

耐威科技 (300456)

公司研究/简评报告

受益军民融合，MEMS、航空电子布局成效显著

—耐威科技 (300456) 2016 年年报、2017 年一季报点评

简评报告/电子元器件

2017 年 04 月 26 日

一、事件概述

近期，耐威科技发布 2016 年年报、2017 年一季报、利润分配方案：1) 2016 年实现营收 33695.58 万元，同比增长 97.08%，归属于上市公司股东的净利润 5905.92 万元，同比增长 23.99%，扣非净利润 5771.72 万元，同比增长 40.16%，基本每股收益为 0.34 元，扣非每股收益为 0.33 元；2) 2017 年 1 季度营收 1.14 亿元，同比增长 687.53%，归属上市公司股东净利润 943.51 万元，同比增长 677.40%，扣非净利润 287.31 万元，同比增长 137.26%；3) 拟每 10 股派发现金股利 0.50 元 (含税)。

二、分析与判断

➤ 16 年业绩符合预期，MEMS、航空电子布局成效显著，17Q1 盈利能力改善

1、年报业绩符合市场预期。(1) 公司在 2016 年业绩预告中指出：预计 2016 年度实现归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 5239.34-6191.95 万元，同比增加 10%-30%。此次年报业绩落入均值偏上区间。(2) 公司综合毛利率为 43.14%，同比下降 0.22 个百分点。(3) 公司原主营导航业务——惯性导航/卫星导航，营收同比增速分别为 8.18%/-25.74%，收入占比分别为 44.68%/5.48%，导航业务毛利率为 43.83%，同比提升 0.47 个百分点；新增 MSMS/航空电子行业，收入占比分别为 34.53%/10.82%，毛利率分别为 32.44%/72.10%。(4) 期间费用率为 20.42%，同比增长 2.32 个百分点。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.08%/18.27%/-0.93%，分别提高 1.17 个百分点、提高 2.25 个百分点、下降 1.10 个百分点。

2、2016 年业绩增长的主要原因是：(1) 公司业务布局成效明显，MEMS 芯片、航空电子等新业务已经开始贡献业绩，同时原有导航业务稳定增长；(2) 新增 Silex、镭航世纪等子公司并入报表，其中，Silex 于 2016 年 8 月起并表，镭航世纪于 2016 年 11 月起并表。2016 年净利润增长幅度低于营收和营业利润增长幅度的原因是：(1) 公司因业务扩张导致经营费用大幅增长，特别是瑞典子公司 Silex 在合并报表期间计提与核心员工激励计划相关管理费用；(2) 公司收到的政府补助金额同比大幅减少。

3、17Q1 业绩基本符合市场预期。公司在 2017 年一季度业绩预告中指出，预计归属于上市公司股东的净利润约为 995.23 万元~1,031.64 万元，同比增长约 720%~750%。17Q1 业绩略低于业绩预告的原因是：1) 公司持续拓展惯性/组合导航、航空电子、高速信息处理、无人系统等业务，研发投入、市场开拓、人员招聘导致管理费用和销售费用增长；2) 为了缓解业务扩张产生的资金压力，借款增加导致财务费用同比增长。

4、17Q1 业绩大幅增长主要受益：(1) 惯性、卫星、组合导航产品新的应用市场与领域开拓取得成效，营收同比大幅增长；(2) MEMS 芯片业务、航空电子业务实现增长，新增瑞通芯源、镭航世纪等子公司并入报表；(3) 管理费用率下降明显，销售费用率同比下降，盈利能力大幅改善。2017 年第一季度综合毛利率为 29.41%，同比下降 3.73 个百分点，期间费用率为 23.87%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.55%/16.16%/2.16%，分别下降 0.30/35.80/-7.08 个百分点。

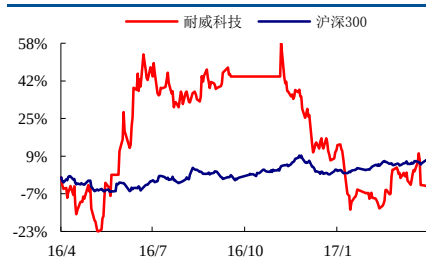
强烈推荐 维持评级

合理估值： 54.75—58.40 元

交易数据 2017-4-25

收盘价 (元)	37.13
近 12 个月最高/最低	75.49/34.46
总股本 (百万股)	185
流通股本 (百万股)	71
流通股比例 (%)	38.39
总市值 (亿元)	69
流通市值 (亿元)	26

该股与沪深 300 走势比较



分析师：郑平

执业证号： S0100516050001
 电话： (8610)8512 7605
 邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号： S0100116080101
 电话： (8610)8512 7605
 邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

- 1.《耐威科技 (300456) 公司深度研究报告：MEMS 代工国际一流，导航定位版图实现拓展》20161219
- 2.《耐威科技 (300456)：拟收购镭航世纪，加码航空电子业务》20170419

➤ **受益军民融合战略，项目拓展取得重要突破，导航业务稳健发展**

1、报告期内，公司导航业务实现营收 18305.43 万元，较上年同期增长 7.07%，其中，惯性导航/卫星导航业务分别实现收入 15,054.27 万元/1,845.91 万元，同比分别增长 8.18%，下降 25.74%。

2、导航业务突破了多个军工项目，核心客户包括中国航空工业集团公司、中国船舶重工集团公司、中国航天科工集团等。公司研制生产的激光惯导系统、光纤惯导系统已批量出货，正推进多个军工应用项目；MEMS 惯导系统已具备丰富的实践应用经验，且正在积极推进多个军工应用项目。卫星导航方面新拓展了民用市场，特别是智慧城市方面的应用。

3、报告期内，为完善惯性导航产业链布局，公司收购了航天新世纪 40.12% 股权，其业务集中于激光陀螺、移动卫星通信系统、遥测遥控设备等。

4、我们认为，受益于军品销售增长和军民融合，正在推进的系列导航项目将成为未来的业绩增长点。导航业务竞争实力强大、技术优势明显，正开始和 MEMS 业务发挥协同作用，产业链布局不断完善。

➤ **MEMS 业务高景气，客户优质，MEMS 新代工线项目持续推进**

1、报告期内，公司完成瑞通芯源 100% 股权的收购并间接控股全球领先的 MEMS 芯片制造商瑞典 Silex；MEMS 业务实现收入 11,634.38 万元（8-12 月并入报表），其中，MEMS 工艺开发实现收入 4,793.31 万元，MEMS 晶圆制造实现收入 6,841.07 万元，收入占比分别为 14.23% 和 20.30%，毛利率分别为 15.18% 和 44.54%。2016 年全年，Silex 实现收入 27,179.77 万元，较上年同期增长 25.79%，综合毛利率为 32.95%，同比提高 5.65%。

2、Silex 的核心客户包括全球光刻机巨头、全球网络通信和应用巨头、全球红外热成像技术巨头、全球领先的 DNA 快速序列检测仪器供应商以及工业和消费细分行业的领先企业，2016 年核心工艺开发客户、晶圆制造客户分别为 46 家、16 家，客户优质且稳定；截至 2016 年末，Silex 在手未执行合同/订单金额（单笔 500 万元以上）合计约为 1.61 亿元。公司还对 Silex 管理团队实施了两期员工持股计划，激励总价值为 3856.5 万元。

3、报告期内，公司通过控股子公司纳微矽磊推进“8 英寸 MEMS 国际代工线建设项目”，该项目建设完成后将与 Silex 形成优势互补，纳微矽磊提供产能，Silex 导入初期启动客户，双方将形成良好协同效应。

4、我们认为，Silex 是全球 MEMS 纯代工领域的领军企业，客户资源充足，订单饱满，核心竞争力突出，在股权激励计划的激发下，未来将协同纳微矽磊共同做大做强 MEMS 业务，产能利用率和盈利能力将不断提升。

➤ **内生+外延进入航空电子市场，业务布局取得突破，打造新的增长点**

1、报告期内，航空电子业务营收 3,646.23 万元，综合毛利率高达 72.10%，成为公司新的业绩增长点。公司航空电子客户包括中国电子科技集团、中国航空工业集团下属军工企业或军工院所以及境外用户。

2、公司通过新设子公司和并购两种方式加码航空电子业务，新设子公司西安耐威、瑞科通达，进行航空综合显示系统、航空信息备份系统的研制；同时，公司通过收购控股高速信息处理厂商镭航世纪 41% 股权，新增航空数据采集记录系统等产品；公司于 2017 年继续新设控股子公司成都耐威、青州耐威，拟以 3200 万元收购控股子公司镭航世纪 10% 的股权，收购完成后将合计持有镭航世纪 51% 股权，继续加码航空电子业务。

3、我们认为，公司航空电子业务能与原有导航产品业务在客户、技术方面产生协同效应，发挥公司技术和市场优势，促进整体战略布局，提升公司整体利

润率。

➤ **无人机系统、智能制造成果初现，积极拓展京东等民用高端客户**

1、报告期内，无人系统业务营收 109.53 万元，子公司耐威智能研制完成两款固定翼无人机和一款微型旋翼无人机，并于 2016 年 9 月与京东物流试验室签署协议，为京东货运无人机研发专用应急回收系统；同时于 2017 年 1 月与国家标准化委员会签署协议，承担建设“农业旱情监测标准化示范区”项目，并成为中国水利水电科学研究院推介的无人机生产厂商。

2、智能制造方面，子公司耐威思迈与鹰图软件技术建立了战略合作关系，在船舶行业技术推广、服务支持及产品销售方面开展合作，同时承接了“武船智能管加车间产品生命周期管理系统实施项目”，并正与上海外高桥造船有限公司、中远船务工程集团有限公司等客户洽谈合作。

3、我们认为，公司无人机业务能与导航系统、MEMS 业务产生协同作用，智能制造是未来工业制造趋势，两项新兴业务技术投入，将为公司未来提供增长方向。

➤ **重申观点：股权激励行权条件高，公司具备中长期发展潜力**

1、2017 年 3 月，公司发布 2017 年限制性股票与股票期权激励计划，拟向激励对象授予权益总计 555 万份（约占公司总股本的 3%），其中，首次授予 455 万份，预留 100 万份。其中，解锁或行权比例分别为 40%、30%、30%，解锁条件或行权条件为：1) 2017 年营业收入比 2016 年增长不低于 50%；2) 2018 年营业收入比 2016 年增长不低于 100%，且归母净利润比 2016 年增长不低于 50%；3) 2019 年营业收入比 2016 年增长不低于 150%，且归母净利润比 2016 年增长不低于 100%。

2、我们认为，本次股权激励计划行权条件要求高，符合公司战略利益，彰显公司长期发展信心，将能够实现公司业绩与管理层、核心员工的利益深度绑定，将充分调动管理层、核心员工的主观能动性，表明公司具备中长期发展潜力。

➤ **重申观点：定增加码 MEMS 代工业务，国内 MEMS 代工生产线项目进展顺利**

1、2016 年 11 月，公司拟定增募集不超过 20 亿元，发行价格为 61.06 元/股，用于新建国内首条采用体硅工艺的 8 英寸 MEMS 生产线以及航空电子、无人系统项目，国家集成电路产业基金、泓德基金、实际控制人杨云春拟分别认购 14 亿元、4 亿元、2 亿元。

2、子公司瑞通芯源拟与国家集成电路产业基金共同对子公司纳微矽磊进行增资，本次增资完成后，纳微矽磊注册资本变为 20 亿元，瑞通芯源持股 70%，国家集成电路基金持股 30%。纳微矽磊的本次增资款将全部用于“8 英寸 MEMS 国际代工线建设项目”。近期，纳微矽磊购买北京经济技术开发区路东区 B11M1 地块的土地使用权，用于建设“8 英寸 MEMS 国际代工线建设项目”。

3、我们认为，物联网产业即将进入快速成长期，MEMS 芯片将加速渗透物联网，MEMS 代工业务将成为公司业绩的主要增长点。传统惯性导航/卫星导航/组合导航业务与 MEMS、航空电子、无人系统在客户、技术、制造等方面协同效应明显，大基金拟参与定增表明公司发展前景广阔。

三、盈利预测与投资建议

公司基于导航定位领域的深厚积累，通过内生+外延的方式积极布局 MEMS 制造、航空电子、无人系统、智能制造业务，致力于向“器件—产品—系统—服务”方向演进。

考虑实施股权激励的影响，预计 2017~2019 年 EPS 为 0.73 元、1.09 元、1.43 元，基于公司业绩增长的弹性，可给予公司 2017 年 75~80 倍 PE，未来 12 个月的合理估值为 54.75~58.40 元，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

1、MEMS 代工生产线进度不及预期；2、导航产品毛利率下滑；3、新产品研发不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	337	590	734	945
增长率（%）	97.1%	75.1%	24.4%	28.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	59	134	202	266
增长率（%）	24.0%	127.7%	50.4%	31.3%
每股收益（元）	0.32	0.73	1.09	1.43
PE（现价）	116.4	51.1	34.0	25.9
PB	5.1	4.6	4.1	3.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	337	590	734	945
营业成本	192	331	390	508
营业税金及附加	2	4	5	7
销售费用	10	21	21	21
管理费用	62	74	70	76
EBIT	71	160	248	334
财务费用	(3)	(5)	(11)	(10)
资产减值损失	5	2	1	6
投资收益	2	1	2	2
营业利润	71	164	259	340
营业外收支	8	15	15	1
利润总额	80	175	269	351
所得税	13	25	40	52
净利润	67	150	228	299
归属于母公司净利润	59	134	202	266
EBITDA	90	194	300	402

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	217	250	266	336
应收账款及票据	327	486	588	768
预付款项	29	72	76	103
存货	99	152	172	227
其他流动资产	17	17	17	17
流动资产合计	691	982	1125	1454
长期股权投资	21	21	21	21
固定资产	194	304	430	551
无形资产	684	485	574	565
非流动资产合计	1085	983	1169	1235
资产合计	1776	1965	2293	2689
短期借款	16	0	0	0
应付账款及票据	24	42	47	62
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	302	341	441	538
长期借款	17	17	17	17
其他长期负债	48	48	48	48
非流动负债合计	65	65	65	65
负债合计	367	406	506	603
股本	185	185	185	185
少数股东权益	50	66	92	126
股东权益合计	1409	1559	1787	2086
负债和股东权益合计	1776	1965	2293	2689

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	97.1%	75.1%	24.4%	28.7%
EBIT 增长率	68.7%	124.7%	55.1%	34.7%
净利润增长率	24.0%	127.7%	50.4%	31.3%
盈利能力				
毛利率	43.1%	43.9%	46.9%	46.2%
净利润率	17.5%	22.8%	27.5%	28.1%
总资产收益率 ROA	3.3%	6.8%	8.8%	9.9%
净资产收益率 ROE	4.3%	9.0%	11.9%	13.5%
偿债能力				
流动比率	2.3	2.9	2.6	2.7
速动比率	2.0	2.4	2.2	2.3
现金比率	0.7	0.7	0.6	0.6
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	213.6	227.3	222.7	224.3
存货周转天数	147.4	168.0	161.1	163.4
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.73	1.09	1.43
每股净资产	7.34	8.06	9.15	10.59
每股经营现金流	0.18	(0.16)	1.31	1.05
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	116.4	51.1	34.0	25.9
PB	5.1	4.6	4.1	3.5
EV/EBITDA	74.6	34.3	22.1	16.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	67	150	228	299
折旧和摊销	24	36	54	74
营运资金变动	(59)	(204)	(27)	(166)
经营活动现金流	33	(30)	243	194
资本开支	95	(78)	229	126
投资	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(61)	80	(227)	(125)
股权募资	1	0	0	0
债务募资	67	0	0	0
筹资活动现金流	29	(17)	0	0
现金净流量	1	34	16	69

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

胡独巍，电子行业研究助理。北京大学微电子学与固体电子学硕士，北京大学微电子学学士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。