

振芯科技（300101）2019 年报点评： 公司主营业务平稳，股权问题有望突破僵局

行业分类：国防军工

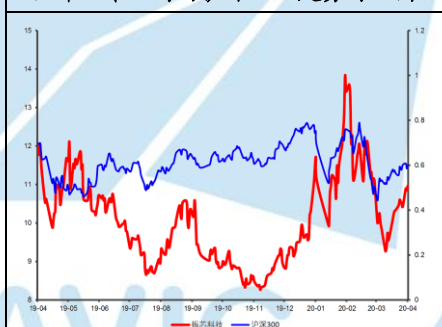
2020 年 04 月 24 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.04.24)	10.33

基础数据（2020.04.24）

上证指数	2808.53
总股本（亿股）	5.58
流通 A 股（亿股）	5.51
资产负债率	32.86%
ROE	0.49%
PE（TTM）	1257.47
PB（LF）	6.21

上市以来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

- **事件：**公司 4 月 21 日披露 2019 年年报，公司实现营业收入 4.72 亿元，同比增长 6.32%；实现归母净利润 458.68 万元，同比减少 71.63%；实现归母扣非净利润-1972.82 万元，同比减少 52.07%；毛利率 50.35%（+2.89pcts），净利率 1.09%（-3.44pcts）。

投资要点：

2019 年，公司营业收入保持稳定增长，因长期股权减值准备使净利受挫。

公司主要产品及业务包括高性能集成电路、北斗卫星导航业务及视频图像安防监控等，各业务板块保持稳定开拓发展：高性能集成电路业务包括元器件和设计服务产品，报告期内重点突破了频率源、射频收发、转换器等核心技术，实现了硅基多功能 MMIC 芯片、北斗三号芯片、软件无线电、T/R 数字板卡等重点产品的创新和升级，实现收入 1.65 亿元（+62.38%），占总营收比重 34.96%。本业务的高速增长主要受益于元器件及模块产品（营收 1.06 亿元，+87.36%；毛利率 66.64%，-0.23pct）市场需求增长及新增数字板卡等产品销售增长，和设计服务（营收 0.59 亿元，+30.84%；毛利率 39.52%，+3.35pcts）项目承接量和研发进度及验收节点影响。

在北斗卫星导航业务领域，报告期内实现营业收入 1.56 亿元（-5.98%），占总营收比重 33.14%。其中北斗卫星导航定位终端产品受行业订货减少影响，实现收入 1.37 亿元，同比下降 11.66%，毛利率 70.11%（+6.85pcts）；卫星综合应用产品持续推进，在重点行业开展多元高附加值服务，北斗运营服务产品实现收入 0.19 亿元，同比增长 76.50%，毛利率 49.30%，同比减少 6.82 个百分点。

在视频图像安防监控业务领域，报告期内实现营业收入 1.43 亿元（-18.14%），占营收比重 30.35%，毛利率 23.63%，同比下降 5.92 个百分点，主要受系统集成项目验收节点影响。公司持续巩固市场，立足西南地区，积极拓展公安、交通、电信行业市场，除保障“成都天网”项目实施外，积极开拓贵州、泸州、宜宾等地的智慧城市项目、雪亮工程、天网项目。

公司长期股权投资公司参股公司北京东方道途因其债务支付问题导致日常运营资金存在断裂风险，对投资东方道途形成的长期股权投资计提长期股权投资减值损失 2004.46 万元。

股市有风险 入市须谨慎

- 国家发改委明确“新基建”包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施建设三个主要方面，公司业务领域与其不谋而合。再加上目前北斗全球星座组网进入最后冲刺阶段，北斗三号全球组网即将完成，将促进北斗产业的发展，北斗综合应用市场将有较大增长空间，公司在北斗应用、基带芯片等方面具有一定的先发优势，将为公司业绩助力。在高性能 IC 板块，目前公司正大力转型，从过去的芯片销售向模块、系统进行转型，未来公司将突破并掌握实现元器件功耗更低以及稳定性和可靠性更高的核心技术，满足通信、航天、航空、船舶等市场及国产化需求，并从专用市场销售拓展至通信、广电、汽车、电子等大众领域，预计 2020 年行业应用市场将出现较快增长。
- 公司股权问题有望突破僵局。公司控股股东成都国腾电子集团有限公司因股东分歧导致纠纷，发生多起诉讼，目前公司转为无实际控制人状态，考虑到公司目前已经建立了完善的法人治理结构和健全的内部控制制度，我们预计公司未来有望进入成长通道。
- 投资建议
基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 5.03 亿元、5.65 亿元和 6.76 亿元，归母净利润分别为 0.16 亿元、0.23 亿元、0.29 亿元，EPS 分别为 0.03 元、0.04 元、0.05 元，给予“持有”评级。
- 风险提示：
 - 业务拓展不及预期

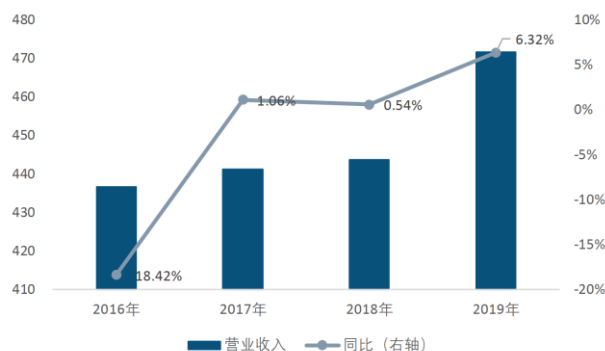
● 盈利预测：

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	471.61	502.98	565.09	675.85
增长率 (%)	6.32%	6.65%	12.35%	19.60%
归属母公司股东净利润	4.59	15.88	22.61	29.16
增长率 (%)	-71.63%	246.29%	42.35%	28.96%
每股收益 (EPS)	0.01	0.03	0.04	0.05

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

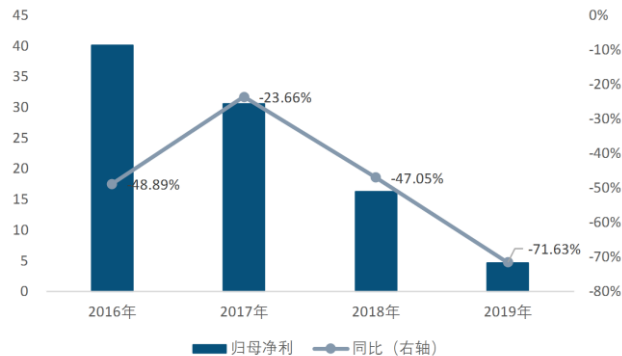
◆ 2016-2019 年公司年报主要财务数据

图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 百万元; %)



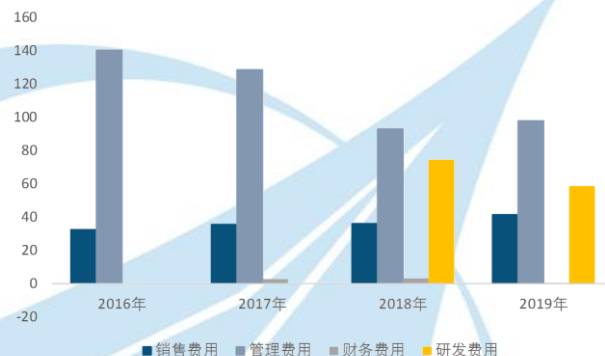
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)



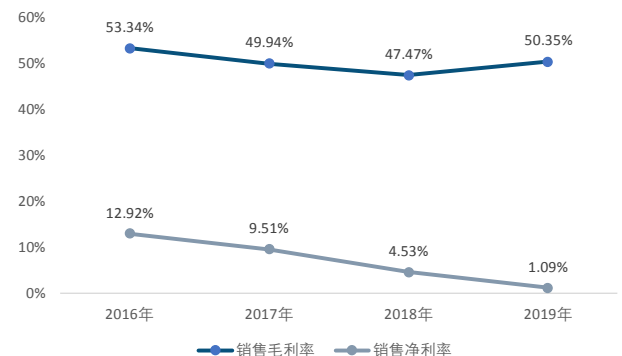
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)



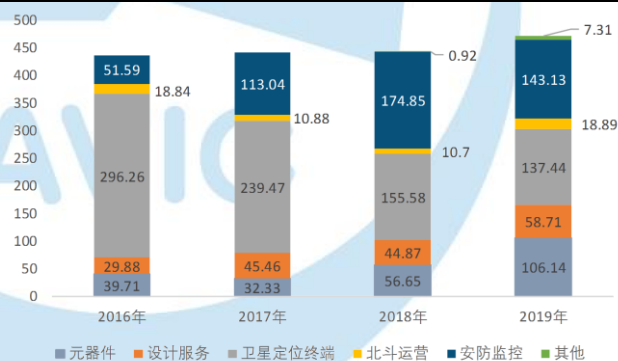
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 4: 公司年报毛利率、净利率情况 (单位: %)



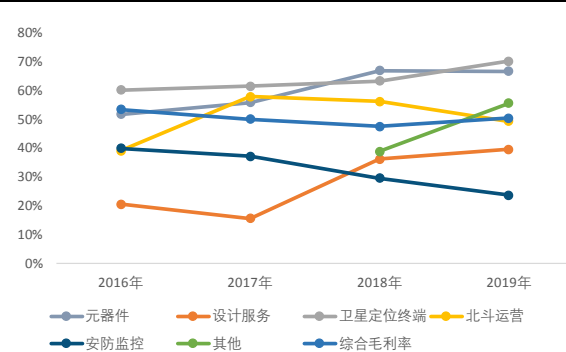
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 5: 公司年报各产品收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 6: 公司年报各产品毛利率情况 (单位: %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

附表：振芯科技估值财务模型（单位：百万元）

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	471.61	502.98	565.09	675.85	货币资金	302.26	367.45	485.15	562.24
营业成本	234.14	244.75	258.70	291.36	应收和预付款项	527.15	533.08	533.26	586.41
营业税金及附加	3.87	4.22	3.67	4.39	存货	296.02	276.57	281.98	317.58
销售费用	41.28	46.27	57.64	71.64	其他流动资产	29.65	26.04	27.91	30.81
管理费用	156.29	197.47	231.80	286.43	长期股权投资	5.23	5.23	5.23	5.23
财务费用	0.08	0.40	0.51	0.68	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-14.33	-14.30	-15.20	-11.90	固定资产和在建工程	99.74	94.62	89.43	84.25
投资收益	-21.85	-10.16	-6.23	-4.46	无形资产和开发支出	212.89	196.95	181.00	165.06
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	175.22	206.76	234.75	275.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1648.16	1706.68	1838.72	2027.12
营业利润	1.50	14.00	21.74	28.80	短期借款	135.00	180.00	280.00	380.00
其他非经营损益	5.49	6.10	5.80	6.80	应付和预收款项	229.84	226.18	223.88	271.16
利润总额	6.99	20.10	27.54	35.60	长期借款	20.00	20.00	20.00	20.00
所得税	1.84	3.01	4.13	5.34	其他负债	156.79	156.76	167.69	178.55
净利润	5.15	17.08	23.41	30.26	负债合计	541.63	582.94	691.57	849.72
少数股东损益	0.56	1.20	0.80	1.10	股本	558.35	558.35	558.35	558.35
归属母公司股东净利润	4.59	15.88	22.61	29.16	资本公积	119.89	119.89	119.89	119.89
现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	271.32	287.20	309.81	338.97
经营活动现金流净额	-42.84	48.61	43.44	14.22	归属母公司股东权益	929.18	945.20	967.81	996.96
投资活动现金流净额	-109.52	-40.16	-33.23	-44.46	少数股东权益	177.34	178.54	179.34	180.44
筹资活动现金流净额	-5.01	56.73	107.49	107.32	股东权益合计	1106.52	1123.74	1147.15	1177.41
现金流量净额	-157.37	65.19	117.70	77.09	负债和股东权益合计	1648.16	1706.68	1838.72	2027.12

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用

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。
王菁菁, SAC 执业证书号: S0640518090001, 英国萨里大学理学硕士, 从事机械军工行业研究。

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。