9	9.2	9.8	分红指标					
负债总额	582.8	1,867.6	1,151.3	1,233.6	1,228.1	DPS(元)	0.05	0.09	0.13	0.25	0.34
少数股东权益	72.5	72.6	79.8	92.3	103.8	分红比率	11.6%	17.8%	14.4%	14.6%	15.6%
股本	258.0	516.0	555.8	555.8	555.8	股息收益率	0.1%	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%
留存收益	1,428.7	1,452.6	2,827.9	3,637.5	4,669.8						
股东权益	1,758.8	2,040.9	3,463.4	4,285.6	5,329.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	227.3	290.3	496.5	948.1	1,223.0	EPS(元)	0.40	0.52	0.89	1.71	2.20
加:折旧和摊销	151.4	188.7	169.9	194.0	230.1	BVPS(元)	3.03	3.54	6.09	7.55	9.40
资产减值准备	7.8	19.9	-	-	-	PE(X)	86.4	66.0	38.6	20.2	15.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.4	9.7	5.7	4.6	3.7
财务费用	20.0	32.6	37.7	7.4	-7.4	P/FCF	-216.5	246.6	-26.6	76.4	20.8
投资损失	-0.1	-	-0.5	-0.2	-0.2	P/S	11.1	8.3	5.4	3.3	2.5
少数股东损益	5.6	0.1	7.5	12.8	11.8	EV/EBITDA	26.5	20.0	24.0	14.0	10.8
营运资金的变动	-98.6	-502.2	-217.8	-271.4	-213.7	CAGR(%)	61.7%	62.0%	38.1%	61.7%	62.0%
经营活动产生现金流量	303.4	30.3	493.4	890.5	1,243.6	PEG	1.4	1.1	1.0	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-309.2	-716.2	-534.5	-229.8	-319.8	ROIC/WACC	1.7	1.7	1.9	2.8	3.2
融资活动产生现金流量	-60.9	721.9	306.1	-534.0	-183.3	REP	3.5	2.2	3.0	1.9	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵晓光、潘暕、郑震湘、邵洁、安永平声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034