

耐威科技 (300456) 2019 年半年报点评: 导航与航电业务收入下滑, MEMS 业务前景可期

行业分类: 国防军工

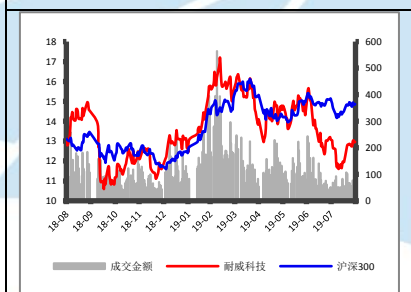
2019 年 8 月 30 日

公司投资评级	持有
当前股价 (19.08.30)	12.96 元

基础数据 (2019.08.30)

沪深 300	3799.59
总股本 (亿)	6.42
流通 A 股 (亿)	2.73
流通 A 股市值 (亿)	35.43
每股净资产 (元)	8.00
PE	82.6
PB	3.13

上市以来公司与沪深 300 走势对比图



数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

事件: 8 月 30 日, 公司公布 2019 年半年报, 2019H1 营收 3.10 亿元 (-11.11%), 归母净利润 2,930.96 万元 (-48.25%), 毛利率 40.30% (-1.87pcts), 净利率 8.67% (-8.78pcts)。

投资要点

● 导航航电两大核心业务收入未达预期, 公司营收利润双下滑

2019H1 公司营业收入 (3.10 亿元, -11.11%) 出现下滑。其中, 公司 MEMS 业务及导航、航电三大核心业务表现呈现两极分化: 一方面, 伴随瑞典产线扩产同时保持了高产能利用率, 公司 MEMS 业务营收 (2.46 亿元, +31.95%) 快速增长; 另一方面, 受到部分产品定型延迟, 部分订单用户审价进度不及预期以及生产交付进度发生调整, 公司导航业务收入 (0.42 亿元, -50.76%) 以及航空电子业务收入 (0.18 亿元, -59.50%) 出现较大幅度下滑。

公司归母净利润 (2,930.96 万元, -48.25%)、净利率 8.67% (-8.78pcts) 均出现下滑, 我们预计主要是由于 2019H1 公司毛利率较高的系统级惯性导航产品及航空电子收入下降导致, 同时在研发投入增长、业务领域扩大、员工数量增加、实施股权激励的背景下, 公司研发费用 (3,902.90 万元, +96.84%) 以及管理费用 (0.44 亿元, +34.37%) 的增长也是导致公司整体盈利能力下降的原因。

● 国家集成电路基金成为公司新股东, MEMS 业务发展前景可期

2019 年 2 月, 公司以 22.10 元/股的价格完成了对国家集成电路产业投资基金股份有限公司及董事长杨元春非公开发行股份后, 国家集成电路基金成为公司第二大股东, 持股比例 13.75%, 本次发行实际募集的资金 12.07 亿元拟投入 8 英寸 MEMS 国际代工线建设项目, 将有助于公司整合 MEMS 业务资源, 完善 MEMS 业务体系, 强化公司在 MEMS 芯片制造领域的全球领先竞争优势。

● 大力发展 MEMS、导航及航空电子三大核心业务, 布局新兴潜力业务

公司是一家以传感技术为核心, 紧密围绕物联网、特种电子两大产业链, 一方面大力发展 MEMS、导航、航空电子三大核心业务, 一方面积极布局无人系统、第三代半导体材料和器件等潜力业务, 致力于成为具备高竞争门槛的民营科技企业集团。

①MEMS 业务

公司全资子公司瑞典 Sillex 是全球领先的纯 MEMS 代工企业, 服务于全球各领域巨头厂商, 2012 年至今, 全球 MEMS 代工厂营收排名中一直位居前五, 在 MEMS 纯代工领域则一直位居前二。是公司当前 MEMS 业务收入的

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

主要来源。截至 2019H1 末，公司全资子公司 Silex 拥有的在手未执行合同/订单金额（单笔 500 万元以上）合计约为 5 亿元，持续具备充足的业务增长动力。

2019H1，公司继续推进瑞典产线的升级改造，进一步新增当地产能，子公司赛莱克斯北京同时全面推进北京“8 英寸 MEMS 国际代工线建设项目”的建设，在瑞典产线升级改造及北京产线建设完成后，赛莱克斯北京将与瑞典 Silex 形成优势互补，有力保证公司继续保持纯 MEMS 代工的全球领先地位。

我们预计公司瑞典产线的升级改造及北京“8 英寸 MEMS 国际代工线建设项目”将是公司未来几年 MEMS 业务收入保持高速增长的有力保障。

②导航，航电业务

公司具备惯性导航系统及核心器件、航空电子系统自主研发生产能力。2019H1，尽管公司导航、航电业务在经营上因部分产品定型、用户审价、订单生产交付进度产生延误的原因下出现收入下滑，其中导航业务还叠加盈利水平下降、主要业务子公司出现亏损，但是公司导航、航电业务工作仍正常开展。

当前，公司继续服务特种领域用户及行业用户，在执行原有合同的同时，积极挖掘并拓展客户的新需求。公司研制的激光惯导系统、光纤惯导系统以及各类航电设备已实现批量装备，并积极推进各类“海陆空天”导航应用项目等。同时，公司多项前期募集资金投入的导航业务项目投资进度接近完成，预计有助于公司具有高毛利率的导航，航电业务收入恢复增长。

③其他业务（无人系统及第三代半导体业务）

2019H1，公司继续积极推进无人系统业务和第三代半导体的发展。无人系统方面，公司成功中标多个特种项目。半导体方面，公司基于 2018 年成功研制的 8 英寸硅基氮化镓（GaN-on-Si）外延晶圆，持续推动第三代半导体材料制造项目（一期）在内的相关项目建设。GaN 材料领域公司已与下游用户建立合作，GaN 器件领域公司推出的数款 GaN 功率器件产品已经进入了小批量试产阶段。预计伴随当前无人系统、第三代半导体材料及器件的应用发展，以上业务有望成为公司新的收入增长点。

投资建议

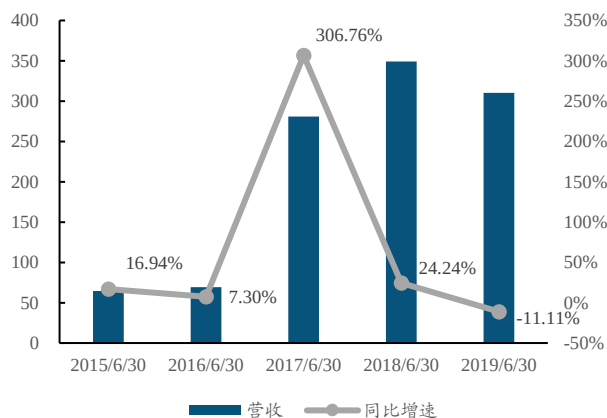
我们认为，公司尽管在 2019H1 受到导航和航电收入下滑下出现了营业收入及归母净利润的双下滑，但公司在 MEMS 业务收入上保持了高速增长，伴随未来瑞典产线升级改造带来的在产能瓶颈上的突破，以及募集资金约 12 亿元投入的北京“8 英寸 MEMS 国际代工线建设项目”的实施，公司未来 MEMS 业务将持续保持高速增长态势；公司当前导航、航电业务上出现的部分产品定型、用户审价、订单生产交付进度出现延误等影响预计未来将逐渐消除，同时公司多项导航、航电新产品的批量装备以及未来导航业务项目投资进度的接近完成，将有利于公司具有高毛利率的导航，航电业务收入恢复增长；公司在无人系统及第三代半导体业务上的布局有望为公司提供新的收入增长点。

基于以上观点，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 7.82 亿元、10.71 亿元和 16.02 亿元，归母净利润分别为 0.98 亿元、1.41 亿元和 2.01 亿元，EPS 分别为 0.15 元、0.22 元和 0.31 元，当前股价分别对应 86 倍、59 倍及 42 倍 PE。

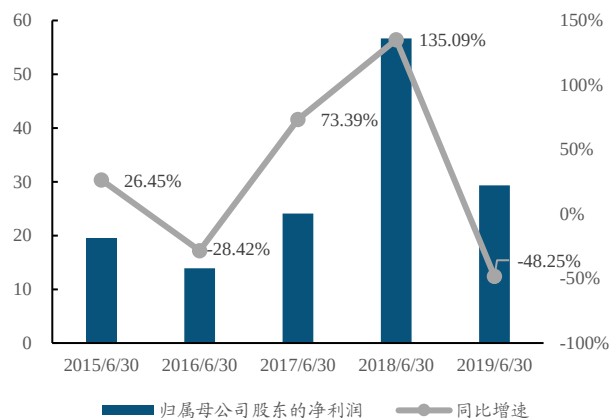
- 风险提示：公司 MEMS 及导航项目推进不及预期；无人系统及第三代半导体业务推广不及预期。
- 盈利预测

单位: 百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	600.50	712.50	782.39	1071.10	1601.72
增长率 (%)	78.21	18.65	9.81	36.90	49.54
归属母公司股东净利润	48.43	94.57	98.27	140.52	201.22
增长率 (%)	-17.99	95.25	3.91	43.00	43.20
每股收益 (EPS)	0.26	0.34	0.15	0.22	0.31

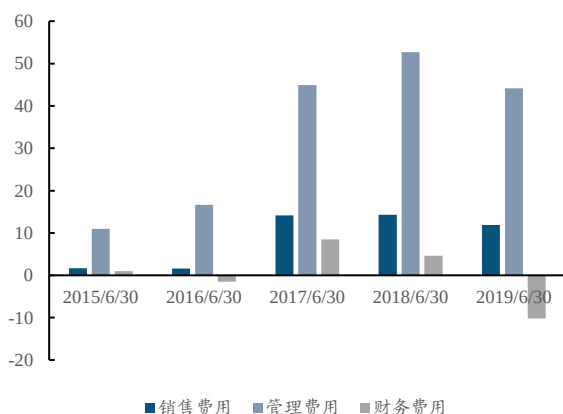
数据来源：WIND，中航证券金融研究所

◆ 2015-2019H1 年公司半年报主要财务数据
图 1: 公司半年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)


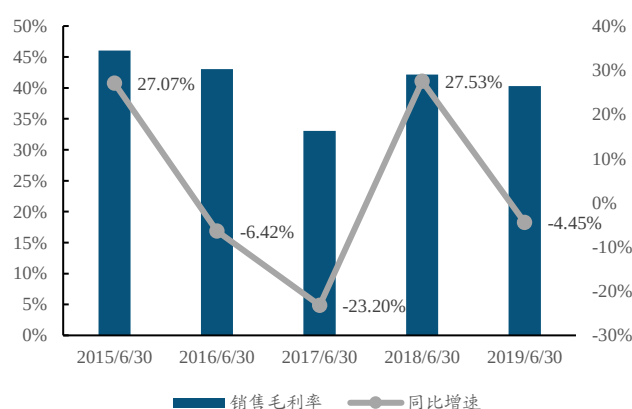
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 2: 公司半年报归母净利及增速 (单位: 百万元; %)


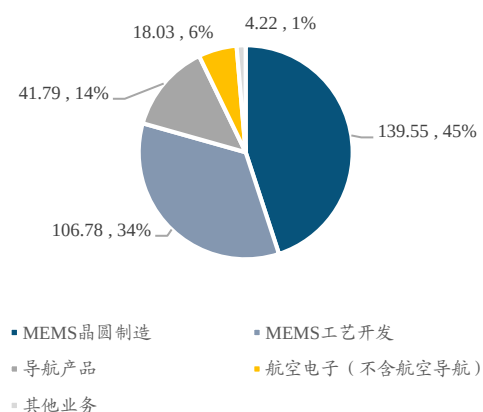
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 3: 公司半年报三费情况 (单位: 百万元)


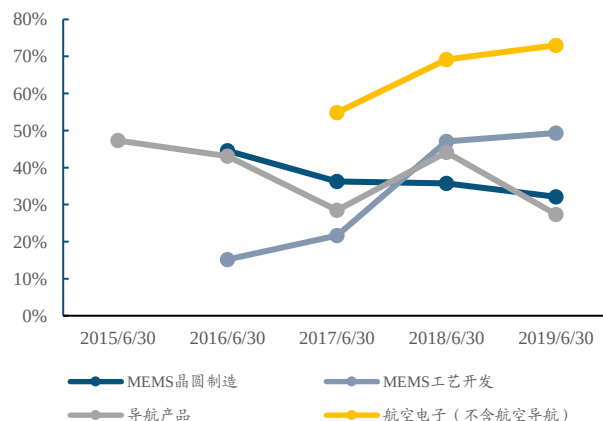
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 4: 公司半年报毛利率情况 (单位: %; %)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 5: 公司 2019H1 收入构成 (单位: 百万元; %)


资料来源: 公司 2019 年半年报, 中航证券金融研究所

图 6: 公司主营业务毛利率情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	712.50	782.39	1071.10	1601.72
减: 营业成本	422.31	478.43	637.95	924.67
营业税金及附加	2.89	3.05	4.28	6.57
销售费用	28.85	30.28	41.34	60.54
管理费用	81.00	175.10	231.46	344.85
财务费用	10.85	-5.29	-17.04	6.33
资产减值损失	19.65	18.00	18.00	18.00
加: 投资收益	16.22	3.21	4.21	5.12
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	126.16	86.03	159.31	245.87
加: 其他非经营损益	-0.34	49.62	34.57	29.59
利润总额	125.82	135.66	193.89	275.47
减: 所得税	26.05	26.35	38.49	54.30
净利润	99.76	109.31	155.39	221.17
减: 少数股东损益	5.20	11.04	14.87	19.95
归属母公司股东净利润	94.57	98.27	140.52	201.22
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	533.07	1709.44	1605.72	1484.63
应收和预付款项	640.10	638.87	878.71	1266.12
存货	177.76	213.25	271.67	384.00
其他流动资产	56.72	49.97	74.03	107.90
长期股权投资	316.17	316.17	316.17	316.17
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	656.57	718.55	751.01	773.44
无形资产和开发支出	727.18	724.89	722.59	720.30
其他非流动资产	180.70	209.15	236.89	263.92
资产总计	3288.27	4580.28	4856.78	5316.48
短期借款	769.41	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	257.30	272.98	375.34	541.82
长期借款	145.60	145.60	145.60	145.60
其他负债	221.49	259.23	297.10	396.49
负债合计	1393.80	677.81	818.04	1083.91
股本	282.76	641.90	641.90	641.90
资本公积	887.26	2035.20	2035.20	2035.20
留存收益	393.11	472.98	594.37	768.25
归属母公司股东权益	1511.20	3095.75	3217.15	3391.02
少数股东权益	383.27	394.31	409.18	429.14
股东权益合计	1894.47	3490.06	3626.33	3820.16
负债和股东权益合计	3288.27	4167.87	4444.37	4904.07
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流净额	28.05	213.21	17.44	30.75
投资活动现金流净额	-516.80	-140.08	-139.08	-138.17
筹资活动现金流净额	-112.23	690.83	17.92	-13.67
现金流量净额	-606.90	763.96	-103.72	-121.10

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。