



业绩反转趋势确定

——振芯科技（300101）财报点评

2018年04月20日

推荐/首次

振芯科技

财报点评

陆洲	分析师	执业证书编号：S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142	
王习	分析师	执业证书编号：S1480518010001
	Wangxi@dxzq.net.cn 010-66554034	
张高艳	研究助理	执业证书编号：S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 021-25102859	
张卓琦	研究助理	执业证书编号：S1480117080010
	zhangzq_yjs@dxzq.net.cn 010-66554018	

事件：

公司发布 2018Q1 业绩报告，1 季度实现收入 1.03 亿元（-0.04%），归母净利润 2561 万元（+106.87%），扣非归母净利 2471 万元（+132.68%）。

观点：

- **业绩反转确定，1季度同比大幅增长。**从公司单季财务数据来看，1季度业绩表现是继去年4季度触底回升后业绩反转趋势的进一步夯实。去年4季度实现单季收入1.72亿元（+202.42%）、归母净利642万元（+125.23%），ROE也恢复至近三年来的最高水平2.83%，净利率水平更是恢复到了2011Q3之后的最高点31.47%。
- **军改影响逐步消除，军品回款大幅增长。**分析公司的经营活动现金流可以发现，相比于2017Q4时销售商品、提供劳务收到的现金1.51亿元（同比大增9000万，+150%），2018Q1的经营性现金流入达到2.11亿元（同比暴增1.62亿元，+333%），公司的军品回款现象大幅好转，且趋势明确。与之相对应的是因应收账款大幅减少带来坏账计提准备的资产减值损失呈现正向收益1300万元，相比去年同期的损失325万同样呈现反转改观。
- **公司目前的股权问题有望年内解决，为步入全新发展阶段扫清实质经营障碍。**公司实际控制人何燕（持有控股股东国腾电子51%股权）与管理层（莫晓宇、谢俊、柏杰、徐进合计持有国腾电子49%股权）已丧失合作基础，目前正在寻求诉讼方式解散国腾电子集团，若成功解散，何燕、莫晓宇、谢俊、柏杰、徐进将分别持有公司15.2%、8.4%、2.1%、2.1%、2.1%的股权，公司将处于无实际控制人状态，而管理层合计持有股权比例为14.7%。我们预计诉讼事项有望在6-7月解决，届时公司管理层将逐步掌握主动权，为公司面临的实质经营障碍，如订单、融资等扫清障碍，推动公司步入全新发展阶段。
- **公司是北斗导航终端龙头企业，核心元器件研发处于行业领先地位，北斗三号系统加速组网将开启公司北斗业务成长的第二春。**公司围绕北斗导航已形成“元器件-终端-系统”的全产业链布局，业务主要面向

军方，前两年受军改影响业绩下滑明显，对业绩拖累较大。今年1季度北斗卫星终端收入5243.38万元，同比仍然下滑36.99%。预计到2020年底，我国将完成35颗北斗三号卫星的全球组网建设，其中到2018年底发射任务就达18颗，全球组网进程加速，将全面提升北斗系统的定位精度、系统容量等综合性能，有望迎来北斗终端在军民领域的大批量规模化应用，公司作为北斗领域的龙头企业和军用北斗导航终端的核心供应商，将迎来成长第二春。

- **高性能IC板块将逐步探索从芯片到模块、系统的转型升级之路，将逐步成为重要的业绩增长点。**公司在高性能IC领域的主要产品包括直接数字频率合成器DDS、SoC、高速ADC/DAC、高速接口、MEMS惯性器件和卫星导航芯片等。自主研发的DDS是有源相控阵雷达的核心器件，处于市场领先地位；自主研发的基带、射频等全系列北斗核心关键器件技术一直也保持国内领先。2018年1季度元器件产品收入1041万元（+112.72%）、IC设计服务业务收入1026万元（+88.08%），预计未来随着军用信息化推进和芯片国产化进程加速，DDS、高速ADC/DAC等产品将成为未来重要的业绩增长点。
- **视频安防业务已形成区域品牌优势，增长迅速。**公司在视频监控、图像智能处理、智能视频分析方面基于多年的技术积累，已自主掌握宽动态视频采集、快速聚焦、微光夜视、红外成像、去雾/去云/去霾算法处理、视频实时无缝拼接等核心技术和算法，积极拓展公安、交通、电信行业领域，初步形成了“算法+产品+应用+渠道”的优势，已成功保障实施西南多个城市级“天网”、“智慧城市”、“平安城市”项目建设，形成了显著的西南区域品牌优势。2017年实现安防监控业务收入1.13亿元（+117.86%），2018年1季度依然延续迅猛增势，实现安防监控业务收入2965万元（+204.36%），步入快速增长期。

结论：

我们预计公司2018-2020年收入7.3亿元/11.0亿元/15.8亿元，净利润1.0亿元/1.5亿元/2.1亿元，EPS 0.14元/0.21元/0.30元，对应当前股价PE 131X、88X、63X，从估值的角度目前公司仍然处于高位，我们基于公司目前处于业绩基本面和公司治理困境双重反转的起点，首次覆盖给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：

国防经费投入减少；订单不及预期；估值偏高。

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								
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
流动资产合计	817	926	1160	1589	2106	营业收入	437	441	727	1101	1578				
货币资金	235	263	668	1171	1848	营业成本	204	221	374	576	827				
应收账款	276	367	358	452	519	营业税金及附加	2	3	5	8	11				
其他应收款	6	9	15	22	32	营业费用	32	36	53	80	115				
预付款项	22	40	59	76	93	管理费用	140	129	200	303	434				
存货	242	215	308	473	680	财务费用	0	2	-2	-8	-14				
其他流动资产	23	10	-276	-650	-1127	资产减值损失	15.28	18.97	-2.00	-1.00	1.00				
非流动资产合计	330	351	316	301	286	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	50	48	60	70	80	投资净收益	-2.77	-4.50	4.00	5.00	6.00				
固定资产	87.59	77.62	72.66	65.48	58.29	营业利润	41	46	102	148	210				
无形资产	149	148	133	120	108	营业外收入	25.55	4.09	5.00	8.00	10.00				
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.15	0.05	0.10	0.10	0.08				
资产总计	1147	1277	1476	1890	2392	利润总额	66	50	107	156	220				
流动负债合计	183	185	163	253	326	所得税	10	8	8	9	12				
短期借款	50	57	0	0	0	净利润	56	42	99	148	208				
应付账款	59	53	92	189	272	少数股东损益	16	11	19	28	41				
预收款项	18	15	10	2	-9	归属母公司净利润	40	31	80	119	167				
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	201	207	122	161	215				
非流动负债合计	51	140	270	457	695	EPS（元）	0.07	0.05	0.14	0.21	0.30				
长期借款	0	50	50	50	50	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
应付债券	0	0	0	0	0										
负债合计	234	325	433	710	1022	成长能力									
少数股东权益	77	87	106	135	176	营业收入增长	-18.42%	1.06%	64.74%	51.48%	43.35%				
实收资本（或股	556	556	556	556	556	营业利润增长	-58.59%	12.48%	122.68%	45.14%	41.38%				
资本公积	48	48	48	48	48	归属于母公司净利润	163.03%	48.45%	163.03%	48.45%	39.91%				
未分配利润	209	237	245	258	274	获利能力									
归属母公司股东	835	865	938	1045	1195	毛利率(%)	53.34%	49.94%	48.48%	47.70%	47.59%				
负债和所有者权	1147	1277	1476	1890	2392	净利率(%)	12.92%	9.51%	13.64%	13.42%	13.16%				
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润（%）	3.82%	3.49%	2.39%	5.44%	6.31%				
					2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	4.79%	3.53%	8.57%	11.41%	13.96%
经营活动现金流	-157	-4	320	320	440	偿债能力									
净利润	56	42	99	148	208	资产负债率(%)	20%	25%	29%	38%	43%				
折旧摊销	160.03	158.88	0.00	7.19	7.19	流动比率	4.46	5.02	7.12	6.27	6.46				
财务费用	0	2	-2	-8	-14	速动比率	3.14	3.85	5.23	4.40	4.37				
应收账款减少	0	0	9	-94	-66	营运能力									
预收帐款增加	0	0	-5	-8	-11	总资产周转率	0.35	0.36	0.53	0.65	0.74				
投资活动现金流	-116	-21	19	1	0	应收账款周转率	2	1	2	3	3				
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.05	7.94	10.03	7.82	6.84				
长期股权投资减	0	0	-4	-5	-5	每股指标（元）									
投资收益	-3	-4	4	5	6	每股收益(最新摊薄)	0.07	0.05	0.14	0.21	0.30				
筹资活动现金流	-30	52	67	183	236	每股净现金流(最新摊薄)	-0.55	0.05	0.73	0.91	1.22				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.50	1.56	1.69	1.88	2.15				

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	262.22	343.90	130.68	88.03	62.92
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	12.58	12.13	11.20	10.05	8.78
现金净增加额	-303	27	405	504	676	EV/EBITDA	51.35	49.89	80.74	58.30	40.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

王习

香港理工大学硕士，四年证券从业经验，曾任职于中航证券，长城证券，2017 年加入东兴证券军工组。

研究助理简介

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，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

张卓琦

清华大学工业工程博士，3 年大型国有军工企业运营管理培训、咨询经验，2017 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、军工领域。

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、未来也将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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。