

振华科技 (000733.SZ)

2020年归母净利润同比增长103.48%，军工电子业务快速增长

事件：公司发布2020年年报及2021年一季报。2020年公司实现营收（39.50亿元，剔除深圳通信2019年前4月收入同比增长18.25%），归母净利润（6.06亿元，+103.48%），扣非归母净利润（5.13亿元，+264.17%）；2021Q1实现营收（13.08亿元，+47.25%），归母净利润（2.47亿元，+122.90%），扣非归母净利润（2.35亿元，+137.66%）。

利润表：聚焦新型电子元器件业务，历史包袱出清后业绩有望保持快速增长。2020年新型电子元器件营收（39.19亿元，+18.39%，占公司营收99.22%），成为公司主要业务。2020年公司毛利率（53.57%，+9.19pct），一方面是产品种类不断拓展、高附加值产品销售占比增加导致新型电子元器件毛利率（53.73%，+5.43pct），另一方面2020年公司没有低毛利率的整机业务；净利率（15.25%，+7.20pct），其中研发费用率（8.41%，+2.09pct），公司持续加大研发投入、加强关键技术攻关、拓展产品种类、提升产品可靠性。2021Q1公司营收同比增长47.25%，主要系新型电子元器件下游需求增长以及2020Q1疫情影响；毛利率（53.66%，+2.54pct），主要系高附加值产品销售占比提升；净利率（18.93%，+6.53pct），其中销售、管理、研发费用率分别同比下降0.79、2.29、1.51pct。

深圳通信与振华新能源等历史包袱出清，2020年真实经营性净利润（8.52亿元，+185.91%），业绩大超市场预期。我们对2020年公司资产减值准备计提情况进行详细说明，**1）深圳通信：**其他应收款净额全额计提信用减值损失2848万元，对持有的委托贷款净额全额计提信用减值损失8100万元；**2）振华新能源：**计提预期信用减值损失11518万元、存货跌价703万元、固定资产减值1409万元。二者合计计提减值2.46亿元，我们要强调的是这些是一次性的计提，因此在考虑常规计提的基础上，振华科技2020年真实的经营性净利润（8.52亿元，+185.91%）。

分公司来看，2020年旗下主要电子元器件公司均实现业绩大幅增长。其中振华新云主营钽电容，营收（8.84亿元，+19.34%），净利润（2.05亿元，+72.94%）；振华云科主营电阻电容，营收（5.51亿元，+19.03%），净利润（1.51亿元，+54.30%）；振华富主营电感、滤波器等，营收（5.08亿元，+44.15%），净利润（1.79亿元，+43.12%）；振华永光主营半导体分立器件，营收（6.13亿元，+34.97%），净利润（1.88亿元，+68.08%）；振华微主营混合集成电路，营收（3.91亿元，+29.46%），净利润（1.28亿元，+84.46%）。

2020年公司研发费用率同比增长2.09pct，研发人员同比增长17.56%，在新型电子元器件领域取得众多成果。**1）通用元件：**攻克双85（温湿度）系列片式钽电容器等产品关键技术，可靠性进一步增强；完成高温电阻、抗脉冲片式厚膜固定电阻、TRB202型插件功率电阻等新产品研发，电阻器产品种类不断拓展；新增电感器产品门类18款，参与修订1项国际标准。**2）半导体分立器件：**拓展了IGBT模块、场效应管驱动模块、低结电容ESD静电保护模块、瞬态保护模块等模块级产品。**3）机电组件：**基于固体继电器、开关等产品，成功研发多款智能模块及组件。**4）集成电路：**高功率密度电源模块产品开发了宽输入电压范围（9V~36V）1/32砖系列化产品，并形成批量订货。**5）MLCC/LTCC系列材料、电子浆料等电子功能材料：**对标国际知名企业，多款产品成功研发。

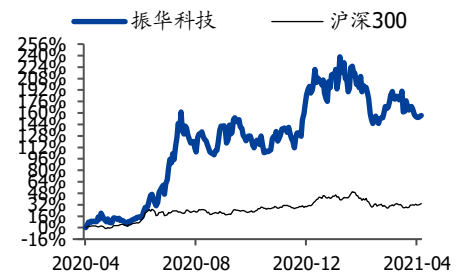
资产负债表和现金流量表：2020年末公司存货较年初增长15.61%，主要系客户需求增长导致自制半成品及在制品和发出商品增加；应付账款+应付票据较年初增长35.44%，主要系生产规模增长材料采购增加。2021Q1公司经营现金流（0.24亿元，较2019年增加2.44亿元），主要系销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金净额同比增2.2亿元。

买入（维持）

股票信息

行业	元件
前次评级	买入
4月29日收盘价(元)	49.82
总市值(百万元)	25,647.62
总股本(百万股)	514.81
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	6.38

股价走势



作者

分析师余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com

相关研究

- 1、《振华科技（000733.SZ）：2020年归母净利润同比预增75%~105%，大超市场预期》2021-01-28
- 2、《振华科技（000733）G-ESG评级报告》2021-01-06
- 3、《振华科技（000733.SZ）：2020年Q3业绩增速提升，军工电子与半导体龙头或被低估》2020-10-29



受益于下游航空航天等行业高速增长，公司新型电子元器件业务发展迅猛。按照单季度看，2020年Q1-Q4以及2021Q1五个季度的归母净利润分别为1.11、1.25、1.23、2.47、2.47亿元，业绩增长来自于下游高可靠客户需求以及产品结构调整，高附加值产品销售占比增加；也表明了历史包袱正在逐步出清、以及全面加强练兵备战背景下正在加快采购上游军工电子元器件。振华科技是CEC集团旗下我国军工电子元器件与半导体器件的主供应商，主营电子元器件、半导体分立器件、厚膜集成电路等产品，其受益于3大方向：下游航天航空（导弹飞机等）“十四五”高增长、国产化替代、国防信息化渗透率提升，我们预计军工电子未来3年订单复合增速达30%以上。

新型电子元器件业务正朝着纵向集成、横向扩展、做强做优做大的目标加速演进、加快发展。

1) 加快转型升级，赋能高质量发展动力：第一，坚定公司以电子元器件产业链为核心主业的战略定位；第二，推动建设自主可控的电子元器件产业生态链，比如加快推进工信部工业强基项目超微型MLCC介质材料项目建设，加快推进断路器生产线建设及高端开关能力项目建设，募投项目2021年内全部建成投产；第三，加大对关键元器件技术攻关，比如完成微波毫米波厚薄膜衰减器样品试制等。

2) 加大资源配置，筑牢高质量发展保障：第一，加大高端元器件产业布局，围绕SiC器件、IGBT、LTCC滤波器等产业进行规划布局；第二，加快引进行业技术领军人才和科研团队，形成高素质工匠技能人才队伍。我们看到，振华科技正在向高端芯片领域延伸，打造我国军用IGBT主力军。IGBT作为电力电子领域的“CPU”，受武器装备、新能源汽车等下游需求拉动，当前我国IGBT应用市场被完全垄断，自主可控需求迫切、国产替代空间巨大。公司参股20%的森未科技拥有国内一流的IGBT技术团队，产品性能对标德国英飞凌，并为多家用户配套，公司有望成为我国军用IGBT国产化进程的重要担当。此外，主营混合集成电路的振华微近年来业绩持续高增长，2018~2020年净利润分别为0.14、0.70、1.28亿元，同比增速分别为23.68%、391.39%、84.46%，未来仍将维持高增长。

3) 强化管理提升，夯实高质量发展基础：第一，持续推进成本费用管理工程，提升公司运营效率；第二，加快信息化建设。推进数据标准化建设，支撑高质量发展。

投资建议：我们认为公司预期差在于市场对其资产减值量的判断，这是导致公司估值较低的原因。目前公司的历史包袱已经出清，2020年业绩的兑现意味着公司或被显著低估，预计2021年公司业绩会有较大幅度的提升。未来振华科技作为纯正军工电子平台，也是国内规模最大的军工被动元器件公司，将直接受益于“十四五”下游军品放量增长。我们预计公司2021~2023年归母净利润为10.81、14.51、18.83亿元，对应当前的估值水平为24X、18X、14X。作为CEC旗下的军工电子与半导体大本营，估值优势显著，维持“买入”评级。

风险提示：CEC对公司定位的改变；军工电子等业务发展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,668	3,950	5,440	7,335	9,381
增长率 yoy (%)	-31.3	7.7	37.7	34.8	27.9
归母净利润(百万元)	298	606	1,081	1,451	1,883
增长率 yoy (%)	14.9	103.5	78.5	34.2	29.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.58	1.18	2.10	2.82	3.66
净资产收益率(%)	5.5	10.1	15.3	17.1	18.2
P/E(倍)	86.2	42.4	23.7	17.7	13.6
P/B(倍)	4.77	4.30	3.64	3.02	2.48

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所注：股价为2021年4月29日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6034	6022	7004	7788	8292
现金	1341	918	1032	1136	1243
应收票据及应收账款	2829	3418	3743	3875	3901
其他应收款	57	20	63	72	80
预付账款	142	124	184	215	235
存货	949	1097	1257	1466	1532
其他流动资产	717	445	724	1025	1300
非流动资产	2732	2936	3010	3138	3156
长期投资	382	368	372	374	378
固定资产	1290	1270	1280	1321	1365
无形资产	191	173	225	286	348
其他非流动资产	870	1125	1134	1157	1064
资产总计	8767	8958	10014	10926	11448
流动负债	1981	2101	2366	2627	2865
短期借款	476	959	800	923	854
应付票据及应付账款	688	931	939	1132	1089
其他流动负债	818	211	628	571	922
非流动负债	1403	885	826	1179	1479
长期借款	1023	471	341	424	397
其他非流动负债	381	414	485	755	1082
负债合计	3384	2986	3192	3806	4345
少数股东权益	4	1	1	1	1
股本	515	515	515	515	515
资本公积	2878	2902	2902	2902	2902
留存收益	1898	2478	3488	4852	6631
归属母公司股东权益	5378	5971	6821	7119	7102
负债和股东权益	8767	8958	10014	10926	11448

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	260	-69	733	1279	2213
净利润	295	602	1081	1451	1883
折旧摊销	212	218	225	298	385
财务费用	63	42	76	98	113
投资损失	112	-23	-6	-5	-4
营运资金变动	-612	-1223	-598	-565	-168
其他经营现金流	189	314	-45	2	3
投资活动现金流	-198	-169	-301	-403	-385
资本支出	330	400	127	101	112
长期投资	139	192	-3	-20	-4
其他投资现金流	271	423	-177	-321	-278
筹资活动现金流	93	-175	123	305	316
短期借款	-515	483	50	68	87
长期借款	119	-551	-130	83	-27
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-8	23	0	0	0
其他筹资现金流	497	-130	203	154	256
现金净增加额	154	-413	555	1181	2144

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3668	3950	5440	7335	9381
营业成本	2040	1834	2524	3393	4337
营业税金及附加	36	40	54	81	103
营业费用	205	241	305	411	516
管理费用	525	562	751	1012	1285
研发费用	232	332	424	572	713
财务费用	63	42	76	98	113
资产减值损失	-50	-90	27	37	47
其他收益	114	108	25	20	13
公允价值变动收益	30	22	5	7	2
投资净收益	-112	23	6	5	4
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	397	729	1316	1764	2285
营业外收入	18	4	4	3	3
营业外支出	19	4	25	29	33
利润总额	397	729	1295	1738	2255
所得税	101	127	214	287	372
净利润	295	602	1081	1451	1883
少数股东损益	-2	-3	0	0	0
归属母公司净利润	298	606	1081	1451	1883
EBITDA	664	1009	1569	2096	2707
EPS (元)	0.58	1.18	2.10	2.82	3.66

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-31.3	7.7	37.7	34.8	27.9
营业利润(%)	26.7	83.4	80.5	34.0	29.5
归属于母公司净利润(%)	14.9	103.5	78.5	34.2	29.8
获利能力					
毛利率(%)	44.4	53.6	53.6	53.7	53.8
净利率(%)	8.1	15.3	19.9	19.8	20.1
ROE(%)	5.5	10.1	15.3	17.1	18.2
ROIC(%)	4.6	8.4	12.7	14.0	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	38.6	33.3	31.9	34.8	38.0
净负债比率(%)	11.9	14.3	10.3	13.0	12.5
流动比率	3.0	2.9	3.0	3.0	2.9
速动比率	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	1.1	1.3	1.7	2.5	3.5
应付账款周转率	1.7	2.3	2.7	2.3	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	1.18	2.10	2.82	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	-0.13	1.42	2.49	4.30
每股净资产(最新摊薄)	10.45	11.60	13.70	16.48	20.10
估值比率					
P/E	86.2	42.4	23.7	17.7	13.6
P/B	4.8	4.3	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	39.6	26.3	16.8	12.8	10.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One561号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com