



中航证券金融研究所

分析师：张超

证券执业证书号：S0640519070001

分析师：宋子豪

证券执业证书号：S0640520080002

研究助理：王宏涛

证券执业证书号：S0640118100010

邮箱：songzh@avicsec.com

振华科技（000733）2020年中报点评： 聚焦新型电子元器件，毛利率大幅提升

行业分类：电子

2020年8月26日

投资评级

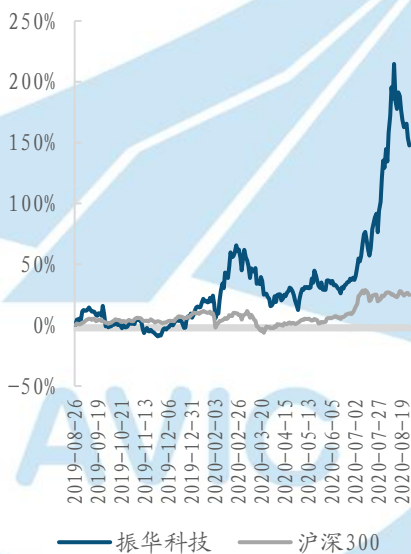
买入

当前价格（元/股） 39.96

基本数据（2020/8/26）

总市值（亿元）	205.72
流通市值（亿元）	205.72
总股本（百万股）	514.81
流通股本（百万股）	514.81
12个月价格区间（元）	14.65/50.78

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2020年中报，2020年上半年公司实现营业收入（20.25亿元，-6.82%），归属母公司净利润（2.36亿元，-2.84%），扣非后归母净利润（1.93亿元，+2.91%），毛利率（53.39%，+12.21pcts）。

◆ 投资要点：

公司增质提效效果显著，毛利率大幅提高。2020年上半年公司实现营业收入（20.25亿元，-6.82%），归属母公司净利润（2.36亿元，-2.84%），扣非后归母净利润（1.93亿元，+2.91%）。今年上半年营收增速为负主要由于2019年公司剥离通信整机业务，主要企业深圳通信于去年5月出表。若按同口径剔除深圳通信业务收入，今年上半年营收则实现同比+9.76%。公司毛利率（53.39%，+12.21pcts）大幅提高，一方面由于公司剔除低效业务后毛利率较高的新型电子元器件业务占比提升，另一方面新型电子元器件毛利率同比上升5.75pcts，助推公司整体盈利能力上升。费用方面，公司销售费用（1.35亿元，+9.10%），管理费用（3.48亿元，+20.82%），财务费用（0.20亿元，-48.10%），研发投入（1.36亿元，-0.40%）。销售费用和管理费用的增长主要源于企业销售业绩提升，绩效奖励增长和薪酬增加所致；深圳通信的出表促使今年财务费用比上年同期减少1388万元，导致财务费用大幅下降。另外，由于公司高新业务具备基础性和计划性特征，且其出货量和占比持续上升，公司积极备货，存货（9.33亿元，+6.82%）、应付账款（7.07亿元，比期初增长35.86%）均有所上升，应收账款（25.63亿元，比期初增长88.24%）上升主要系疫情影响和高新业务销量上升，账期延长，回款集中于下半年所致。2020年上半年，公司经营性现金流（-5.45亿元，-251.67%）减少，主要由于报告期支付代收客户回款6.07亿元。

新型电子元器件业务占比不断提升，未来有望持续发力。2020年上半年，新型电子元器件实现营业收入（20.11亿元，+9.79%），占比（99.30%，+9.79pcts），毛利率（53.17%，+5.75pcts）。报告期间，受国内外疫情及市场需求变化、自身产品结构调整的影响，民用产品出现缩量、价格下滑的情形，高新产品销售量增加、高附加值产品占比提高。在经济效益上，高新产品较好地弥补了民用产品受到的影响，保障了整体效益的持续稳定。从主要产品生产商看，电子元器件主要生产商振华新云营收（3.90亿元，+5.75%）、净利润（7888.41万元，+76.02%）；半导体分离器主要生产商振华永光营收（3.67亿元，+33.25%）、净利润（7812.43万元，+41.42%）；片式电子元器件主要生产商振华云科营收（3.12亿元，+27.64%）、净利润（7153.48万元，+73.49%）；叠层式片式电感器主要生产商振华富营收（2.90亿元，+6.58%）、净利润（6564.38万元，+12.71%）；锂离子电池和超级电容器主要生产商振华新能源营收（0.95亿元，

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

-34.93%)、净利润 (-3214.71 万元, +342.39%); 厚薄膜集成电路主要生产商深圳振华微电子营收 (1.70 亿元, +40.28%)、净利润 (4795.03 万元, +100.72%)。振华科技作为军工电子元器件主要供应商, 未来有望受益于下游航空航天需求的增长和我国国产替代率的逐步提升, 预计公司未来订单量有望持续上升。

IGBT 国产替代刻不容缓, 公司致力于打造为我国 IGBT 主力军。目前公司已完成多款 IGBT 芯片的研制, 并完成国内首个 IGBT 特种行业标准编制。公司 IGBT 模块为多家用户配套且两款 SiC 肖特基二极管成功研发并通过试验验证。公司参股 20% 的森未科技具备一流的 IGBT 科研水准, 产品对标英飞凌产品体系, 已实现第六代产品国产化。2020 年公司的目标是形成 20 款以上 IGBT 芯片谱系并加快推进 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。目前, 我国 IGBT 进口依赖程度较高, 国产替代市场广阔且迫在眉睫。IGBT 作为电力电子装置的“CPU”, 广泛应用于航空航天、新能源汽车及储能领域, 其未来需求量还将不断上升。未来公司 IGBT 业务在产量爬坡中可为公司带来有力的业绩推动。

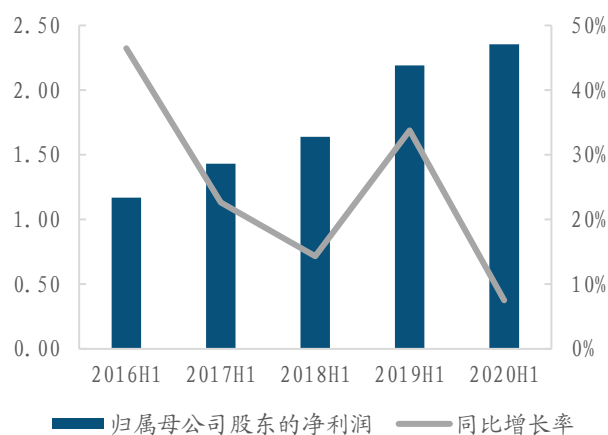
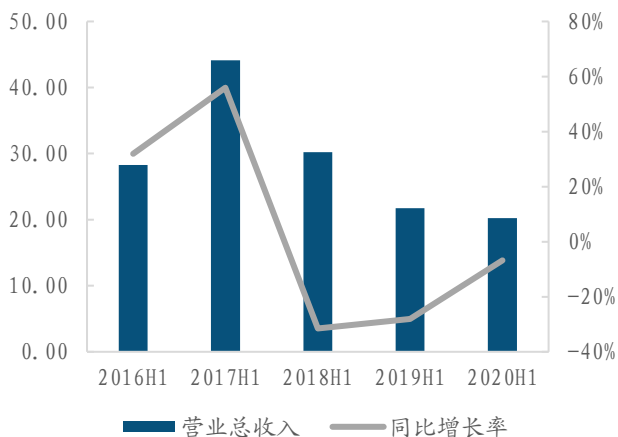
◆ 投资建议

公司作为国内军工电子元器件主要供应商和军工 IGBT 领先企业, 近年聚焦和拓展主业发展, 未来有望受益于军工上游需求增长和国产替代率的上升, 公司业务发展将持续向好。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.26 亿元, 6.26 亿元和 7.98 亿元, EPS 分别为 1.02 元, 1.22 元和 1.55 元, 对应 PE 分别为 39、33、26 倍, 维持“买入”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	36.68	40.93	48.63	58.30
增长率	-31.27%	11.58%	18.82%	19.87%
归属母公司净利润 (亿元)	2.98	5.26	6.26	7.98
增长率	14.93%	76.78%	18.91%	27.60%
每股收益 EPS (元)	0.58	1.02	1.22	1.55
净资产收益率 ROE	5.49%	9.08%	9.83%	11.24%
PE	69	39	33	26
PB	3.82	3.55	3.23	2.90

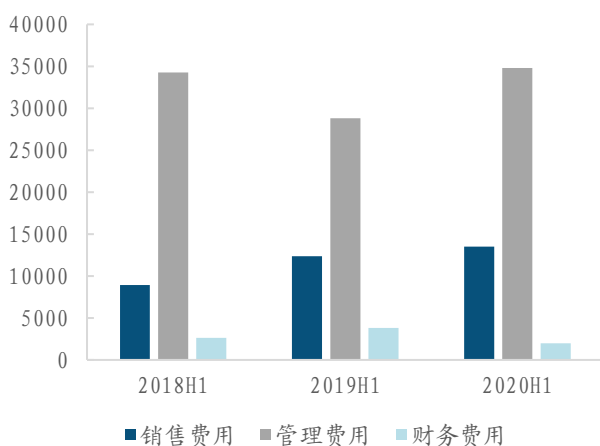
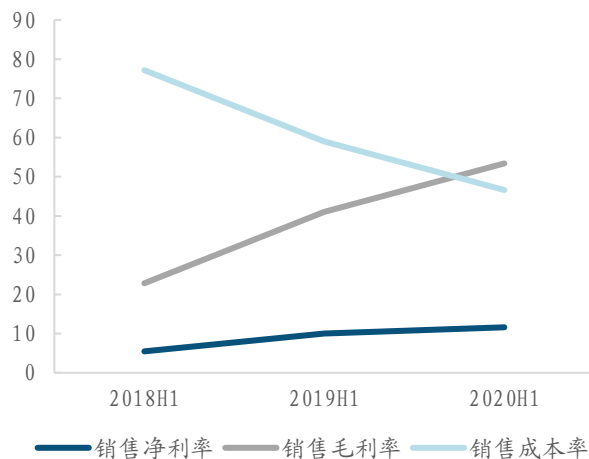
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

◆ **风险提示:** IGBT 业务发展不及预期, 资产注入滞后。

图 1: 2016H1-2020H1 营业总收入及增速(单位: 亿元,%) **图 2: 2016H1-2020H1 归母净利润及增速(单位: 亿元,%)**


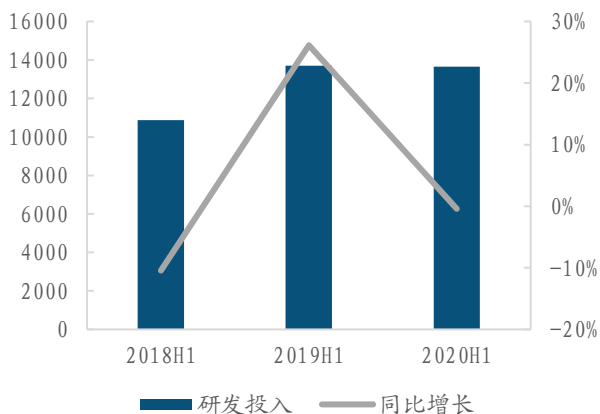
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 3: 2018H1-2020H1 三费情况(单位: 万元)

图 4: 2018H1-2020H1 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

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 5: 2018H1-2020H1 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	40.93	48.63	58.30	净利润	2.95	5.26	6.26	7.98
营业成本	20.40	20.76	24.26	28.78	折旧与摊销	2.12	5.25	5.66	5.99
营业税金及附加	0.36	0.44	0.52	0.64	财务费用	0.63	0.62	0.67	0.71
销售费用	2.05	3.63	4.36	5.25	资产减值损失	-0.50	0.95	1.07	0.87
管理费用	7.57	7.88	9.72	11.69	经营营运资本变动	6.04	-3.05	-6.54	-8.52
财务费用	0.63	0.62	0.67	0.71	其他	-8.65	-1.38	-1.45	-1.24
资产减值损失	-0.50	0.95	1.07	0.87	经营性现金流净额	2.60	7.65	5.67	5.79
投资收益	-1.12	0.13	0.08	0.07	资本支出	1.10	-2.00	-1.80	-2.00
公允价值变动损益	0.30	0.30	0.30	0.30	其他	-3.08	0.58	0.53	0.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-1.98	-1.42	-1.27	-1.48
营业利润	3.97	7.08	8.41	10.73	短期借款	-5.15	-4.76	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	长期借款	1.19	1.00	1.30	1.50
利润总额	3.97	7.07	8.41	10.72	股权融资	-0.08	0.00	0.00	0.00
所得税	1.01	1.81	2.15	2.74	支付股利	-0.26	-0.30	-0.52	-0.62
净利润	2.95	5.26	6.26	7.98	其他	5.22	-3.17	-0.63	-0.70
少数股东损益	-0.02	0.00	0.00	0.00	筹资性现金流净额	0.93	-7.23	0.15	0.18
归属母公司股东净利润	2.98	5.26	6.26	7.98	现金流量净额	1.54	-1.00	4.55	4.48
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	12.42	16.96	21.45	成长能力				
应收和预付款项	30.28	33.64	39.95	47.86	销售收入增长率	-31.27%	11.58%	18.82%	19.87%
存货	9.49	9.67	11.44	13.73	营业利润增长率	26.68%	78.03%	18.89%	27.58%
其他流动资产	7.17	4.79	5.69	6.82	净利润增长率	14.86%	78.16%	18.91%	27.60%
长期股权投资	3.82	3.82	3.82	3.82	EBITDA 增长率	2.80%	92.55%	13.90%	18.19%
投资性房地产	3.75	3.75	3.75	3.75	获利能力				
固定资产和在建工程	15.59	12.39	8.55	4.54	毛利率	44.38%	49.28%	50.12%	50.64%
无形资产和开发支出	1.91	2.10	2.33	2.59	三费率	14.98%	29.63%	30.33%	30.28%
其他非流动资产	2.26	1.86	1.47	1.07	净利率	8.05%	12.85%	12.86%	13.69%
资产总计	87.67	84.44	93.95	105.63	ROE	5.49%	9.08%	9.83%	11.24%
短期借款	4.76	0.00	0.00	0.00	ROA	3.37%	6.23%	6.66%	7.56%
应付和预收款项	8.05	8.28	9.69	11.51	ROIC	5.90%	10.63%	12.03%	13.89%
长期借款	10.23	11.23	12.53	14.03	EBITDA/销售收入	18.33%	31.63%	30.32%	29.89%
其他负债	10.81	7.02	8.08	9.08	营运能力				
负债合计	33.84	26.52	30.30	34.62	总资产周转率	0.39	0.48	0.55	0.58
股本	5.15	5.15	5.15	5.15	固定资产周转率	2.74	3.44	5.25	10.25
资本公积	28.78	28.78	28.78	28.78	应收账款周转率	2.54	2.84	2.93	2.94
留存收益	18.98	23.95	29.68	37.04	存货周转率	1.59	1.99	2.13	2.14
归属母公司股东权益	53.78	57.88	63.61	70.97	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	资本结构				
股东权益合计	53.82	57.92	63.65	71.01	资产负债率	38.60%	31.41%	32.25%	32.77%
负债和股东权益合计	87.67	84.44	93.95	105.63	带息债务/总负债	44.27%	42.33%	41.34%	40.51%
					流动比率	3.05	5.30	5.34	5.39
					速动比率	2.57	4.45	4.52	4.57
					股利支付率	8.65%	5.62%	8.36%	7.79%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	6.72	12.95	14.75	17.43	每股收益	0.58	1.02	1.22	1.55
PE	69.12	39.10	32.88	25.77	每股净资产	10.46	11.25	12.36	13.79
PB	3.82	3.55	3.23	2.90	每股经营现金	0.504	1.487	1.102	1.124
PS	5.61	5.03	4.23	3.53	每股股利	0.050	0.057	0.102	0.121
EV/EBITDA	29.192	14.824	12.805	10.672					
股息率	0.001	0.001	0.003	0.003					

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。

宋子豪, SAC 执业证书号: S0640520080002, 美国印第安纳凯利商学院金融学学士、数学辅修, 福特汉姆大学金融学硕士, 从事电子行业研究。

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替行使独立判断。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。