

纳思达 (002180.SZ)

获国际大行银团贷款，自主打印领军进入成长加速点

事件: 7月18日，公司发布公告，境外控股子公司利盟与12家银行组成的项目银团签署《信贷协议》，该贷款已于2022年7月15日发放。

获国际大行银团贷款，将极大缓解短期流动性压力。 1) 根据公告，借款人利盟与12家银行组成的贷款人项目银团签署《信贷协议》，贷款人提供总计本金不超过10.5亿美元定期贷款额度和1亿元的循环信用贷款额度，贷款金额主要用于置换利盟存量银行贷款和补充利盟的营运资金。本次贷款利率采用 Adjusted Term SOFR+3%或 Base Rate+2%，在5年内进行分期还款，每一年还款比例分别为5%、10%、10%、15%和60%。2) 前期为完成对利盟国际的收购，2016年纳思达向中信银行申请了财团贷款。同时，为补充利盟国际的营运资金，2021年利盟国际再次组建了流动资金贷款。截至2022年6月末，利盟国际的存量贷款余额约等值10.8亿美元，将于2023年、2024年到期偿还。3) 为解决利盟国际2023年、2024年还款压力，保证利盟国际未来5年的流动性安全，改善存量银团的担保条件，解除公司担保的系统性风险，降低对外担保余额，公司通过国际市场组团再融资 (Refinance) 对存量银团进行了重新安排，新的银团贷款以美国 Morgan Stanley Senior Funding, Inc. (摩根士丹利高级基金公司) 为牵头行，由全球12家银行组成的项目银团作为贷款人签署了《信贷协议》，该贷款已于2022年7月15日发放。4) 本次再融资使公司解除了对利盟国际承担的由中信银行牵头的存量银团债务的连带担保责任，同时解除了赛纳科技以其持有的1.26亿股纳思达股票所提供的股票质押担保，以及公司实际控制人汪东颖先生为存量银团中流动资金贷款所提供的无限连带责任担保。5) 我们认为此次《信贷协议》由国际顶级银行牵头组团，体现国际市场对利盟资产质地的认可，同时也极大缓解国内资本市场对公司质押和还款压力的担忧。另外，从利盟国际经营角度，将缓解2023年、2024年还款压力，为未来五年的经营发展提供流动性保障。根据2022H1业绩预告，利盟 (LEXMARK) 上半年营业收入约11.6亿美元，同比增长约10%，利盟打印机销量同比增长约18%，表明利盟进入业务恢复期，且销量增速实现突破。

2022H1业绩预告超预期，自主打印+利盟+芯片业务驱动加速成长。 1) 根据公司2022年半年度业绩预告，实现归属于上市公司股东的净利润100,000万元-115,000万元，比上年同期增长89.96%-118.45%；扣除非经常性损益后的净利润85,000万元-100,000万元，比上年同期增长272.60%-338.36%。公司业绩总体超出市场预期，全年实现股权激励的业绩目标更确定，自主打印领军进入成长加速点。2) 打印机业务：2022年上半年奋图 (PANTUM) 营业收入约21.13亿元，同比增长约14%，持续保持快速增长，且收入结构优化；打印机整体销量同比增长超30%，考虑上半年疫情对供应链和发货影响，预计全年或完成400万台出货；原装耗材出货量随着打印机装机量的提升同比增长约48%，高毛利率产品占比持续提升，长期商业模式升级的体现；利盟 (LEXMARK) 上半年营业收入约11.6亿美元，同比增长约10%，利盟打印机销量同比增长约18%，表明利盟进入业务恢复期，且销量增速实现突破。3) 集成电路业务：2022年上半年，集成电路业务营业收入约10.5亿元，同比增长约55%。4) 打印机通用耗材业务：2022年上半年，供应链虽受疫情一定影响，但市场需求逐步恢复，业务整体呈现向好态势，营业收入同比增长约16%。

利盟经历全球疫情考验，经营状况逐步恢复。 1) 2021年欧美打印市场从2020年疫情谷底中逐步恢复，利盟全年营业收入21.77亿美元，较去年同期增长约8.75%。管理层报表数据口径下，利盟全年息税折旧及摊销前利润达2.735亿美元，同比增长18%，扣除无形资产摊销、固定资产折旧等费用后，实现净利润1300万美元 (2020年为亏损8000万美元)。2) 在全球疫情常态化的背景下，欧美国家对疫情的管控逐步放宽，市场办公打印需求恢复明显，有效拉动全球激光打印机和耗材的销售。同时在全球范围半导体元器件紧缺的大环境下，虽然未能全部满足市场的订单需求，利盟全年打印机销量仍取得14%的增长。另外，也大力发展与其他厂商的战略合作关系，新增的OEM订单在2021年开始陆续出货。

维持“买入”评级。 根据关键假设及近期财报，预计公司2022-2024年营业总收入为275.01/327.71/387.41亿元，归母净利润为19.90/29.94/41.03亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 打印业务需求不及预期；汇率波动风险；商誉减值风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	19,585	22,792	27,501	32,771	38,741
增长率 yoy (%)	-15.9	16.4	20.7	19.2	18.2
归母净利润 (百万元)	88	1,163	1,990	2,994	4,103
增长率 yoy (%)	-88.2	1222.7	71.1	50.5	37.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.06	0.82	1.41	2.11	2.90
净资产收益率 (%)	-1.2	8.7	13.0	16.5	18.5
P/E (倍)	872.7	66.0	38.6	25.6	18.7
P/B (倍)	9.4	5.4	4.8	4.0	3.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年7月18日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
7月18日收盘价(元)	54.20
总市值(百万元)	76,749.74
总股本(百万股)	1,416.05
其中自由流通股(%)	83.00
30日日均成交量(百万股)	8.17

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号: S0680518050002

邮箱: yangran@gszq.com

相关研究

1、《纳思达 (002180.SZ): 业绩预告超预期，自主打印领军进入成长加速点》2022-07-14

2、《纳思达 (002180.SZ): 2021年业绩实际更乐观，自主打印领军迎加速点》2022-04-28

3、《纳思达 (002180.SZ): 大额回购彰显发展信心，持续践行全球打印行业高端替代》2022-04-19

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14013	19081	23133	26061	33876
现金	6375	9750	12977	13901	20563
应收票据及应收账款	2495	3033	3637	4311	5085
其他应收款	84	132	129	182	186
预付账款	279	252	389	375	528
存货	2835	4068	4155	5446	5668
其他流动资产	1943	1846	1846	1846	1846
非流动资产	24214	24504	22650	21668	20432
长期投资	13	144	277	410	544
固定资产	2625	2423	2810	3114	3331
无形资产	6193	5742	3392	2046	579
其他非流动资产	15383	16195	16171	16099	15977
资产总计	38226	43585	45782	47730	54308
流动负债	14483	13064	14905	14774	17831
短期借款	1555	1190	1190	1190	1190
应付票据及应付账款	3216	4309	4655	5811	6304
其他流动负债	9712	7565	9060	7773	10337
非流动负债	11570	12145	9907	8016	6056
长期借款	7040	7487	5248	3358	1398
其他非流动负债	4530	4658	4658	4658	4658
负债合计	26053	25209	24811	22790	23887
少数股东权益	4032	4083	4824	5939	7467
股本	1075	1411	1416	1416	1416
资本公积	3804	8855	8855	8855	8855
留存收益	3431	4332	6732	10343	15291
归属母公司股东权益	8141	14293	16147	19000	22954
负债和股东权益	38226	43585	45782	47730	54308

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2013	2857	6215	3517	9268
净利润	-150	1596	2731	4110	5631
折旧摊销	1234	1130	1143	1299	1464
财务费用	1595	613	546	499	486
投资损失	-5	-100	-51	-74	-63
营运资金变动	-514	-690	1970	-2135	1904
其他经营现金流	-146	308	-125	-182	-154
投资活动现金流	-956	-724	887	-62	-11
资本支出	540	776	-1987	-1115	-1370
长期投资	-23	83	-133	-133	-134
其他投资现金流	-439	136	-1233	-1310	-1515
筹资活动现金流	1114	635	-3875	-2531	-2595
短期借款	165	-364	0	0	0
长期借款	-430	446	-2238	-1890	-1960
普通股增加	11	336	5	0	0
资本公积增加	2323	5051	0	0	0
其他筹资现金流	-955	-4834	-1641	-641	-635
现金净增加额	2053	2716	3227	924	6662

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	19585	22792	27501	32771	38741
营业成本	13235	15016	17886	20883	24174
营业税金及附加	84	107	127	149	176
营业费用	2021	2135	2370	2607	2868
管理费用	1888	1800	1890	1975	2054
研发费用	1247	1452	1742	2090	2508
财务费用	1595	613	546	499	486
资产减值损失	-146	-128	-180	-199	-244
其他收益	130	175	157	155	154
公允价值变动收益	23	199	111	155	133
投资净收益	5	100	51	74	63
资产处置收益	-12	41	14	28	21
营业利润	-478	2025	3451	5178	7089
营业外收入	3	6	3	3	4
营业外支出	10	26	23	18	19
利润总额	-484	2006	3431	5163	7074
所得税	-334	409	700	1054	1443
净利润	-150	1596	2731	4110	5631
少数股东损益	-238	433	741	1115	1528
归属母公司净利润	88	1163	1990	2994	4103
EBITDA	1117	3409	4516	6273	8172
EPS (元)	0.06	0.82	1.41	2.11	2.90

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-15.9	16.4	20.7	19.2	18.2
营业利润(%)	-140.8	523.8	70.4	50.0	36.9
归属于母公司净利润(%)	-88.2	1222.7	71.1	50.5	37.0
获利能力					
毛利率(%)	32.4	34.1	35.0	36.3	37.6
净利率(%)	0.4	5.1	7.2	9.1	10.6
ROE(%)	-1.2	8.7	13.0	16.5	18.5
ROIC(%)	-0.2	6.5	10.1	14.3	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	68.2	57.8	54.2	47.7	44.0
净负债比率(%)	59.9	21.6	-11.7	-21.1	-45.7
流动比率	1.0	1.5	1.6	1.8	1.9
速动比率	0.6	1.0	1.2	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	7.4	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	3.5	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.82	1.41	2.11	2.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	2.02	4.39	2.48	6.54
每股净资产(最新摊薄)	5.75	10.09	11.40	13.41	16.21
估值比率					
P/E	872.7	66.0	38.6	25.6	18.7
P/B	9.4	5.4	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	78.7	24.7	17.4	12.2	8.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 18 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com