



东兴证券
DONGXING SECURITIES

入资北斗基金，完善卫星导航全产业链布局发展空间大

——耐威科技（300456）事件点评

2017 年 06 月 09 日

强烈推荐/维持

耐威科技

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
张高艳	联系人	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 021-25102859	
李永乐	联系人	执业证书编号：S1480116050067
	liyl@dxzq.net.cn 01066554047	
王加熾	联系人	执业证书编号：S1480116110054
	wang_jw@dxzq.net.cn 010-66554142	

事件：

公司于 2017 年 6 月 8 日发布公告：全资子公司中测耐威拟通过现金支付方式出资人民币 8639 万元受让湖北北斗产业投资基金合伙企业（有限合伙）7423.50 万元的出资份额。

观点：

受让前，湖北北斗产业创业投资基金（以下简称“北斗基金”）由具有湖北国资背景的湖北宏泰产业投资基金有限公司认缴出资1.47亿元、占比77.98%，中测耐威通过本次受让将获得湖北宏泰出资份额的50.5%，约占北斗基金总出资份额的39.38%，将一跃拥有北斗基金第一大出资份额。

目前北斗基金已投资企业包括：武汉依迅北斗、武汉光谷信息（430161.OC）、苍穹数码、易瓦特（834809.OC），均为已在北斗军民行业应用领域取得较为成熟发展模式的领先企业。

- ◆ **武汉依迅北斗**：成立于 2003 年，致力于卫星导航定位产品及运营服务系统的研发、生产与销售，业务涵盖 GIS 系统、LBS 运营、国防军工、智能交通、智慧城市、精准农业等北斗核心应用板块，在高精度组合制导、高精度北斗授时、时频同步等领域拥有国内领先的核心技术，是国内少有的同时具备终端研发、生产能力与系统、算法软硬件一体化的军民融合企业（拥有国防武器装备科研二级保密认证、武器装备科研生产许可等军品企业资质），在国内北斗民用技术领域市场占有率为前五。
- ◆ **武汉光谷信息（430161.OC）**：成立于 2007 年 8 月，2012 年登陆新三板，主营空间信息技术服务、大数据技术服务及系统融合技术服务，主要面向国土、能源、电力、农业、医疗、教育、金融与运营商等行业优质客户。2016 年实现营业收入 1.93 亿元/归母净利 2166 万元，YoY(+28.65%)/(+32.66%)，近 5 年营收/净利年均增速分别为 35.07%/42.56%，截至 2017-06-08 市值 3.33 亿元。
- ◆ **苍穹数码**：成立于 2001 年 5 月，始终致力于遥感、地理信息、卫星导航等核心技术和产品的研发，业务范围涉及数据采集与加工、GIS 平台研发、遥感平台研发、卫星导航软硬件产品研制与生产、政企与国防信息化解决方案、大众应用与服务等，具有高新技术企业、甲级测绘资质、双软认证、计算机系统集成、质量管理（ISO9001）、信息安全管理（ISO27001）、CMMI3 级认证、国家二级保密资质等 10 余种资

质。

- ◆ **易瓦特（834809.OC）**：成立于 2010 年，是世界领先的民用无人机系统制造商，自主研发了全系列无人机产品，业务涵盖产业链各环节，包括无人系统研发、生产、销售、培训、技术与飞行服务等，综合实力位居行业前列。现拥有中国第一家无人机驾驶员培训学院，以及在建的全球最大民用无人机研发生产基地。公司固定翼无人机、多旋翼无人机和大载荷无人直升机等产品已广泛用于新闻影视、物流配送、农林植保、婚庆旅游、警用消防、国土测绘、能源巡检、电力巡线等 10 多个领域

根据中国卫星导航定位协会的数据及预测，2015年卫星导航产业链产值分布比例分别为：上游14%、中游61%、下游25%，预计到2020年下游环节的运营服务产值将占据半壁江山，对应产值规模1200亿元，未来下游的运营服务将迎来更大的爆发机会。公司在卫星导航领域的业务主要集中在上游的GNSS板卡和导航解算软件，通过本次受让公司将充分拓展卫星导航产业产值占比最高的中下游运营服务领域的专业行业应用和大众应用市场，完善公司在卫星导航领域的全产业链布局，未来发展值得期待。

投资企业	武汉依迅北斗空间技术有限公司	武汉光谷信息技术股份有限公司(430161.OC)	苍穹数码技术股份有限公司	易瓦特科技股份有限公司(834809.OC)
投资金额（万元）	1500	3,024	3600	900
持股比例（%）	10.11%	10.80%	4.0336%	3.83%
投资企业当前市值（亿元）	无公开数据	3.33	无公开数据	8.14
2016 年投资企业营收/净利（百万元）	无公开数据	193.50/21.66	无公开数据	205.87/28.13
主营业务领域	智慧交通：公共出行、交通安全、信息服务； 智慧城市：城市治理、智慧工地、建筑安全； 智慧农业：农机监控、自动驾驶、水文监测； 智慧救护：道路安全救援、老人关爱救护； 互联网+北斗：驾驶员培训模拟器 定位导航：飞行器航姿测量系统、动中通系统、探测平台稳定系统； 时频技术：服务现代战争、保障通讯组网安全； 整机系统：特种车辆行驶记录仪、特种车辆导航仪			
	空间信息技术服务：智慧国土、云数据中心、不动产登记； 大数据技术服务：聚焦金融、运营商、能源等领域； 以融合和跨界为核心的系统融合技术服务。			
	地理信息平台软件： KQGIS Desktop 苍穹桌面 GIS 平台、KQGIS Server 苍穹服务 GIS 平台、KQGIS Mobile 苍穹移动 GIS 平台； 遥感系列软件：苍穹无人机一体化测图软件、苍穹 Lidar 数据处理软件、苍穹遥感卫星数据处理软件； 卫星导航定位软硬件产品：航空机载 GNSS 接收机、GNSS RTK 野外成图系统、M8-PRO、GIS 数据采集器/GNSS 手持机/RTK 手簿等； 图文一体化业务协作构			
	无人机：各型号多旋翼无人机、手抛固定翼无人机、固定翼无人机等； 机载仪器：可见光相机、红外热像仪、紫外成像仪、三维激光雷达、光电吊舱、夜视仪、照明模块、喊话模块等； 通信指挥车； 无人机辅助工器具； 智能无人机库房； 飞行服务； 飞行培训。			

架平台。

资料来源：公司公告，wind，各公司官网，东兴证券研究所

公司其他主要业务板块观点：

国内民营惯导行业翘楚，立足先进导航技术，全产业链布局发展空间大。公司是国内为数不多的具备惯性导航产品自主研发生产能力的企业，客户主要面向军方，多种惯导产品已批量配套武器装备型号。外延收购航天新世纪股权，延伸至上游激光陀螺等领域，惯导综合竞争实力再获增强。近五年公司惯导产品年均增速约27%，2014年以后增势明显放缓，我们判断主要是受军改影响，随着军改进入新阶段，军品采购按照新的军队编制体制运行将逐步落实，未来公司的惯导系统将迎来新一轮的快速增长。

收购赛莱克斯，加码募投国内8吋生产线，协同发力MEMS产业平台化布局。赛莱克斯是全球纯MEMS代工业务龙头，拥有一条6吋及一条8吋MEMS生产线。根据预测2019年全球纯MEMS代工业务市场规模将达11.1亿美元，CAGR达26.9%。赛莱克斯将充分受益于行业的高景气发展，未来增长可期。公司拟引入国家集成电路基金，投26亿建8吋MEMS国内生产线，建成后预计新增产能36万片/年、新增年均净利3.47亿元，将与赛莱克斯形成MEMS产业化协同发展效应。

横向扩张航电业务，业绩兑现蓄势待发。航电系统占飞机总研制成本的30%~40%，我们预计未来5年国内航电系统年均市场规模达228亿美元，需求巨大。公司依托惯导优势，内生外延并举横向扩张航电业务，目前已取得实质突破，未来将成为强劲的业绩新增长点。

结论：

我们预计公司2017-2019年营业收入6.74/ 9.03/ 12.32亿元，净利润分别为1.42/ 1.88/ 2.57亿元，EPS分别为0.72/ 0.97/ 1.35元，对应PE分别为48X/ 36X/ 26X，维持公司“强烈推荐”投资评级，6个月目标价为57.6元。

风险提示：

非公开发行推进不及预期；MEMS、航电业务竞争加剧；业务拓展不及预期。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	517	691	1072	1391	1850	营业收入	171	337	674	903	1232
货币资金	217	217	433	581	792	营业成本	97	192	383	505	680
应收账款	124	271	332	445	608	营业税金及附加	1	2	5	6	8
其他应收款	2	3	6	8	11	营业费用	3	10	17	23	31
预付款项	34	29	18	4	-14	管理费用	27	62	116	155	211
存货	56	99	198	260	350	财务费用	0	-3	2	7	13
其他流动资产	39	17	-28	-59	-103	资产减值损失	3.27	4.88	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	148	1085	963	937	911	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	21	21	21	21	投资净收益	0.29	2.02	2.02	2.02	2.02
固定资产	32.94	194.03	230.84	208.01	185.18	营业利润	39	71	152	208	289
无形资产	14	41	37	33	30	营业外收入	16.61	8.32	12.20	12.38	10.97
其他非流动资产	59	95	0	0	0	营业外支出	0.07	0.11	0.06	0.08	0.09
资产总计	665	1776	2036	2328	2761	利润总额	55	80	164	220	300
流动负债合计	45	302	485	632	871	所得税	6	13	22	33	42
短期借款	9	16	150	246	414	净利润	49	67	142	188	257
应付账款	18	24	47	62	84	少数股东损益	2	8	8	8	8
预收款项	2	25	52	88	137	归属母公司净利润	48	59	134	180	249
一年内到期的非	8	17	17	17	17	EBITDA	56	124	181	242	328
非流动负债合计	35	65	36	36	36	EPS（元）	0.63	0.34	0.72	0.97	1.35
长期借款	27	17	17	17	17	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	80	367	522	668	907	成长能力					
少数股东权益	7	50	58	66	74	营业收入增长	0.93%	97.08%	100.04%	34.01%	36.41%
实收资本（或股	84	185	185	185	185	营业利润增长	-21.82%	83.59%	112.34%	37.16%	38.84%
资本公积	268	906	906	906	906	归属于母公司净利	140.97%	34.32%	126.67%	34.37%	38.65%
未分配利润	221	264	349	471	635	获利能力					
归属母公司股东	578	1358	1458	1595	1782	毛利率(%)	43.36%	43.14%	43.12%	44.13%	44.83%
负债和所有者权	665	1776	2036	2328	2761	净利率(%)	28.88%	19.82%	21.01%	20.77%	20.87%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润（%）	3.82%	7.16%	3.33%	6.58%	7.73%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	8.25%	4.35%	9.18%	11.27%	14.00%
经营活动现金流	20	33	45	101	120	偿债能力					
净利润	49	67	142	188	257	资产负债率(%)	12%	21%	26%	29%	33%
折旧摊销	17.22	56.14	59.53	55.86	52.56	流动比率	11.46	2.29	2.21	2.20	2.12
财务费用	0	-3	2	7	13	速动比率	10.22	1.96	1.80	1.79	1.72
应收账款减少	0	0	-62	-113	-162	营运能力					
预收帐款增加	0	0	27	36	49	总资产周转率	0.32	0.28	0.35	0.41	0.48
投资活动现金流	-81	-61	95	0	0	应收账款周转率	1	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.17	15.95	18.96	16.53	16.90
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	0	2	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.34	0.72	0.97	1.35
筹资活动现金流	220	29	78	46	92	每股净现金流(最新摊薄)	1.90	0.00	1.17	0.80	1.14

应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.88	7.34	7.87	8.62	9.62
长期借款增加	0	0	0	0	0	达) 估值比率					
普通股增加	21	101	0	0	0	P/E	67.56	125.18	48.42	36.03	25.99
资本公积增加	245	639	0	0	0	P/B	6.19	5.80	4.45	4.06	3.64
现金净增加额	160	1	217	147	211	EV/EBITDA	60.32	62.02	34.51	25.58	18.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

张高艳

清华大学工学硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，重点关注航天科技、军民融合等领域。

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4 年国防电子领域项目论证与管理经验，2016 年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

王加煨

清华大学工学硕士，2 年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。