

中航证券金融研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 宋博

证券执业证书号: S0640118080024

联系人: 宋子豪

邮箱: songzh@avicsec.com

# 振华科技 (000733) 2019 年年报点评: 剥离低效资产, 新型电子元器件迎来持续 增长期

行业分类: 电子

2020 年 4 月 20 日

## 投资评级

**买入**

当前价格 (元/股) 21.16

目标价格 (元/股) 24.42

### 基本数据 (2020/4/20)

总市值 (亿元) 108.93

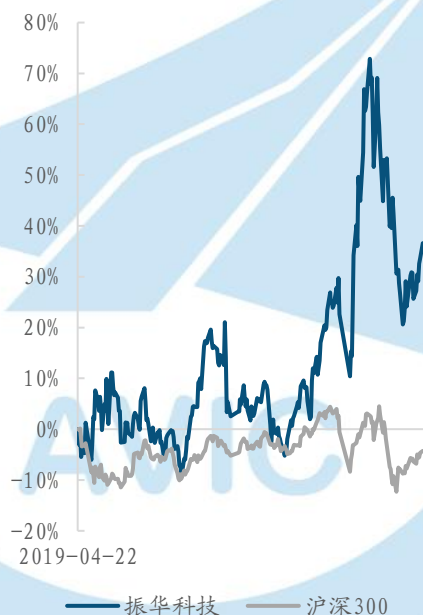
流通市值 (亿元) 108.93

总股本 (百万股) 514.81

流通股本 (百万股) 514.81

12 个月价格区间 14.04/26.78

### 近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

◆ **事件:** 公司发布 2019 年年报, 公司 2019 年实现营业收入 (36.68 亿元, -31.3%), 归属母公司净利润 (2.98 亿元, -2.7%), 扣非后归母净利润 (1.41 亿元, -30.48%), 毛利率 (44.4%, +19.1pcts)。

### ◆ 投资要点:

**公司优化结构, 剥离低效资产, 聚焦主业。**2019 年, 公司实现营业收入 (36.68 亿元, -31.3%), 归属母公司净利润 (2.98 亿元, -2.7%), 扣非后归母净利润 (1.41 亿元, -30.48%), 毛利率 (44.4%, +19.1pcts)。营业收入下降的主要原因为深圳通信不再纳入合并报表, 按同口径剔除深圳通信业务收入, 同比增长 11.05%。公司毛利率 (44.4%, +19.1pcts) 大幅上升, 主要原因是公司推进结构升级, 退出移动通信终端代工业务并压缩汽车动力电池等盈利水平较低业务, 聚焦新型电子元器件主业。分产品看, 新型电子元器件毛利率 (48.30%, +5.83pcts), 整机及系统毛利率 5.72%, 2.35pcts)。三费方面, 公司销售费用 (2.05 亿元, +2.67%), 管理费用 (5.25 亿元, +1.90%), 研发费用 (2.32 亿元, +6.79%), 财务费用 (0.63 亿元, -18.81%)。销售费用的增长主要源于销售增长的员工绩效激励增加。公司薪酬上涨及深圳通信的出表使管理费用小幅上升。财务费用的下降主要源于企业开展应收账款保理业务规模下降后利息费用的下降叠加公司部分产品现金折扣同比减少所致。由于出表原因, 公司应收账款 (13.61 亿元, -10.71%) 与存货 (9.49 亿元, -33.04%) 有所减少。现金流方面, 2019 年公司经营活动产生的现金流净额为 (2.60 亿元, -18.43%), 现金流的减少一方面由于深圳通信的出表和员工工资的增加, 另一方面由于参加 2018 年中国电子组织的应收账款证券化及 2018 年开展应收账款保理业务, 报告期公司支付代收的客户回款。

**在国产化“刚性需求”和国内产业转型升级牵引下, 公司新型电子元器件迎来业绩增长期。**公司新型电子元器件营业收入 (33.10 亿元, +11.22%), 占营业收入 90.24%; 利润总额 (6.43 亿元, +114.55%)。公司多款 IGBT 芯片、耐高温高湿片式钽电容器完成设计定型并开始批量供货并完成 JF-1246 型熔断器全部规格产品、厚膜 DC/DC 变换器超宽输入电压范围系列产品研制, 逐步完善产品谱系。另外, 公司参与科技部重点研发项目, 近 200 个型号产品被列入重点用户、行业龙头单位选型清单。公司“高新产品”订单持续较快增长, 航空、航天、电子等在内的高新应用领域配套保障能力得到持续增强, 在国内高新领域的行业地位得到进一步巩固。

**股市有风险 入市须谨慎**

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

### 请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航

资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传 真: 010-59562637

**公司积极布局集成电路业务，IGBT 快速发展。**公司完成了多款 IGBT 芯片研制，并完成国内首个 IGBT 特种行业标准编制，IGBT 模块为多家用户配套。未来公司将加快推进 IGBT 背面工艺线建设，打造高水平“设计+工艺+封测+应用验证”生态，并对标英飞凌现有产品体系，形成 20 款以上 IGBT 芯片谱系。

**公司转型升级，剥离低效资产。**公司持续压缩整机系统和移动通信业务。深圳通信于 2019 年 5 月不再并表。减值损失方面，2019 年 5-12 月深圳通信产生较大经营亏损，报告期公司按持股比例计算投资损失 20,914 万元，并对持有的深圳通信股权投资余额 1,538 万元全额计提了减值准备，且计提信用减值损失 4,523 万元。另外，母公司对深圳通信的偿债能力进行分析后，按 50% 单项计提深圳通信其他应收款、委托贷款信用减值 10,544 万元。公司主业经过结构调整及转型升级后，现已向核心业务新型电子元器件高度集中。在国产化提速叠加大数据、区块链、5G 通信等新一代信息技术牵引下，公司核心主业处于重要战略机遇期，看好未来发展。

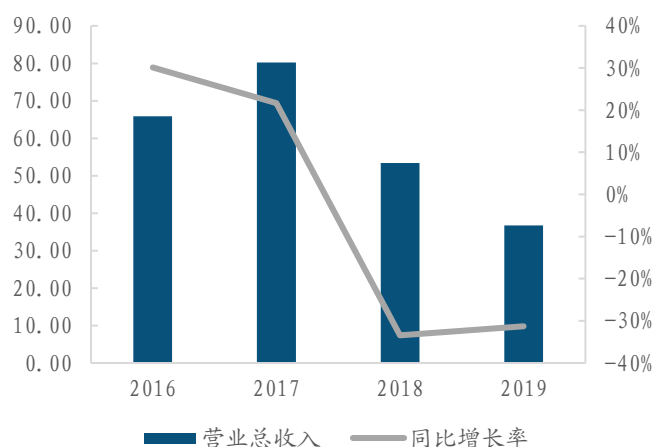
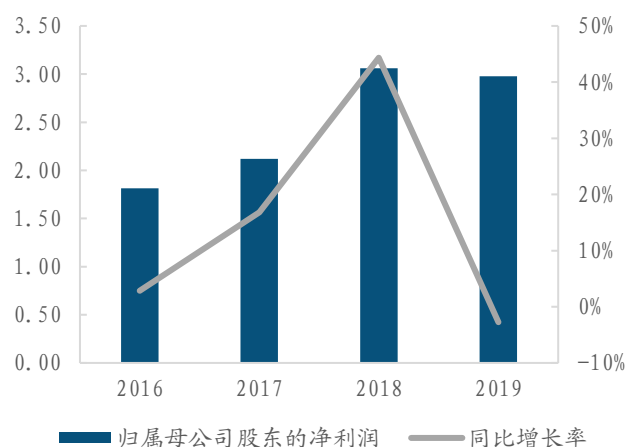
#### ◆ 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.78 亿元、4.84 亿元和 6.61 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.94 元和 1.28 元，对应 PE 分别为 29、22、16 倍。按照 2020 年 33 倍 PE，对应目标价 24.42 元/股，给予“买入”评级。

| 指标/年度        | 2019A   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）     | 36.68   | 42.02  | 48.81  | 57.12  |
| 增长率          | -31.27% | 14.54% | 16.17% | 17.02% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 2.98    | 3.78   | 4.84   | 6.61   |
| 增长率          | 14.93%  | 27.17% | 27.98% | 36.42% |
| 每股收益 EPS（元）  | 0.58    | 0.74   | 0.94   | 1.28   |
| 净资产收益率 ROE   | 5.49%   | 6.67%  | 7.87%  | 9.69%  |
| PE           | 37      | 29     | 22     | 16     |
| PB           | 2.02    | 1.92   | 1.77   | 1.60   |

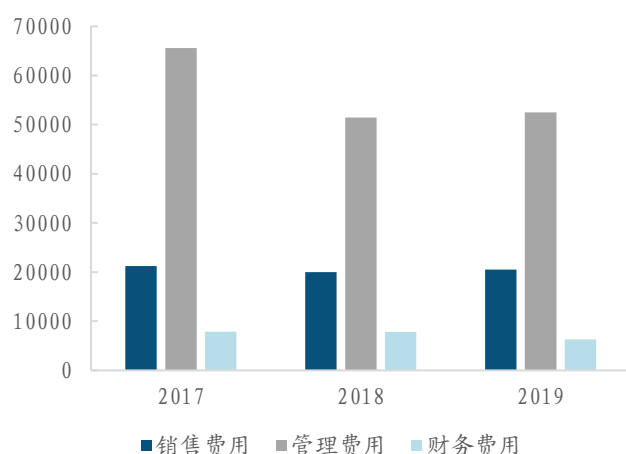
资料来源：Wind，中航证券金融研究所

◆ **风险提示：**资产注入进程缓慢；战略落实及市场开拓不及预期。

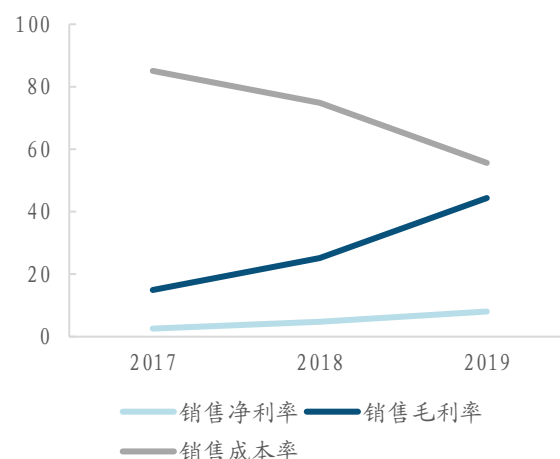
**图 1：2016-2019 营业总收入及增速（单位：亿元，%）**

**图 2：2016-2019 归母净利润及增速（单位：亿元，%）**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

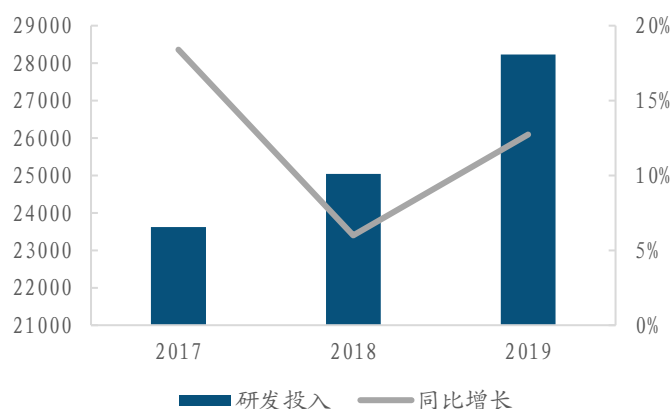
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**图 3：2017-2019 三费情况（单位：万元）**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**图 4：2017-2019 销售毛利率、净利率、成本率（%）**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

**图 5：2017-2019 研发投入情况（单位：万元）**


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 6: 财务报表预测 (单位: 亿元)

| 利润表         |       |       |       |       | 现金流量表           |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |                 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入        | 36.68 | 42.02 | 48.81 | 57.12 | 净利润             | 2.95  | 3.78  | 4.84  | 6.61  |
| 营业成本        | 20.40 | 24.30 | 27.61 | 31.92 | 折旧与摊销           | 2.12  | 2.85  | 3.97  | 5.06  |
| 营业税金及附加     | 0.36  | 0.45  | 0.52  | 0.62  | 财务费用            | 0.63  | 0.62  | 0.67  | 0.71  |
| 销售费用        | 2.05  | 2.83  | 3.52  | 4.19  | 资产减值损失          | -0.50 | 0.95  | 1.07  | 0.87  |
| 管理费用        | 7.57  | 8.20  | 9.28  | 10.29 | 经营营运资本变动        | 6.88  | -6.10 | -7.52 | -9.12 |
| 财务费用        | 0.63  | 0.62  | 0.67  | 0.71  | 其他              | -9.49 | -1.38 | -1.45 | -1.24 |
| 资产减值损失      | -0.50 | 0.95  | 1.07  | 0.87  | <b>经营性现金流净额</b> | 2.60  | 0.72  | 1.59  | 2.89  |
| 投资收益        | -1.12 | 0.13  | 0.08  | 0.07  | 资本支出            | 1.77  | -2.47 | -2.56 | -3.43 |
| 公允价值变动损益    | 0.30  | 0.30  | 0.30  | 0.30  | 其他              | -3.75 | 0.58  | 0.53  | 0.52  |
| 其他经营损益      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | <b>投资性现金流净额</b> | -1.98 | -1.89 | -2.03 | -2.91 |
| <b>营业利润</b> | 3.97  | 5.09  | 6.51  | 8.89  | 短期借款            | -5.15 | -4.29 | -0.15 | 0.10  |
| 其他非经营损益     | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | 长期借款            | 1.19  | 1.52  | 2.24  | 1.87  |
| <b>利润总额</b> | 3.97  | 5.09  | 6.51  | 8.88  | 股权融资            | -0.08 | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 所得税         | 1.01  | 1.30  | 1.66  | 2.27  | 支付股利            | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 净利润         | 2.95  | 3.78  | 4.84  | 6.61  | 其他              | 4.97  | -3.17 | -0.63 | -0.70 |
| 少数股东损益      | -0.02 | 0.00  | 0.00  | 0.00  | <b>筹资性现金流净额</b> | 0.93  | -5.94 | 1.46  | 1.27  |
| 归属母公司股东净利润  | 2.98  | 3.78  | 4.84  | 6.61  | <b>现金流量净额</b>   | 1.54  | -7.11 | 1.02  | 1.25  |

| 资产负债表         |       |       |       |        | 财务分析指标            |         |        |        |        |
|---------------|-------|-------|-------|--------|-------------------|---------|--------|--------|--------|
|               | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E  |                   | 2019A   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 货币资金          | 13.41 | 6.30  | 7.32  | 8.57   | <b>成长能力</b>       |         |        |        |        |
| 应收和预付款项       | 30.28 | 34.74 | 40.32 | 47.15  | 销售收入增长率           | -31.27% | 14.54% | 16.17% | 17.02% |
| 存货            | 9.49  | 11.30 | 12.84 | 14.84  | 营业利润增长率           | 26.68%  | 28.12% | 27.94% | 36.39% |
| 其他流动资产        | 7.17  | 4.92  | 5.71  | 6.68   | 净利润增长率            | 14.86%  | 28.16% | 27.98% | 36.42% |
| 长期股权投资        | 3.82  | 3.82  | 3.82  | 3.82   | EBITDA 增长率        | 2.80%   | 27.31% | 30.33% | 31.37% |
| 投资性房地产        | 3.75  | 3.75  | 3.75  | 3.75   | <b>获利能力</b>       |         |        |        |        |
| 固定资产和在建工程     | 15.59 | 13.74 | 11.55 | 9.25   | 毛利率               | 44.38%  | 42.16% | 43.44% | 44.11% |
| 无形资产和开发支出     | 1.91  | 3.63  | 5.32  | 7.57   | 三费率               | 27.96%  | 27.72% | 27.60% | 26.58% |
| 其他非流动资产       | 2.26  | 3.86  | 4.80  | 5.07   | 净利率               | 8.05%   | 9.01%  | 9.92%  | 11.57% |
| <b>资产总计</b>   | 87.67 | 86.06 | 95.42 | 106.70 | ROE               | 5.49%   | 6.67%  | 7.87%  | 9.69%  |
| 短期借款          | 4.76  | 0.47  | 0.33  | 0.42   | ROA               | 3.37%   | 4.40%  | 5.08%  | 6.19%  |
| 应付和预收款项       | 8.05  | 9.55  | 10.87 | 12.59  | ROIC              | 5.90%   | 7.47%  | 8.32%  | 9.73%  |
| 长期借款          | 10.23 | 11.75 | 13.99 | 15.86  | EBITDA/销售收入       | 18.33%  | 20.37% | 22.85% | 25.66% |
| 其他负债          | 10.81 | 7.56  | 8.66  | 9.65   | <b>营运能力</b>       |         |        |        |        |
| <b>负债合计</b>   | 33.84 | 29.32 | 33.84 | 38.51  | 总资产周转率            | 0.39    | 0.48   | 0.54   | 0.57   |
| 股本            | 5.15  | 5.15  | 5.15  | 5.15   | 固定资产周转率           | 2.74    | 3.29   | 4.11   | 5.68   |
| 资本公积          | 28.78 | 28.78 | 28.78 | 28.78  | 应收账款周转率           | 2.54    | 2.88   | 2.90   | 2.91   |
| 留存收益          | 18.98 | 22.76 | 27.61 | 34.22  | 存货周转率             | 1.65    | 2.34   | 2.29   | 2.31   |
| 归属母公司股东权益     | 53.78 | 56.69 | 61.54 | 68.15  | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 93.97%  | —      | —      | —      |
| 少数股东权益        | 0.04  | 0.04  | 0.04  | 0.04   | <b>资本结构</b>       |         |        |        |        |
| <b>股东权益合计</b> | 53.82 | 56.74 | 61.58 | 68.19  | 资产负债率             | 38.60%  | 34.07% | 35.46% | 36.09% |
| 负债和股东权益合计     | 87.67 | 86.06 | 95.42 | 106.70 | 带息债务/总负债          | 44.27%  | 41.67% | 42.29% | 42.26% |

| 业绩和估值指标   |        |        |       |       |             | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA    | 6.72   | 8.56   | 11.16 | 14.65 | 流动比率        | 3.05  | 4.18  | 4.15  | 4.12  |
| PE        | 36.60  | 28.78  | 22.49 | 16.48 | 速动比率        | 2.57  | 3.36  | 3.35  | 3.33  |
| PB        | 2.02   | 1.92   | 1.77  | 1.60  | 股利支付率       | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| PS        | 2.97   | 2.59   | 2.23  | 1.91  | <b>每股指标</b> |       |       |       |       |
| EV/EBITDA | 14.797 | 11.943 | 9.274 | 7.119 | 每股收益        | 0.58  | 0.74  | 0.94  | 1.28  |
| 股息率       | 0.000  | 0.000  | 0.000 | 0.000 | 每股净资产       | 10.46 | 11.02 | 11.96 | 13.25 |
|           |        |        |       |       | 每股经营现金      | 0.504 | 0.140 | 0.308 | 0.562 |
|           |        |        |       |       | 每股股利        | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |

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：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 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：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送发或为任何就送发、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。