

耐威科技 (300456)

公司研究/简评报告

业绩符合预期, MEMS、航空电子成新增长点

简评报告/电子元器件

2017 年 08 月 29 日

一、事件概述

近期,耐威科技发布 2017 年半年报:上半年实现营业收入 2.81 亿元,同比增长 306.76%,实现归属于上市公司股东的净利润 2409.01 万元,同比增长 73.39%;实现归属于上市公司股东的扣非净利润为 1611.79 万元,同比增长 19.61%;基本每股收益为 0.1301 元,扣非每股收益为 0.0870 元。

二、分析与判断

➤ 中报业绩符合预期,新增 MEMS、航空电子并表, MEMS 业务高景气

1、(1) 业绩符合市场预期,公司在业绩预告中指出,归母净利润约 2,361.88 万元~2,778.68 万元,同比增长 70%~100%,本次业绩落入区间下限附近。(2) 上半年毛利率为 33.07%,同比下降 9.99 个百分点,公司原有导航业务营收同比增长 19.24%,营收占比为 29.31%,毛利率为 28.43%,同比下降 14.63 个百分点;公司新增 MEMS/航空电子/无人系统业务,营收占比分别为 55.69%/14.80%/0.19%,毛利率分别为 29.58%/54.84%/74.40%;(3) 期间费用率为 24.02%,同比下降 0.11 个百分点,其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 5.02%/15.98%/3.01%,同比分别变化 2.76/-8.07/5.19 个百分点。

2、公司第二季度实现营业收入 1.67 亿元,同比增长 205.61%,归母净利润为 1465.50 万元,同比上升 15.58%。综合毛利率为 35.57%,同比下降 10.12 个百分点,期间费用率为 24.11%,同比上升 7.62 个百分点,其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.66%/15.86%/3.59%,分别同比变化 3.36/-0.77/5.04 个百分点。

3、公司业绩高增长主要原因:1) 公司外延并购新增子公司瑞通芯源,并间接控股全球领先的 MEMS 芯片制造商 Silex,新增的 MEMS 业务高速增长且并入报表;2) 公司投资布局了西安耐威等众多控股公司,收购镭航世纪 51% 股权,新增航空电子业务高速增长且并表;3) 传统导航业务持续增长,高毛利的惯导、卫星导航收入下降,低毛利代理业务增加拉低了综合毛利率。

4、我们认为,在物联网大发展背景下,随着生产线改造及产能利用率提升, Silex 的 MEMS 晶圆代工和工艺开发业务将继续高速增长;公司技术实力雄厚,受益军民融合战略,其传统导航业务将保持竞争优势,积极拓展新项目,持续稳定发展;新增航空电子、无人机、智能制造等新业务将为公司开辟新增长点。

➤ MEMS 业务快速发展,持续突破大客户,大基金参与定增、投资纳微砂磊

1、报告期内,公司 MEMS 业务实现营收 1.57 亿元,毛利率保持稳定为 29.58%,其中 MEMS 工艺开发营收为 7132.92 万元, MEMS 晶圆制造营收为 8517.80 万元;公司继续与原有全球光刻机巨头、全球网络通信和应用巨头、全球红外热成像技术巨头合作,同时新开拓了全球网络搜索引擎巨头,积极拓展亚洲及消费电子领域客户。

2、报告期内,控股子公司纳微砂磊完成增资至 20 亿元的工商变更登记,国家集成电路基金、子公司瑞通芯源分别认缴 6 亿元(持股 30%)、14 亿元(持股 70%)并实缴了首期出资。

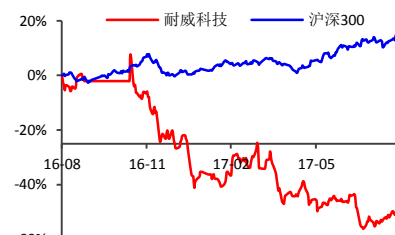
强烈推荐 维持评级

合理估值: 43.2—46.8 元

交易数据 2017-8-28

收盘价(元)	34.77
近 12 个月最高/最低	75.39/29.98
总股本(百万股)	185
流通股本(百万股)	72
流通股比例(%)	38.33
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	25

该股与沪深 300 走势比较



数据来源:Wind, 民生证券研究院

分析师: 郑平

执业证号: S0100516050001
 电话: (8610)8512 7512
 邮箱: zhengping@mszq.com

研究助理: 胡独巍

执业证号: S0100116080101
 电话: (8610)8512 7512
 邮箱: huduwei@mszq.com

相关研究

1.《耐威科技(300456):定增项目取得环评批复,大股东拟增持凸显价值》
 20170521

3、公司拟定增发股票数量不超过 37,037,428 股，拟募集资金不超过 20 亿元，其中，国家集成电路产业基金认购金额不超过 14 亿元、杭州溯智认购金额不超过 4 亿元、杨云春认购金额不超过 2 亿元。募集资金用于建设月产能 3 万片的 8 英寸晶圆 MEMS 国际代工线（拟投入募集资金 14 亿元）和年产能 30466 台/套航空电子产品研发及产业化项目（拟投入募集资金 6 亿元），现申请材料已于 2017 年 7 月被证监会受理。纳微砂磊将积极推进建设“8 英寸 MEMS 国际代工线建设项目”。

4、我们认为，借助 Silex 的 MEMS 深厚技术积累和国家集成电路产业基金平台资源，定增募投项目将得以加快推进，投产后将扩大 MEMS 代工产能，填补国内 MEMS 规模化代工产能的空白，极大提升产业竞争力。公司后续将积极推进定增事宜，看好公司中长期发展潜力。

➤ **外延并购协同内生发展加码航空电子业务，拓展无人机、智能制造领域**

1、报告期内，公司航空综合显示系统已实现小批量销售；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客户等；公司加码航空电子领域布局，新设控股子公司成都耐威、青州耐威，收购镭航世纪并持有其 51% 股权。

2、报告期内，公司无人系统和智能制造业务在团队建设、技术及产品累积、市场开拓方面不断推进，已开始贡献少量收入，相关领域有望持续突破；智能制造领域正在开发、维护武昌船舶重工集团有限公司、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。此外，公司还受让了北斗基金目前第一大出资份额（39.38%），拟整合产业链上下游资源。

3、我们认为，公司拥有优质客户资源，航空电子业务将与现有业务发挥协同作用，成为新的业绩增长点；同时，公司不断布局新技术和产业，通过北斗基金项目资源，公司将进一步发掘导航产业优质项目，完善导航产业链，提升综合竞争实力。

➤ **重申观点：股权激励计划成功实施，行权条件高，彰显公司长期发展信心**

1、公司以 2017 年 7 月 27 日为授予日，向 44 名激励对象首次授予限制性股票数量 268.80 万股，每股 25.63 元；股票期权 115.20 万份，行权价格每股 51.31 元。根据调整后的股权激励计划，首次授予的激励对象人数由 56 名变更为 44 名，包括公司副总经理（44.8 万股）、董秘（21 万股）及 42 名核心员工（203 万股）；预留权益由 100 万份变更为 96 万份，其中预留限制性股票的数量由 70 万股变更为 67.20 万股，预留股票期权数量由 30 万份变更为 28.80 万份。

2、预留授予的限制性股票/股票期权解锁或行权比例分别为 50%、50%，解锁条件或行权条件为：1) 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%；2) 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%。

3、我们认为，公司股权激励覆盖员工人数多、参与面广，解锁或行权条件高，符合公司战略规划；同时本次股权激励将核心员工与公司利益紧密结合，将调动员工主观能动性，为公司长期发展打下基础。

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 0.72 元、1.08 元、1.42 元，基于公司业绩增长的弹性，可给予公司 2017 年 60~65 倍 PE，未来 6 个月的合理估值为 43.20~46.80 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	203	267
增长率（%）	24.0%	127.7%	51.1%	31.2%
每股收益（元）	0.32	0.72	1.08	1.42
PE（现价）	109.0	48.6	32.1	24.5
PB	4.7	4.2	3.7	3.2

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)	(12)	(12)
资产减值损失	5	2	1	6
投资收益	2	1	2	2
营业利润	71	164	260	342
营业外收支	8	15	15	1
利润总额	80	175	270	352
所得税	13	25	40	52
净利润	67	150	230	300
归属于母公司净利润	59	134	203	267
EBITDA	90	194	300	402

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	217	319	337	407
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	1051	1195	1526
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	2034	2363	2761
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	188	188	188
少数股东权益	50	66	92	126
股东权益合计	1409	1628	1857	2157
负债和股东权益合计	1776	2034	2363	2761

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%	51.1%	31.2%
盈利能力				
毛利率	43.1%	43.9%	46.9%	46.2%
净利润率	17.5%	22.8%	27.7%	28.2%
总资产收益率 ROA	3.3%	6.6%	8.6%	9.7%
净资产收益率 ROE	4.3%	8.6%	11.5%	13.1%
偿债能力				
流动比率	2.3	3.1	2.7	2.8
速动比率	2.0	2.6	2.3	2.4
现金比率	0.7	0.9	0.8	0.8
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	0.72	1.08	1.42
每股净资产	7.34	8.31	9.39	10.81
每股经营现金流	0.18	(0.16)	1.30	1.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	109.0	48.6	32.1	24.5
PB	4.7	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	69.8	31.7	20.5	15.1
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	230	300
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)	245	195
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	69	0	0
债务募资	67	0	0	0
筹资活动现金流	29	52	0	0
现金净流量	1	102	17	71

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。