

耐威科技 (300456)

增持 (首次)

成长中的航电先锋、MEMS 代工龙头

2017 年 07 月 20 日

市场数据

报告日期	2017-07-20
收盘价(元)	30.88
总股本(百万股)	185.19
流通股本(百万股)	72.29
总市值(百万元)	5718.58
流通市值(百万元)	2232.17
净资产(百万元)	1376.43
总资产(百万元)	1877.45
每股净资产	7.43

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	337	690	900	1202
同比增长	97.1%	104.8%	30.4%	33.6%
净利润(百万元)	59	121	172	226
同比增长	24.0%	105.5%	41.7%	31.4%
毛利率	43.1%	46.3%	47.9%	47.2%
净利润率	17.5%	17.6%	19.1%	18.8%
净资产收益率(%)	4.3%	8.3%	10.7%	12.6%
每股收益(元)	0.32	0.66	0.93	1.22
每股经营现金流(元)	0.18	0.45	0.54	0.53

相关报告

分析师:

刘亮

liuliang@xyzq.com.cn

S0190510110014

研究助理:

王奕红

wangyihongyjs@xyzq.com.cn

投资要点

- 耐威科技以惯性导航设备为基础，纵向扩展激光陀螺仪、MEMS 代工，横向开拓航空电子产品系列，一体化布局已初步形成，未来成长空间巨大。
- **成长中的航电先锋。**耐威科技是国内优秀的军用激光惯导系统、光纤惯导系统、MEMS 惯导系统供应商。以此为基础，在 2016 年收购航天新世纪 40.12% 股权纵向切入激光陀螺仪领域。围绕惯性导航系统，公司正在致力于培育一体化航空电子产品系列：设立控股子公司西安耐威、成都耐威、青州耐威等，开拓航空综合显示系统、航空信息备份系统等产品序列；完成对镭航世纪的控股收购，增加航空高速信息、航空数据采集记录业务。公司通过横向拓展产品线，提升单机产品价值，形成客户的协同效应。
- **MEMS 代工龙头，国家级基金入股。**2016 年 7 月，耐威科技完成对全球领先的 MEMS 芯片制造商瑞典 Silex 的控股收购，原股东承诺 2015-2017 净利润 2525 万元、2878 万元及 4290 万元。Silex 在 2016 年实际实现净利润 2198 万元，主要是因为计提了较大金额的员工激励费用，剔除该影响，2016 年 Silex 净利润远超承诺净利润金额。我们判断，随着 Silex 产能利用率的提升，将出现收入和毛利率双双提升的局面，3 年累计净利润有望较大幅度超越承诺金额。

除了在瑞典的 MEMS 工艺开发及晶圆制造产线，耐威科技正在北京建设 8 寸的 MEMS 产线，预计一期产能 1 万片，后续逐步提升至 3 万片。目前 MEMS 行业仍然以 IDM（垂直一体化）模式为主，但是随着行业规模的扩大，尤其是物联玩行业的爆发，将催化 MEMS 行业像 IC 行业走向

Fabless 模式（设计和制造分离），因此 MEMS 纯代工厂商面临较大的发展机遇。

正因为此，北京集成电路投资中心借收购 Silix 之机入股耐威科技 9.3% 股份，同时国家集成电路基金承诺将对北京 8 寸产线实施主体纳微矽磊增资 6 亿元。在耐威科技正在推进的非公开增发中，国家集成电路基金计划认购不超过 14 亿元。国家级基金的入股，充分彰显了耐威科技在 MEMS 领域的稀缺性和战略性意义。

- **合伙人制度，向子公司注入自我成长的动力。**耐威科技致力于成为航电领域的领导厂商，而航电产品品类较多，产品之间技术差异较大，必定需要良好的激励机制才能保证各产品线百花齐放。为了充分激发各子公司核心骨干的积极性，耐威科技普遍采取合伙人的机制，比如西安耐威、成都耐威、镭航世纪、耐威思迈、飞纳经纬等，均将部分少数股份留给核心骨干，激发骨干的创业心态。我们认为，良好的激励机制是吸引并稳定优秀人才的关键手段，这将保证耐威科技在航电领域快速的产品开发能力和市场开拓能力，为航电先锋的战略保驾护航。
- **盈利预测：**我们预测，2017 年耐威科技有较强的并表效应，收入和净利润有望翻倍，而 2018 年之后航电产品和 MEMS 制造业务带动公司收入和净利润中高速增长。预计 2017-2019 年净利润 1.2 亿、1.7 亿、2.3 亿元，EPS 分别为 0.66 元、0.93 元、1.22 元，对应于当前股价，PE 为 47 倍、33 倍、25 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**Silix 实际实现净利润有可能低于承诺净利润，导致商誉减值风险；MEMS 产线固定资产投入较高，投产前期处于产能爬坡而折旧较高时期，容易对利润造成压制。

附表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	691	838	1042	1314
货币资金	217	237	273	304
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	271	255	334	445
其他应收款	3	7	9	12
存货	99	109	137	186
非流动资产	1085	1064	1042	1034
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	21	21	21	21
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	194	203	195	178
在建工程	60	30	15	7
油气资产	0	0	0	0
无形资产	41	46	54	64
资产总计	1776	1902	2084	2348
流动负债	302	331	347	392
短期借款	16	1	1	1
应付票据	0	0	0	0
应付账款	24	67	71	105
其他	262	264	275	286
非流动负债	65	35	45	48
长期借款	17	17	17	17
其他	48	18	29	31
负债合计	367	366	393	441
股本	185	185	185	185
资本公积	906	906	906	906
未分配利润	264	372	503	687
少数股东权益	50	66	88	116
股东权益合计	1409	1536	1691	1907
负债及权益合计	1776	1902	2084	2348

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	59	121	172	226
折旧和摊销	19	23	26	27
资产减值准备	11	1	7	11
无形资产摊销	3	2	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-3	20	19	19
投资损失	-2	-1	-2	-2
少数股东损益	8	15	22	29
营运资金的变动	-71	83	159	206
经营活动产生现金流量	121	83	101	99
投资活动产生现金流量	-873	-9	-9	-11
融资活动产生现金流量	740	-54	-56	-57
现金净变动	-12	21	36	31
现金的期初余额	217	217	237	273
现金的期末余额	204	237	273	304

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	337	690	900	1202
营业成本	192	371	469	634
营业税金及附加	2	5	6	8
销售费用	10	21	27	36
管理费用	62	124	162	216
财务费用	-3	20	19	19
资产减值损失	5	4	5	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	1	2	2
营业利润	71	147	214	285
营业外收入	8	11	12	12
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	80	158	225	297
所得税	13	21	31	42
净利润	67	137	194	255
少数股东损益	8	15	22	29
归属母公司净利润	59	121	172	226
EPS (元)	0.32	0.66	0.93	1.22

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长性				
营业收入增长率	97.1%	104.8%	30.4%	33.6%
营业利润增长率	83.6%	105.3%	45.7%	33.4%
净利润增长率	24.0%	105.5%	41.7%	31.4%
盈利能力				
毛利率	43.1%	46.3%	47.9%	47.2%
净利率	17.5%	17.6%	19.1%	18.8%
ROE	4.3%	8.3%	10.7%	12.6%

资产负债率	20.7%	19.2%	18.9%	18.8%
流动比率	2.29	2.53	3.00	3.35
速动比率	1.95	2.19	2.59	2.86
营运能力				
资产周转率	0.28	0.38	0.45	0.54
应收帐款周转率	1.58	2.44	2.83	2.86
每股资料(元)				
每股收益	0.32	0.66	0.93	1.22
每股经营现金	0.18	0.45	0.54	0.53
每股净资产	7.34	7.94	8.66	9.67
估值比率(倍)				
PE	97.64	47.51	33.52	25.52
PB	4.25	3.92	3.60	3.22

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyuan@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

