



2019-07-02

公司深度报告

买入/维持

振华科技 (000733)

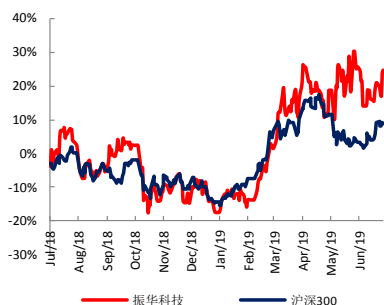
目标价: 20.30

昨收盘: 16.33

国防军工

军工电子老兵聚焦主业稳增长，自主可控先锋转型升级再出发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	5.15/4.69
总市值/流通(亿元)	84.07/76.64
12个月最高/最低(元)	17.69/10.88

相关研究报告:

振华科技(000733)年报点评: 减负聚焦核心主业, 产品体系迈向高端

证券分析师: 马浩然

电话: 010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120003

证券分析师: 刘倩倩

电话: 010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190514090001

报告摘要

“三线”建设奠定坚实基础，军工电子老兵砥砺前行。振华科技是在始建于上世纪60年代中期国家“三线”建设的军工电子基地——083基地旗下优势企业不断发展而来的。作为一家平台型公司，振华科技的新型电子元器件、整机及系统、现代服务业三大业务板块主要由下属的15家子公司负责具体经营。近年来，公司通过清理处置“僵尸”、低效类企业，逐步收缩并最终退出盈利能力较弱的通信整机业务，进一步聚焦军工电子核心主业，使业务结构得到优化升级，财务状况大幅改善，盈利能力持续提升。

深耕高新电子稳健增长，拥抱国产替代空间广阔。公司最核心的新型电子元器件业务板块主要由振华新云、振华云科、振华永光、振华富、振华群英、振华微电子、振华华联这7家子公司组成。公司经过多年研发投入和科技攻关，已经掌握了一批具有自主知识产权的核心技术，在信息安全国产化替代方面有了一定突破。目前，公司已成为国内具有较强技术实力、产品品种丰富的电子元器件研发设计和生产制造企业，在片式电阻、微波阻容器件、叠片式电感、新型磁性元件、接触器与继电器等多个细分产品领域积累了领先的技术优势。

打造自主可控上市平台，优质资产注入值得期待。公司第一大股东——中国振华电子集团有限公司近年来陆续通过资产置换、非公开发行股票等方式向上市公司注入优质资产，目前还有多家电子元器件类企业仍在体外，未来有望整合注入上市公司。

盈利预测与投资评级：预计公司2019-2021年的净利润为3.61亿元、3.91亿元、4.10亿元，EPS为0.70元、0.76元、0.80元，对应PE为23倍、22倍、20倍，维持“买入”评级。

■ 主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,337.57	3,103.87	3,160.06	3,219.36
净利润(百万元)	258.96	360.57	390.81	410.24
摊薄每股收益(元)	0.50	0.70	0.76	0.80

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

风险提示: 新能源业务亏损幅度扩大; 资产整合不及预期。

目录

一、“三线”建设奠定坚实基础，军工电子老兵砥砺前行	4
(一) 背靠电子信息产业集团，三大业务板块协同发展	4
(二) 减负聚焦核心主业，盈利能力稳步提升	6
(三) 募投项目优化产能布局，股权激励利好长期发展	8
二、深耕高新电子稳健增长，拥抱国产替代空间广阔	10
(一) 振华新云：军用钽电容规模最大	12
(二) 振华云科：片式厚膜固定电阻龙头	13
(三) 振华永光：半导体分立器件迈向高端	14
(四) 振华富：片式电感器国内领先	15
(五) 振华群英：继电器、接触器骨干企业	16
(六) 振华微电子：厚膜混合集成电路优势明显	17
(七) 振华华联：军用开关骨干企业	18
三、打造自主可控上市平台，优质资产注入值得期待	19
(一) 成都华微：FPGA 产品国内领先	19
(二) 贵州风光：半导体分立器件骨干企业	20
四、盈利预测及估值	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司股权结构	4
图表 2: 主要子公司	5
图表 3: 子公司情况	5
图表 4: 振华科技 2014-2018 年营业收入情况	6
图表 5: 振华科技 2014-2018 年净利润情况	6
图表 6: 振华科技 2018 年收入结构	7
图表 7: 振华科技 2018 年毛利结构	7
图表 8: 振华科技 2014-2018 年收入结构	7
图表 9: 振华科技 2014-2018 年毛利结构	7
图表 10: 本次募投项目基本情况	8
图表 11: 股权激励计划 (草案)	8
图表 12: 电子元器件分类	10
图表 13: 新型电子元器件板块 2014-2018 年营业收入	11
图表 14: 新型电子元器件板块 2014-2018 年净利润	11
图表 15: 新型电子元器件业务板块子公司情况	11
图表 16: 振华新云 2014-2018 年营业收入情况	13
图表 17: 振华新云 2014-2018 年净利润情况	13
图表 18: 振华云科 2014-2018 年营业收入情况	14
图表 19: 振华云科 2014-2018 年净利润情况	14
图表 20: 振华永光 2014-2018 年营业收入情况	15
图表 21: 振华永光 2014-2018 年净利润情况	15
图表 22: 振华富 2014-2018 年营业收入情况	16
图表 23: 振华富 2014-2018 年净利润情况	16
图表 24: 振华群英 2014-2018 年营业收入情况	17
图表 25: 振华群英 2014-2018 年净利润情况	17
图表 26: 振华微电子 2014-2018 年营业收入情况	18
图表 27: 振华微电子 2014-2018 年净利润情况	18
图表 28: 振华群英 2014-2018 年营业收入情况	18
图表 29: 振华群英 2014-2018 年净利润情况	18
图表 30: 振华集团体外资产	19
图表 31: 可比上市公司估值参考	20

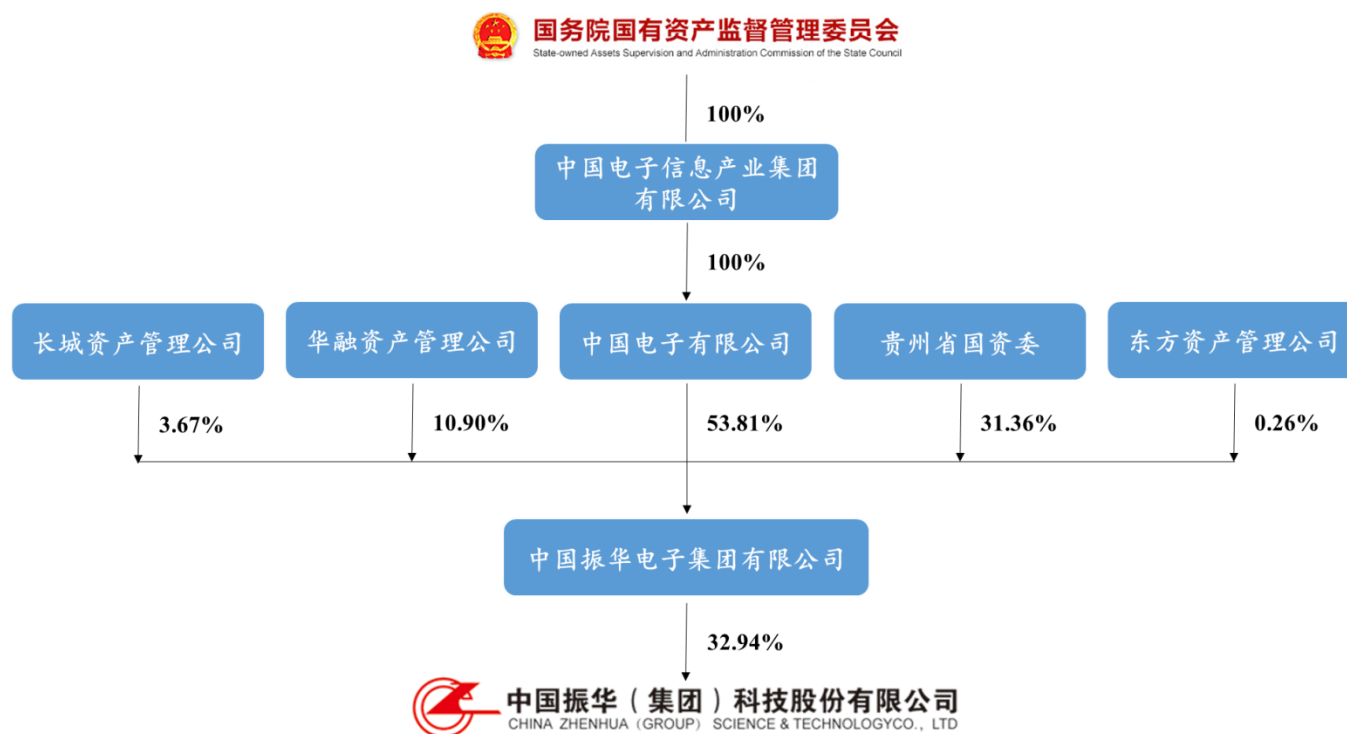
一、“三线”建设奠定坚实基础，军工电子老兵砥砺前行

中国振华（集团）科技股份有限公司（简称“振华科技”）是在始建于上世纪 60 年代中期国家“三线”建设的军工电子基地——083 基地旗下优势企业不断发展而来的，于 1997 年在深圳证券交易所上市，股票代码：000733。

（一）背靠电子信息产业集团，三大业务板块协同发展

公司第一大股东为中国振华电子集团有限公司，2007 年完成了整体债转股工作，股权由贵州省国资委和华融、信达、长城、东方四家资产管理公司共同持有，并且将其持有的股权划转至“贵州振华电子国有资产经营有限公司”（简称“振华国资公司”）。2010 年，中国电子信息产业集团公司通过增资和无偿划转股权方式获得振华国资公司 51% 的股份。2014 年，中国振华电子集团有限公司完成了振华国资公司的吸收合并，目前中国电子持股 53.81%，贵州省国资委持股 31.36%，华融、长城、东方三家资产管理公司分别持股 10.90%、3.67%、0.26%，公司实际控制人是国务院国资委。

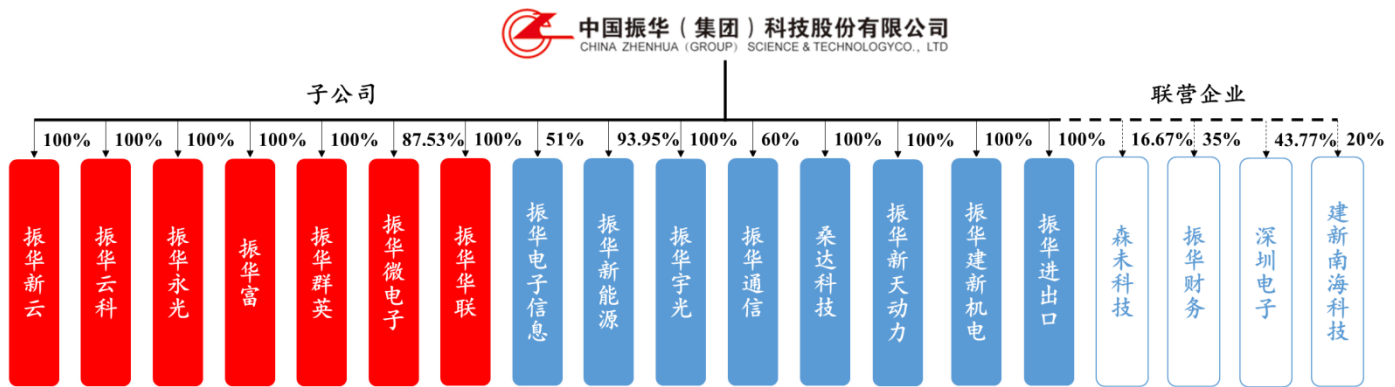
图表 1：公司股权结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

公司现有全资、控股子公司共 19 家，其中 4 家为联营企业，15 家为子公司。作为一家平台型公司，振华科技的新型电子元器件、整机及系统、现代服务业三大业务板块主要由下属的 15 家子公司负责具体经营。其中，新型电子元器件板块主要包括钽电解电容器、片式电阻器、片式电感器、开关、微型继电器、接触器、半导体分立器件、厚膜混合集成电路及高压真空灭弧室、锂离子动力电池等产品；整机及系统板块主要包括移动通信终端、人工智能终端及其加工等业务；现代服务板块主要包括园区动力供应、园区物业租赁经营等业务。

图表 2：主要子公司



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

新型电子元器件是公司的核心主业，主要由振华新云、振华云科、振华永光、振华富、振华群英、振华微电子、振华华联这 7 家子公司来承担。作为国内新型电子元器件综合配套能力较强的专业化、规模化、系列化研发生产基地，公司建有数 10 条生产线，年生产各类电子元器件 200 亿支，覆盖电阻、电容、电感、半导体分立器件、机电组件、集成电路等多个门类，产品广泛应用于航天、航空、船舶、兵器、核工业及电子等重要领域。

图表 3：子公司情况

业务板块	子公司	持股比例	主营业务
新型电子元器件	振华新云	100%	电子元器件开发生产销售、电器成套设备及装置、音像设备、注塑料的生产及销售
	振华云科	100%	片式电子元器件制造销售
	振华永光	100%	半导体分立器件及其它电子器件的开发、生产、销售及服务
	振华富	100%	叠层式片式电感器开发生产销售
	振华群英	100%	电子元器件控制组件和智能控制系统及相关电子产品开发、生产、销售

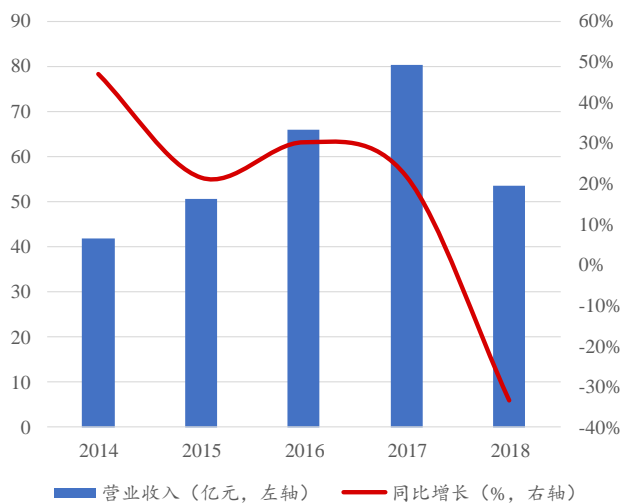
	振华微电子	87.53%	厚薄膜集成电路开发生产销售
	振华华联	100%	电子元器件和控制组件兼营无线电专用仪器仪表和电子零部件加工
	振华电子信息	51%	各类电子功能材料、阻容感等通用元件及模块组件产品的技术开发、转让及服务
	振华新能源	93.95%	锂离子电池和超级电容器以及相应储能系统和组件的研制、开发、生产、销售、服务
	振华宇光	100%	电子产品、微波电子管、电真空器件等产品的生产及销售
整机及系统	振华通信	60%	电子电话机、移动电话等开发生产与销售
	桑达科技	100%	通信产品、网络信息产品、消费电子产品生产及销售
现代服务业	振华新天动力	100%	工业用气体、煤化工制品的生产经营，二、三类机电产品，气瓶检验修理
	振华建新机电	100%	销售电子产品及机械产品
	振华进出口	100%	代理和自营进出口、国内贸易

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

(二) 减负聚焦核心主业，盈利能力稳步提升

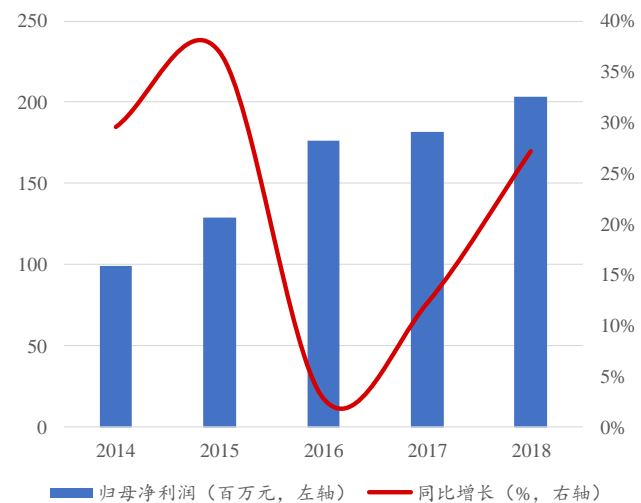
公司近五年的收入和利润水平基本保持稳步增长态势。2018年，公司通过清理处置“僵尸”、低效类企业，大幅压缩盈利能力较弱的通信整机业务规模，进一步聚焦军工电子核心主业。虽然营业收入较上年同期下降了33.43%，但是净利润较上年同期增长了27.17%，达到五年来的最高水平。我们认为，随着业务结构的不断优化，公司的盈利能力有望持续提升。

图表 4：振华科技 2014-2018 年营业收入情况



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

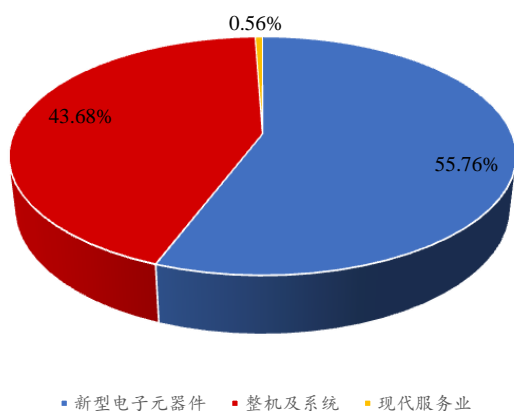
图表 5：振华科技 2014-2018 年净利润情况



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

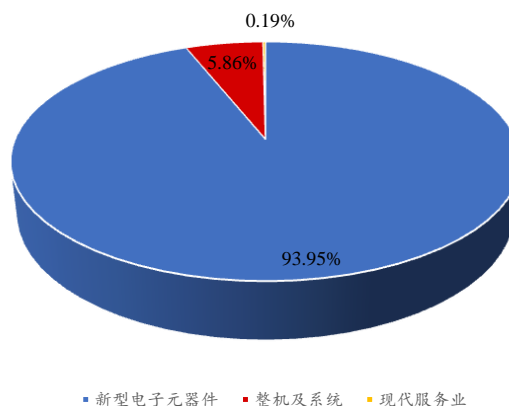
从收入和毛利结构来看，新型电子元器件业务贡献了 90% 以上的毛利，是公司最主要的利润来源。收入占比接近 50% 的整机及系统业务盈利能力较弱，拉低了公司整体业绩水平。

图表 6：振华科技 2018 年收入结构



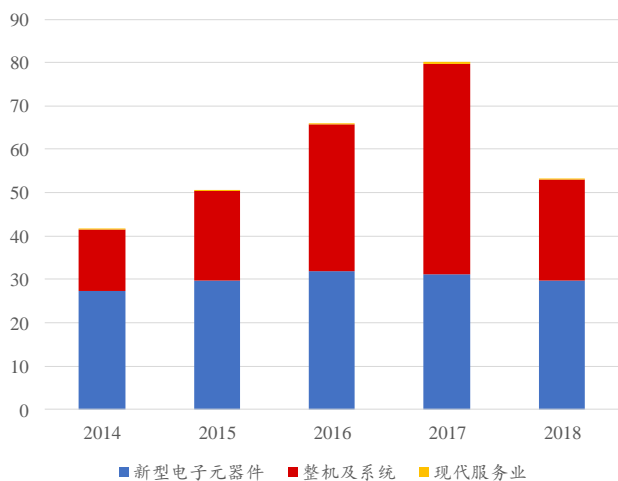
数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 7：振华科技 2018 年毛利结构



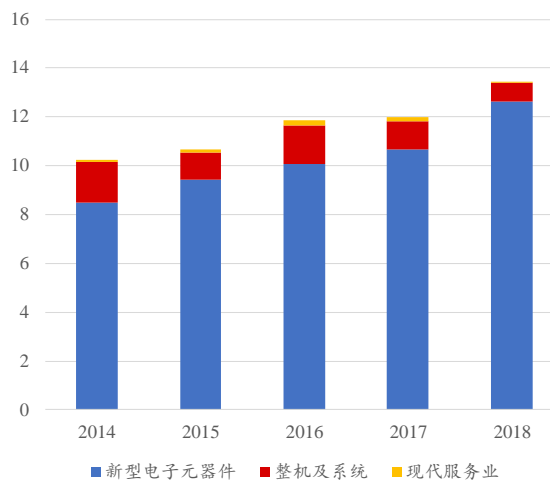
数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 8：振华科技 2014-2018 年收入结构



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 9：振华科技 2014-2018 年毛利结构



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

根据公司 5 月发布的《关于振华通信增资扩股及其控股股东发生变化的公告》，振华通信增资扩股完成后，将不再纳入本公司合并报表范围。我们认为，随着公司逐步收缩并最终退出盈利能力较弱的通信整机业务，使未来经营风险得到释放，财务状况大幅改善，可持续发展能力进一步增强。

(三) 募投项目优化产能布局，股权激励利好长期发展

为了解决新型电子元器件业务板块产能不足的问题，并实现产品线的优化升级，2018 年公司以每股 10.58 元的价格非公开发行股票 45,463,400 股，募集资金 46,988.20 万元投入高可靠混合集成电路及微电路模块产业升级改造项目、射频片式陷波器与新型磁性元件产业化项目及接触器和固体继电器生产线扩产项目建设。通过上述项目的实施，公司最核心的新型电子元器件业务板块将实现设备更新、产能扩大和产品线升级，有助于提升公司的综合竞争力、持续盈利能力和抗风险能力。

图表 10：本次募投项目基本情况

项目名称	实施主体	投资额 (万元)	建设期 (月)	税后内部收益率	投资回收期 (年)
高可靠混合集成电路及微电路模块产业升级改造项目	振华微电子	16,800	18	16.36%	6.56
射频片式陷波器与新型磁性元件产业化项目	振华富	16,137	24	20.99%	5.79
接触器和固体继电器生产线扩产项目	振华群英	18,000	26	17.43%	6.82

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2018 年 12 月，公司发布了股票期权激励计划（草案），拟向公司及控股子公司的部分董事、高级管理人员（不包括独立董事、监事）、核心管理人员、核心技术人员、核心销售人员、核心技能人员共 417 人授予 938 万份股票期权，约占公司总股本的 2.00%，行权价格为 11.92 元/份。

图表 11：股权激励计划（草案）

行权期	业绩考核目标	行权时间	可行权数量占获授权益数量比例	对标企业
第一个行权期	（一）以 2017 年为基础，2019 年净利润增长率不低于 30%，且不低于 2019 年度同行业对标企业 75 分位值水平； （二）2019 年度净资产收益率不低于 3.75%，且不低于 2019 年度同行业对标企业 75 分位值水平； （三）2019 年度 Δ EVA 为正值。	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	40%	风华高科（000636） 长电科技（600584） 苏州固锟（002079） 麦捷科技（300319） 弘信电子（300657） 惠伦晶体（300460）
第二个行权期	（一）以 2017 年为基础，2020 年净利润增长率不低于 50%，且不低于 2020 年度同行业对标企业 75 分位值水平； （二）2020 年度净资产收益率不低于 4.25%，且不低于 2020 年度同行业对标企业 75 分位值水平； （三）2020 年度 Δ EVA 为正值。	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%	顺络电子（002138） 江海股份（002484） 丹邦科技（002618） 中京电子（002579） 全志科技（300458）

<p>第三个行 权期</p>	<p>(一) 以 2017 年为基础，2021 年净利润增长率不低于 75%，且不低于 2021 年度同行业对标企业 75 分位值水平； (二) 2021 年度净资产收益率不低于 4.75%，且不低于 2021 年度同行业对标企业 75 分位值水平； (三) 2021 年度 ΔEVA 为正值。</p>	<p>自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止</p> <p>30%</p>	<p>北京君正 (300223) 铜峰电子 (600237) 东晶电子 (002199) 兴森科技 (002436)</p>
--------------------	---	--	--

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

根据股权激励计划（草案）中的业绩考核目标来测算，公司 2019、2020、2021 年将至少实现净利润 2.65 亿元、3.05 亿元、3.56 亿元。我们认为，通过实施股权激励计划，有助于充分调动管理层和骨干员工的积极性，利好公司中长期发展。

二、深耕高新电子稳健增长，拥抱国产替代空间广阔

随着电子信息技术在国防领域的广泛运用，电子元器件的地位和作用越来越突出，关键电子元器件已经成为战略遏制的重要领域和危及国家安全的重大隐患。虽然经过多年的研发投入，我国军用电子元器件的国产化率已经有很大提高，但是部分关键电子元器件技术和产品仍处于国外垄断的局面。因此，重点解决关键电子元器件“卡脖子”的薄弱环节，是一项迫在眉睫的任务。目前，各军兵种和主机厂所对武器装备中电子元器件的国产化率都有了强制性要求。随着武器装备信息化程度的不断提高，军用电子元器件国产替代空间十分广阔。

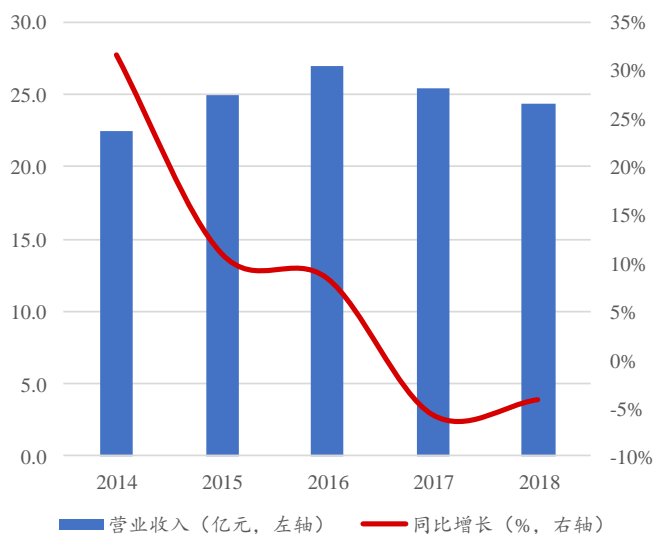
图表 12：电子元器件分类

元件	电阻		固定电阻器；可变电阻器；特种电阻器
	电容		有机介质型；无机介质型；电介质型
	电感		电感线圈；阻流圈
	开关		拨动开关；扭子开关；旋转开关；微动开关
	继电器		电磁继电器；固态继电器
	连接器		圆形连接器；矩形连接器；射频连接器
器件	半导体分立器件	二极管	普通、稳压、整流、开关、变容、检波
		晶体管	放大管、开关管、低噪管、场效应管
	集成电路	数字电路	TTL、CEL、CMOS、HCT
		模拟电路	运算放大器、线形放大器、电压调整器
		接口电路	驱动器、电平转换器、读出放大器、电压比较器
		混合电路	薄、厚膜混合集成电路
电真空器件		普通电子管、行波管、磁控管	

资料来源：太平洋证券整理

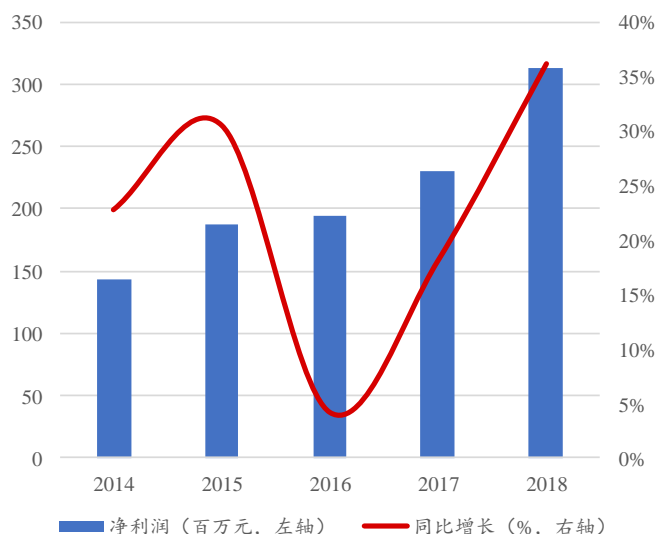
基于国家大力推动信息化自主可控的发展趋势，着力扭转关键电子元器件受制于人的被动局面，振华科技紧跟重点型号需求，经过多年科技攻关，已掌握了一批具有自主知识产权的核心技术，在信息安全国产化替代方面有了一定突破。目前，公司已成为国内具有较强技术实力、产品品种丰富的电子元器件研发设计和生产制造企业，在片式电阻、微波阻容器件、叠片式电感、新型磁性元件、接触器与继电器等多个细分产品领域积累了领先的技术优势，为公司实现军用向民用转化奠定了坚实基础。

图表 13：新型电子元器件板块 2014-2018 年营业收入



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 14：新型电子元器件板块 2014-2018 年净利润







数据来源：公司年报，太平洋证券整理

公司最核心的新型电子元器件业务板块由振华新云、振华云科、振华永光、振华富、振华群英、振华微电子、振华华联这 7 家子公司组成，主要产品包括：全系列钽/铝电解电容器、平面变压器、脉冲变压器、多层陶瓷电容器、片式膜电阻器及电阻网络、片式电感器、片式熔断器、单层瓷介电容器、半导体三极管、IGBT、集成稳压器、厚膜混合集成电路、继电器、接触器、开关、连接器、航空断路器等。

图表 15：新型电子元器件业务板块子公司情况

子公司	主要产品	持股比例	2018年营业收入 (亿元)	2018年净利润 (亿元)
振华新云		100%	6.81	0.68
振华云科		100%	4.06	0.62
振华永光		100%	4.01	0.76

振华富		100%	3.10	0.72
振华群英		100%	2.45	0.14
振华微电子		87.53%	2.12	0.14
振华华联		100%	1.81	0.08
合计			24.36	3.14

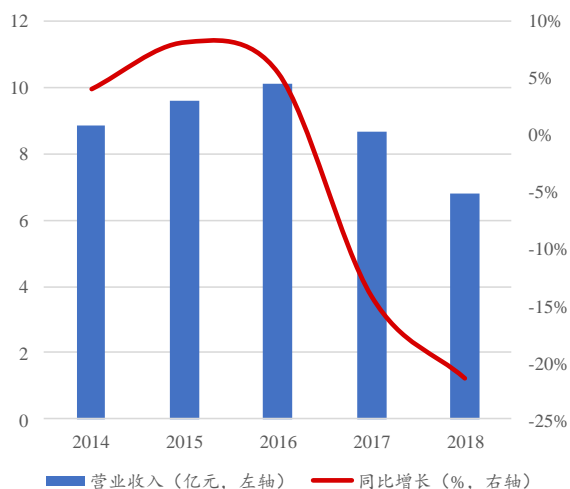
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

为了实现核心主业的优化升级，公司编制了科技创新未来 3 年行动计划，加强科研技术岗位体系建设；2018 年研发投入达到 2.5 亿元，占总营业收入的比重接近 5%；全年申请专利 271 件，累计拥有专利 983 件；控股子公司申报的省级工业设计中心获批，参与的国家科技部重点研究计划“先进轨道交通”项目获得立项，“国产高可靠钽电容器数字化车间”智能制造提升工程如期推进，介质材料生产线工业强基项目顺利通过工信部验收；IGBT 芯片及模块、大功率肖特基二极管、大功率整流二极管等研发取得突破，推动公司产品体系向高端迈进。

（一）振华新云：军用钽电容规模最大

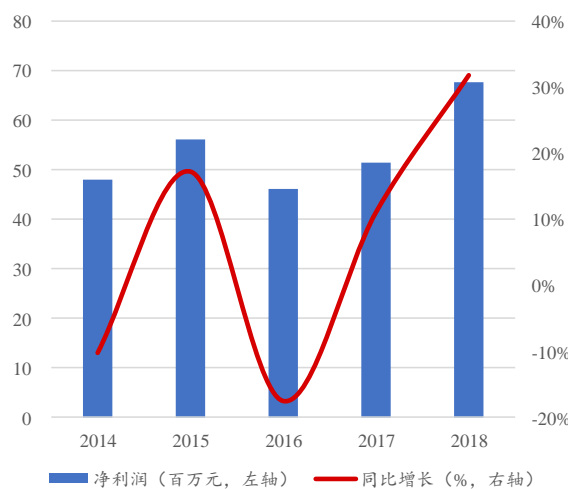
振华新云——中国振华（集团）新云电子元器件有限责任公司（国营第四三二六厂）始建于 1966 年，是我国电子元器件大型重点骨干企业，连续 30 年荣登中国电子元器件百强企业排行榜，并且获得欧洲航天局 A 级供应商资格。公司拥有从美国、德国、英国、日本和香港引进的 12 条现代化钽、铝电容器生产线、薄膜电容器、瓷介电容器和特种变压器生产线。公司自建的电容器试验中心获得国家认可，设备能力处于国内领先水平，能够完成所有电容器鉴定试验、周期试验项目检测，以及原材料物理化学性能检测、过程产品和失效样品的物理化学检测、样品的定性和定量分析。公司生产的钽、铝电容器、薄膜电容器及陶瓷电容器，体积小、可靠性高、稳定性好、品种全、质量优，广泛应用于汽车、电子、船舶、通讯、手机、程控交换机、计算机、笔记本电脑、摄录一体机、电话机、数字彩电、电动玩具等领域。

图表 16: 振华新云 2014-2018 年营业收入情况



数据来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 17: 振华新云 2014-2018 年净利润情况



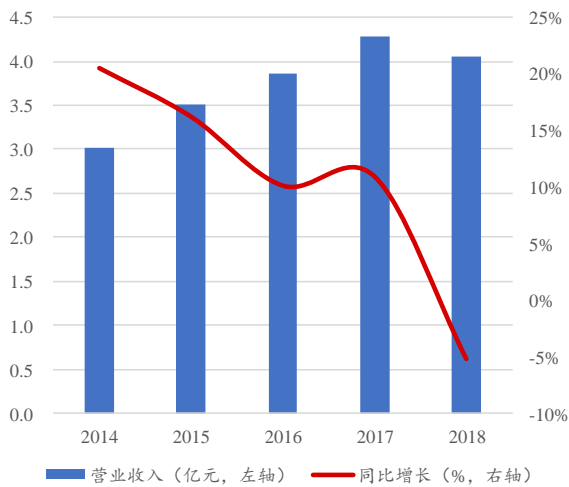
数据来源: 公司年报, 太平洋证券整理

由于钽电容的可靠性高、漏电流小、性能稳定、具有极高的电场强度，具有铝电容、薄膜电容、陶瓷电容等不可替代的性能优势，因此特别适用于对可靠性要求高的领域。高分子钽电容的技术发展导致电容量不断增大，体积不断减小，同时具有阻抗低、漏电流小等特点，随着应用范围的进一步拓展，钽电容市场高景气有望持续。

(二) 振华云科: 片式厚膜固定电阻龙头

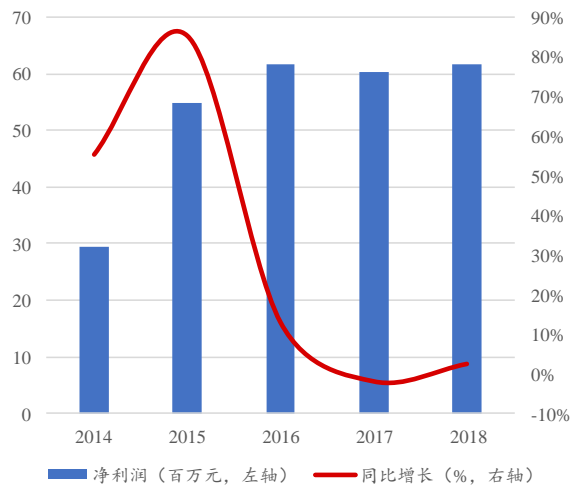
振华云科——中国振华集团云科电子有限公司始建于1994年，是目前国内片式厚膜固定电阻器中品种最多、规格最齐全的军品生产厂家。公司拥有从美国和日本引进的先进生产及实验设备，目前片式电阻器及网络年生产能力100亿只，片式保护元件及微波元器件年生产能力10亿只，电子功能材料生产能力10吨，先后获得国家高新技术企业、省级技术中心等称号，在国内第一家通过欧盟宇航级元器件产品认证。经过多年研发投入，公司产品已不仅限于厚、薄膜片式电阻，微波电容、微波电阻、薄膜微带滤波器、微波衰减器等微波产品也是其主攻方向。目前，公司拥有先进的电子功能材料制造平台和厚薄膜工艺技术，在微波电容、微波电阻等元器件和组件中的自主研发能力已经达到国内领先水平。

图表 18：振华云科 2014-2018 年营业收入情况



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 19：振华云科 2014-2018 年净利润情况



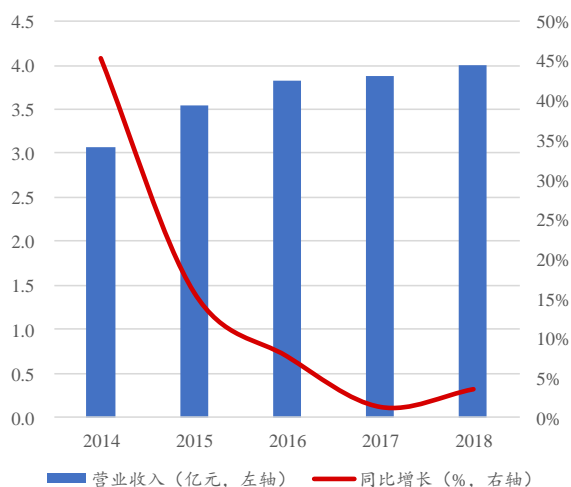
数据来源：公司年报，太平洋证券整理

为了打破国内大部分微波元器件及核心材料仍依赖进口的局面，振华云科组建了专注于材料、设计仿真、工艺等技术板块的专业人才研发团队，致力于微波元器件的研发生产。该研发团队承担了多项总装合同办、国防科工局、贵州省经信委、贵州省科技厅等上级部门下达的火炬计划、国家重点工程配套科研任务、科研攻关、新产品开发、成果转化、质量工程、可靠性增长等项目。该团队依托公司先进的厚、薄膜工艺和微波陶瓷材料研究平台，成功研发出多种类型的专用微波无源器件产品，其中包括微带滤波器、微带耦合器、微带环行器等，已被广泛应用于航天、航空、电子、兵器、船舶、核工业等领域。

(三) 振华永光：半导体分立器件迈向高端

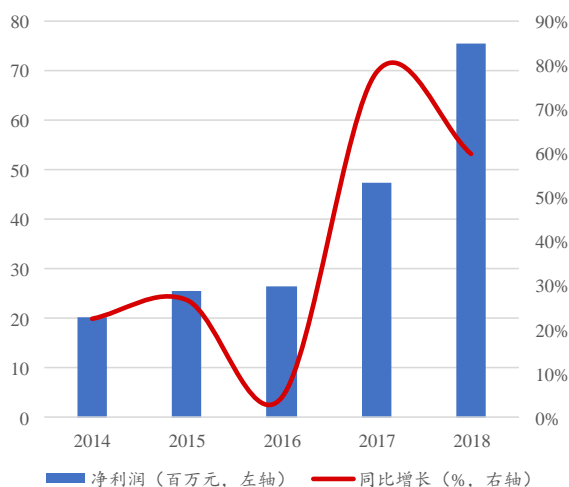
振华永光——中国振华集团永光电子有限公司始建于 1966 年，主要从事半导体分立器件（含抗辐射加固器件）、模拟集成电路、半导体功率模块的设计、开发、生产和服务。公司现有 8 条二、三极管生产线，厂房面积 22640 平方米，在岗员工 800 人。公司具有独立设计、研制、开发、生产半导体分立器件的能力，以及各种测试、试验、分析手段以及零部件设计加工能力。公司产品涵盖 200 多个系列、上万种规格，年生产能力达 10 亿只，主要包括：二极管（硅整流、稳压、开关、快恢复、瞬变电压抑制、电压基准、LED）、三极管（功率开关、低频达林顿）、场效应晶体管及模块系列；封装外形有玻钝、玻壳、塑封、金封、陶瓷封装等。

图表 20：振华永光 2014-2018 年营业收入情况



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 21：振华永光 2014-2018 年净利润情况



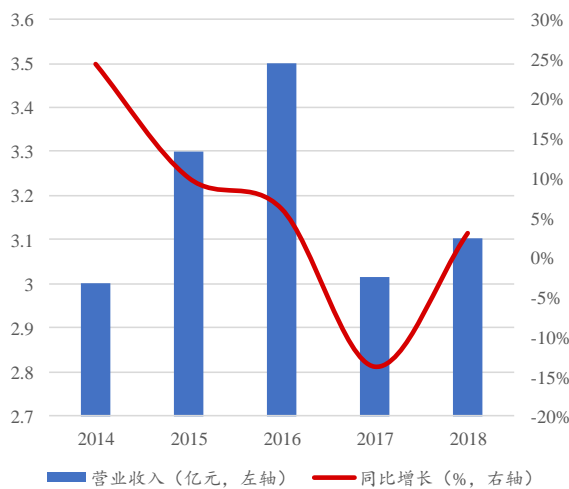
数据来源：公司年报，太平洋证券整理

为了加快产品的转型升级，振华永光自 2015 年以来与成都森未科技有限公司（简称“森未科技”）就 IGBT 产品研发展开合作，首款芯片 1200V/100A 测试性能达到国际同类产品水平，同时成功研制出 600V/40A、1200V/100A、1700V/15A 多种封装外形的 IGBT 模块，目前相关产品已向市场推广应用。2018 年 12 月，振华永光完成了对森未科技的增资扩股，有利于推动公司半导体器件产品向高端迈进。

（四）振华富：片式电感器国内领先

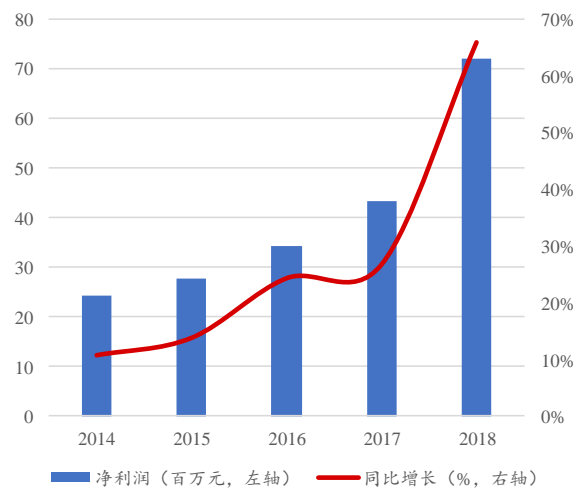
振华富——深圳振华富电子有限公司成立于 2001 年，专业致力于磁性元件、微波元件、敏感元件、电子模块和功能组件的科研与生产，主要产品包括全系列片式电感器、磁珠，LTCC 滤波器，电源滤波器，变压器等，产品广泛应用于通讯、消费电子、汽车电子、计算机、医疗设备等领域。目前，公司拥有 15 条独立生产线及多条 LTCC 生产线，建立了覆盖“材料—元器件—功能模块”的产业链和研发体系，先后从美国、德国、日本等地引进核心生产、检测设备 400 多台/套。振华富具备国内领先的 LTCC 工程实验室和可靠性试验室，拥有低温烧结功能材料自主研发和 LTCC 技术创新优势，在低温共烧陶瓷材料、产品设计与产品集成等方面拥有核心专利技术 130 余项。公司以深圳市工程中心和深圳市博士后创新基地为平台，开发出多项新产品、新技术、新工艺，先后荣获中国电子学会电子信息科学技术奖、贵州省科学技术进步奖、贵州省优秀新产品新技术奖、深圳市自主创新产品奖等多项殊荣。

图表 22：振华富 2014-2018 年营业收入情况



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 23：振华富 2014-2018 年净利润情况



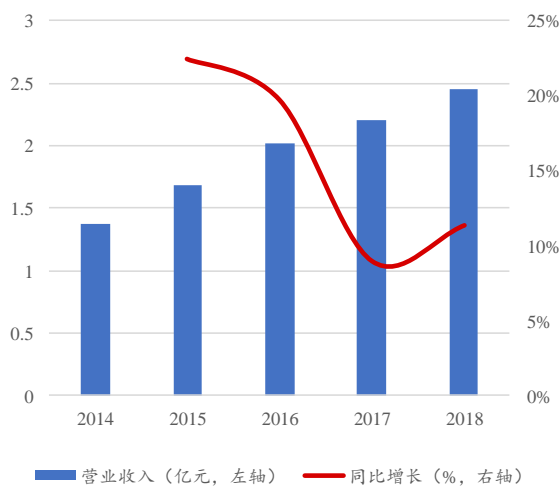
数据来源：公司年报，太平洋证券整理

作为国内领先的片式元器件研发生产企业，振华富还拥有完整的射频片式陷波器生产试验线，并且承担了总装合同办、广东省科技厅、深圳市发展和改革委员会、深圳市科技创新委员会、龙华新区经济服务局等各级科技部门有关射频片式陷波器、新型磁性元件项目 12 项，研制和生产的叠层片式低通陷波器、高通陷波器、带通陷波器等射频片式陷波器和一体成型电感、电子变压器等新型磁性元件已经广泛应用于航空、航天、兵器、船舶、电子等领域。

(五) 振华群英：继电器、接触器骨干企业

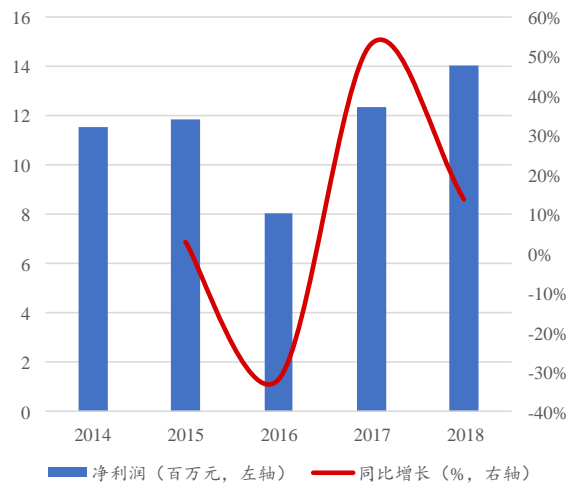
振华群英——贵州振华群英电器有限公司（国营第八九一厂）始建于 1966 年，是一家集模具制造、零件加工、产品设计、产品研发、产品装调及实验检测为一体的微型密封电磁继电器和航空航天用接触器的骨干企业和定点厂家。公司生产的微型密封电磁继电器、接触器、控制组件、功率继电器、延时继电器、固体继电器、智能继电器等产品广泛应用于火箭、卫星、空间站、飞机、坦克等装备，民用高压直流系列产品广泛应用于电动汽车、充电设施、光伏电站等新能源领域。公司是国内唯一一家航空航天接触器型谱产品供应商，也是航空航天重要领域和国防重点型号独家供货单位，能够研制生产最高应用要求的宇航用继电器及接触器，在高可靠微型继电器和接触器领域处于国内领先地位。

图表 24：振华群英 2014-2018 年营业收入情况



数据来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 25：振华群英 2014-2018 年净利润情况



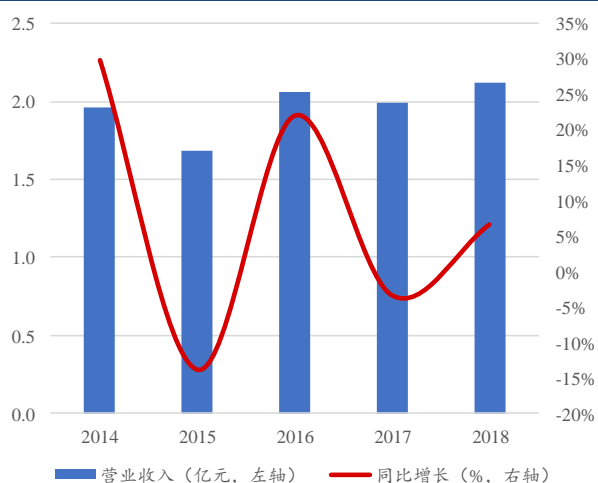
数据来源：公司年报，太平洋证券整理

近年来，由于固体继电器作为一种新型高可靠无触点开关，已被广泛应用于航空、航天、兵器、船舶、仪器仪表、计算机控制、电机控制、温度控制等自动化控制领域。振华群英依托多年为国家宇航事业和国防重点工程配套建立的雄厚科研实力，同时借助与哈尔滨工业大学联合组建的国内唯一高可靠继电器研发中心和 CNAS 实验室等平台，开辟固体继电器领域，推动公司产品向高附加值转型升级。

(六) 振华微电子：厚膜混合集成电路优势明显

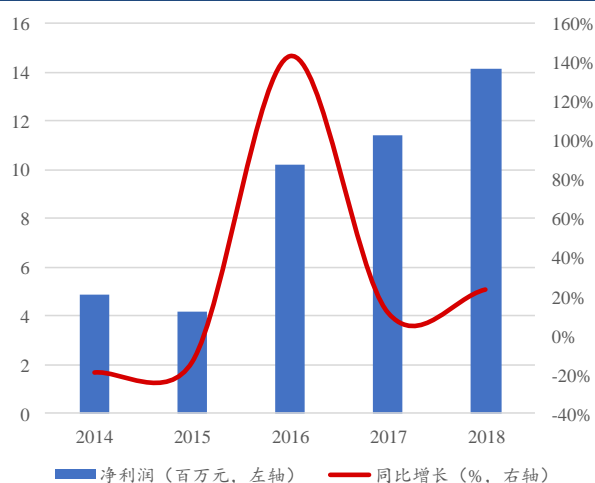
振华微电子——深圳市振华微电子有限公司成立于 1994 年，主要从事厚膜混合集成电路的研制开发和生产，年产 2000 多万块厚膜电路，具备每年 1.5 亿件 SMT 生产线贴片组装能力。主要产品包括：电源变换器系列（含滤波器、浪涌抑制器、电源维持模块）、功率驱动器系列、信号处理电路、微波功放模块、微波组件、智能功率模块、IGBT 模式功率驱动器、舵机控制器、RFID 标签、微波感应开关、高压直流供电系统、分布式高压直流不间断电源、实时 360 度全景视频系统、管用分离加密锁、通讯模块、开关电路、汽车电路、压力传感器、陶瓷天线及厚膜加热片等，产品广泛应用于航空、航天、兵器、电子、船舶、核工业等军用领域以及计算机、通讯、汽车电子、信息安全、物联网等民用领域。

图表 26: 振华微电子 2014-2018 年营业收入情况



数据来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 27: 振华微电子 2014-2018 年净利润情况

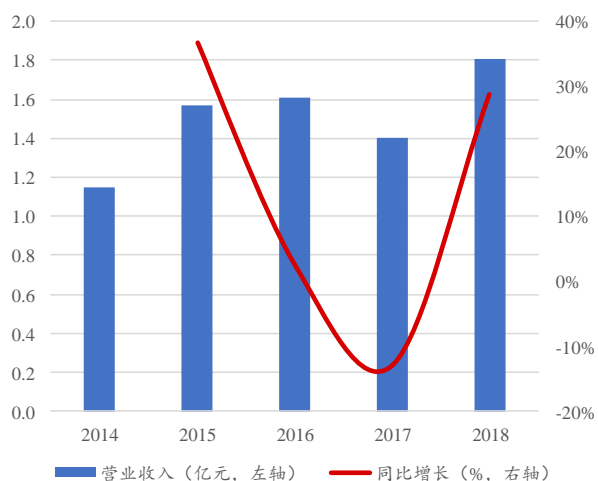


数据来源: 公司年报, 太平洋证券整理

(七) 振华华联: 军用开关骨干企业

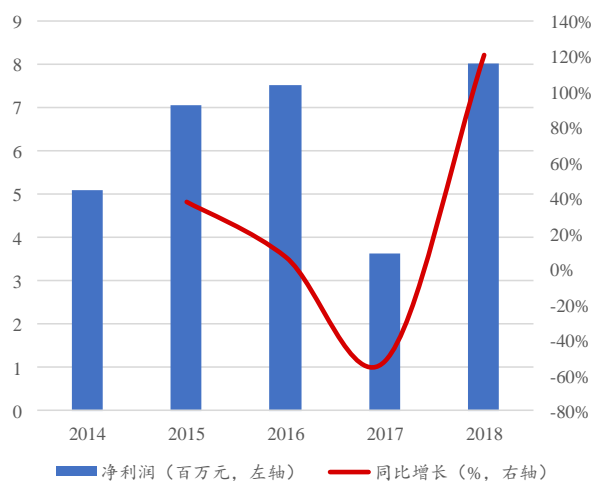
振华华联——贵州振华华联电子有限公司（国营第八五一厂）始建于 1966 年，是国内军用开关门类最多、系列最全、配套能力最强的专业厂家，主要产品包括：钮子开关、按钮开关、微动开关、旋转开关、多功能组合特种开关以及电磁断路器、汽车连接器、汽车仪表配电盘、车用电子换挡器等，产品广泛应用于航天、航空、兵器、电子、船舶、汽车等领域。

图表 28: 振华群英 2014-2018 年营业收入情况



数据来源: 公司年报, 太平洋证券整理

图表 29: 振华群英 2014-2018 年净利润情况



数据来源: 公司年报, 太平洋证券整理

三、打造自主可控上市平台，优质资产注入值得期待

公司第一大股东——中国振华电子集团有限公司（简称“振华集团”）是 55 家首批国家试点大型企业集团之一，拥有国家级技术中心、博士后工作站和国家 863 成果转化基地。近十年来，振华集团陆续通过资产置换、非公开发行股票等方式向上市公司注入优质资产，但是目前还有多家电子元器件类企业仍在体外，未来有望整合注入上市公司。

图表 30：振华集团体外资产

公司名称	持股比例	主营业务
成都华微电子科技有限公司	54.14%	FPGA 芯片、电源电路、可编程逻辑器件等
贵州振华风光半导体有限公司	55.00%	半导体集成电路、分立器件研发、生产、经营及相关服务
苏州云芯微电子科技有限公司	47.75%	集成电路等各类电子产品的设计及研发，以及相关产品的销售、售后服务；货物及技术的进出口业务
天津飞腾信息技术有限公司	21.46%	集成电路和计算机信息系统设计、集成、生产、测试和销售；计算机软件设计、开发和销售；集成电路设计服务和计算机软件开发服务；信息系统工程技术服务
深圳市大明电子有限公司	60.00%	太阳能电池组件及扣式电池、电脑及电子应用产品、电器仪表及电子光学器材的销售；自有物业租赁
贵州振华红州电子有限公司	100.00%	通讯产品、广播、电视产品、家电、电子医疗设备、电子零部件、无线虹专用仪器、仪表、通讯设备及机电设备安装、修理
盛科网络（苏州）有限公司	21.00%	开发、设计通讯网络集成电路芯片和通讯网络系统及软件；研发生产芯片、以太网交换机；销售本公司所生产及开发的产品并提供相关的服务
南京同创信息产业集团有限公司	19.27%	计算机硬件、软件及零部件、计算机系统工程、电子产品、家用电器、五金交电（不含助力车及正三轮摩托车）、仪器仪表
贵州振华风光电子有限公司	100.00%	半导体模拟集成电路、半导体分离器件、铸造件。水、电、机床安装及维修、建筑及艺术装潢

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（一）成都华微：FPGA 产品国内领先

成都华微电子科技有限公司是国家 909 工程集成电路设计公司和国家首批认证的集成电路设计企业，于 2000 年 3 月注册，由中国华大集成电路设计有限责任公司、成都成电大学科技园有限公司、成都创新风险投资有限公司、成都华微员工团队 4 家股东共同投资创办。公司以芯片设计为主，辅以电子应用产品开发、技术服务。公司具备 90 纳米 CMOS、0.18 微米 Bi-cmos 及 BCD 先进制程的数字模拟混合信号设计技术，可编程逻辑器件、A/D、D/A、模拟电路及接口电路的系列产品方面在国内具有领先优势。公司连续承担国家“十一五”、“十二五”、“十三五”FPGA 重大专项，产品广泛应

军工电子老兵聚焦主业稳增长，自主可控先锋转型升级再出发

用于航天、航空、电子、兵器、船舶等领域和国防重点工程。公司现有员工 168 人，其中从事 IC 设计、工艺和测试等技术人员 94 人（博士 8 人、硕士 41 人、本科 68 人），80% 以上人员具有 3 年以上实际设计开发经验。

（二）贵州风光：半导体分立器件骨干企业

贵州振华风光半导体有限公司（国营第四四三三厂）始建于 1971 年，主要从事高可靠半导体双极模拟集成电路、混合集成电路产品的研制和生产，是我国半导体分立器件的研制生产骨干厂家之一。公司目前研制生产的产品包括线性/非线性模拟集成电路、电源电路、接口驱动电路、模拟开关、功率运算放大器以及其他专用电路等共计 160 多个型号品种，广泛应用于航天、航空、兵器、电子、船舶、装备等领域。公司拥有现代化半导体工业洁净厂房和办公管理区 6800 平方米，建有双极模拟集成电路生产线、厚膜混合集成电路生产线和表贴塑封集成电路生产线，同时具备完整的芯片设计及封装设计、筛选、试验及失效分析能力。公司现有职工 308 人，其中省管专家 1 人，研究员职称 3 人，博士 1 人，硕士 11 人，中级职称以上 44 人。

四、盈利预测及估值

由于振华通信将不再纳入合并报表范围，公司 2019 年营业收入同比去年会有所下降。但是我们认为，随着公司逐步收缩并最终退出盈利能力较弱的通信整机业务，进一步聚焦军工电子核心主业，使业务结构得到优化升级，公司盈利能力有望持续提升。我们预计公司 2019-2021 年的营业收入为 31.04 亿元、31.60 亿元、32.19 亿元，净利润为 3.61 亿元、3.91 亿元、4.10 亿元，EPS 为 0.70 元、0.76 元、0.80 元。

图表 31：可比上市公司估值参考

公司简称	股票代码	EPS			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
宏达电子	300726.SZ	0.63	0.73	0.86	39.26	33.70	28.83
航天电器	002025.SZ	1.02	1.23	1.44	24.96	20.71	17.65
中航光电	002179.SZ	1.13	1.40	1.70	30.47	24.54	20.23
火炬电子	603678.SH	0.96	1.22	1.52	22.31	17.43	14.00
平均值		1.04	1.15	1.38	29.25	24.10	20.18

资料来源：Wind，太平洋证券整理

我们选取 4 家军用电子元器件生产企业作为可比公司，取 2019 年 Wind 一致预期的 PE 平均值，给予公司 29 倍 PE，对应目标价为 20.30 元，维持“买入”评级。

五、风险提示

新能源业务亏损幅度扩大；资产整合不及预期。

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,025.02	5,755.23	1,538.85	7,263.00	营业收入	5,337.57	3,103.87	3,160.06	3,219.36
应收和预付款项	4,203.70	-1,370.06	4,255.00	-1,315.92	营业成本	3,995.55	2,217.41	2,257.55	2,299.91
存货	1,416.96	-206.33	1,438.88	-183.20	营业税金及附加	39.09	15.78	16.07	16.37
其他流动资产	511.96	511.96	511.96	511.96	销售费用	199.95	98.55	100.34	102.22
长期股权投资	280.42	280.42	280.42	280.42	管理费用	514.72	273.07	278.01	283.23
投资性房地产	239.37	209.60	179.83	150.05	财务费用	77.97	10.60	-21.33	-38.13
固定资产和在建工程	1,656.36	1,327.31	998.26	669.21	资产减值损失	115.47	-	-	-
无形资产开发支出	213.33	186.27	159.22	132.17	投资收益	33.26	-	-	-
其他非流动资产	214.72	174.57	134.41	134.41	公允价值变动	-	-	-	-
资产总计	9,761.84	6,868.97	9,496.83	7,642.10	其他经营损益	-217.67	-	-	-
短期借款	990.48	-	-	-	营业利润	210.40	488.46	529.42	555.76
应付和预收款项	2,116.41	-121.03	2,143.69	-92.25	其他非经营损益	-7.70	-	-	-
长期借款	903.80	903.80	903.80	903.80	利润总额	202.70	488.46	529.42	555.76
其他负债	773.94	773.94	773.94	773.94	所得税	15.88	122.12	132.36	138.94
负债合计	4,784.63	1,556.71	3,821.43	1,585.49	净利润	186.82	366.35	397.07	416.82
股本	514.81	514.81	514.81	514.81	少数股东损益	-1.85	5.78	6.26	6.57
资本公积	2,886.09	2,886.09	2,886.09	2,886.09	归母股东净利润	258.96	360.57	390.81	410.24
留存收益	1,423.64	1,752.92	2,109.80	2,484.44	预测指标				
归母公司股东权益	4,824.54	5,153.81	5,510.69	5,885.33	EBIT	275.93	490.54	499.42	508.79
少数股东权益	144.76	150.53	156.79	163.36	EBITDA	538.29	916.57	925.45	894.67
股东权益合计	4,969.29	5,304.34	5,667.49	6,048.69	NOPLAT	247.51	367.91	374.57	381.59
负债和股东权益	9,753.92	6,861.05	9,488.92	7,634.18	净利润	258.96	360.57	390.81	410.24
现金流量表(百万)					EPS	0.50	0.70	0.76	0.80
经营性现金流	322.88	5,754.06	-4,212.46	5,712.80	BPS	9.37	10.01	10.70	11.43
投资性现金流	-685.76	-	-	-	PE	32.46	23.32	21.51	20.49
融资性现金流	751.64	-1,023.85	-3.92	11.35	PB	1.96	0.59	2.57	4.12
现金增加额	388.89	4,730.21	-4,216.38	5,724.15	PS	1.74	1.63	1.53	1.43

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。