

振华科技 (000733) 2021 中报点评: 提质增效显成果, 打造新型高端军工电子平台型公司

行业分类: 国防军工

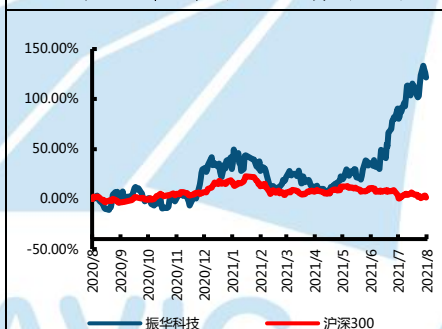
2021 年 8 月 30 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2021.8.27)	98.1

基础数据 (2021.8.27)

上证指数	3522.16
总股本 (亿股)	5.15
流通 A 股 (亿股)	5.15
21H1 资产负债率	36.63%
ROE (摊薄)	8.03%
PE (TTM)	68.10
PB (LF)	8.21

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 2021 年上半年公司实现营收 28.17 亿元 (+39.10%), 归母净利润 5.15 亿元 (+118.79%), 扣非归母净利润 4.93 亿元 (+155.93%), 毛利率 56.64% (+3.25pcts), 净利率 18.39% (+6.79pcts)。单季度来看, 2021Q2 公司实现营收 15.08 亿元 (+32.73%), 归母净利润 2.69 亿元 (+115.16%)

投资要点:

● 经营质量快速提升, 2021 年有望继续保持高增长。

公司隶属 CEC, 目前公司业务划分为两大板块: 一是以片式电阻、电容、电感、半导体二三极管、高压真空灭弧室、电池、电子材料、集成电路等为主的新型电子元器件板块; 二是信息化服务为主的现代服务业板块。

2020 年以来业绩全面高速增长, 经营质量全面提高, 公司营业收入在经历 2018、2019 年的下降后, 2020 年有所提升, 全年实现营收 39.5 亿元 (+7.67%); 归母净利润连续 5 年持续增长, 2020 年实现归母净利润 6.06 亿元 (+103.48%)。我们认为, **一方面**是公司通过结构调整转型升级, 高附加值产品在重点领域市场应用得到持续增强, 低收益、高风险业务调整压缩工作已完成 (2020 年公司已完成对持有的深圳通信其他应收款及委托贷款净额全额计提信用减值损失 1.09 亿元, 以及对振华新能源计提预期信用减值损失 1.15 亿元等一次性减值计提); **另一方面**, “十四五”期间公司下游航空、航天、电子、兵器、船舶及核工业领域重点型号逐步放量、军队信息化建设提速, 高端电子元器件企业增长确定性较强, 公司作为军工产业链上游企业, 新型电子元器件业务保持强劲增长, 2021H1 新型电子元器件几乎成为公司全部收入来源, 占总营收的 99.40%。**2021H1 公司具体 6 大子公司拆分来看:**

- 1) 振华新云 (军工钽电容): 营收 5.28 亿元 (+35.38%), 净利润 0.38 亿元 (-51.90%);
- 2) 振华永光 (半导体分立器件、模拟电路、功率模块): 营收 4.98 亿元 (+35.69%), 净利润 1.68 亿元 (+115.38%);
- 3) 振华云科 (片式厚膜固定电阻): 营收 4.34 亿元 (+39.10%), 净利润 1.17 亿元 (+62.50%);
- 4) 振华富电子 (片式电感器): 营收 3.44 亿元 (+18.62%), 净利润 1.21 亿元 (+83.33%);
- 5) 振华微电子 (厚膜混合集成电路及 IGBT): 营收 3.29 亿元 (+93.53%), 净利润 1.15 亿元 (+139.58%);

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

- **盈利能力持续提升，毛利率、净利率达到近年来最高水平**

2021H1 年公司毛利率 56.64% (+3.25pcts)，净利率 18.39% (+6.79pcts)，ROE 8.03% (+3.81pcts)，其中毛利率、净利率达到近年来最高水平，主要是国内高可靠新型电子元器件应用领域提质上量刚性需求的拉动。

- **管理费用大幅增长主要系退休人员的一次性费用计提，加大产品研发投入**

费用端来看，公司 2021H1 整体费用保持增长，其中管理费用 5.72 亿元 (+64.39%)，销售费用 1.51 亿元 (+11.88%)，财务费用 0.18 亿元 (-6.66%)；公司研发投入 2.14 亿元 (+56.46%)，根据公司公告，管理费用大幅增长主要原因为报告期公司及所属企业根据中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于国有企业退休人员社会化管理的指导意见》文件精神和工作要求，一次性计提统筹外费用 2.33 亿元，**我们认为一次性计提后公司减轻历史包袱**。报告期内研发投入大幅增长主要系企业加大产品研发投入所致，并取得研发成果：①在基础元器件领域，加快高性能 Si 基 IGBT、固体继电器、射频变压器、凸轮旋转开关等新型高端产品研发，突破高压大电流 IGBT 芯片设计制造等关键技术，多款新研产品性能达到国外对标产品水平；②在集成电路领域，主要围绕 EMI 电源滤波器、DC/DC 电源模块等进行攻关，形成多款模块样品，并提供用户试用；③在电子材料领域，完成了 3 款高介 LTCC 材料、1 款低介 LTCC 材料研发，突破了玻璃配方制备技术和瓷粉批生产技术，材料性能指标与国外水平相当。

- **资产负债表变化验证下游景气度，经营性现金流改善**

资产负债端来看，公司上半年应收账款+应收票据合计 41.71 亿元，较期初增加 22.12%，存货 13.37 亿元较期初增加 21.92%，主要系报告期内公司生产规模加大，采购原材料及在产品增加所致；预付款和应付款较期初分别增加 89.40% 和 34.90%，主要系设备和原材料采购增加。结合军工电子元器件采购及结算的特点，我们认为公司下游正处于高景气周期，正在积极备货生产，应对下游客户需求。

现金流量表来看，2021H1 公司经营性现金流净额 4.59 亿元 (+184.24%)，经营性现金流大幅好转主要系：一是报告期内销售商品、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加 6.34 亿元；二是上年同期参加 2019 年中国电子组织的应收账款证券化及 2019 年开展应收账款保理业务的企业支付代收的客户回款 6.07 亿元。

- **IGBT 产品逐步批量出货**

公司 IGBT 业务依托子公司振华微电子生产运营，2020 年末，公司已完成 31 款 IGBT 产品的研发，产品主要应用于航空电源、电机驱动和船舶电力系统等领域。公司拥有自主知识产权的第六代 IGBT 芯片设计和 IGBT 功率模块高可靠封装技术，可根据产品不同应用工况优化设计产品电参数和可靠性，以满足航天、航空、船舶、兵器等领域对高性能大功率半导体器件的需要。未来公司将持续拓展 IGBT 产品在特种行业领域的应用。

- **完善电子元器件产业生态链，不断加快向产业链前端延伸**

公司近年来通过持续的结构调整、转型升级，现已向核心业务新型电子元器件领域高度集中，公司为完善电子元器件产业生态链，不断加快向产业链前端延伸，不断丰富 MLCC 介质材料、LTCC 系列材料、贵金属浆料等电子功能材料产品谱系。目前公司的 MLCC/LTCC 材料已在航天、航空的重点客户试用，电子浆料已在所属企业配套使用，未来公司将通过能力建设，大幅提升产能，并重点推进超微型 MLCC 介质材料，以及低介、高介等 LTCC 材料研发。

- **振华新能源成功扭亏**

2020 年振华新能源亏损 1.35 亿元，前期销售汽车动力电池产品产生的应收账款，因欠款客户受市场变化及行业补贴政策的影响，停止经营或未能按法院调解协议、和解协议约定执行，振华新能源根据谨慎性原则，对该部分应收款项净额全额计提信用减值损失。振华新能源目前已完成产品转型，主要产品为消费类电池及特种电池，消费类电池的主要客户为安克、大疆等优质客户，经营状况已明显好转，2021H1 实现净利润 438.97 万。

➤ **投资建议：**

我们认为公司聚焦军工电子元器件业务，军用电容器业务将充分受益于未来两年军工行业的确定性增长，以及新型号武器装备放量引发的信息化含量提升效应，同时公司钽电容业务在业内具有较强竞争力，公司目前的产品持续受到下游应用领域提质上量拉动刚性需求拉动。基于以上逻辑，我们预测公司 2021 年、2022 年和 2023 年营业收入分别为

52.33 亿元，68.15 亿元和 84.81 亿元，2021 年、2022 年和 2023 年归母净利润分别 10.40 亿元、14.05 亿元和 18.17 亿元，EPS 分别为 2.02 元、2.73 元和 3.53 元，当前股价对应 PE 分别为 48.54 倍、35.94 倍、27.79 倍，我们给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；新型高可靠电子元器件研发不及预期。

➤ **盈利预测：**

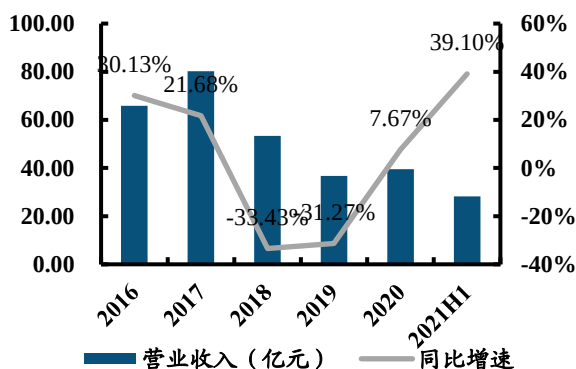
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3949.73	5233.39	6815.45	8481.14
增长率	7.67%	32.50%	30.23%	24.44%
归属母公司股东净利润	605.57	1040.48	1405.07	1817.40
增长率	103.48%	71.82%	35.04%	29.35%
每股收益 (EPS)	1.18	2.02	2.73	3.53

数据来源：wind，中航证券研究所



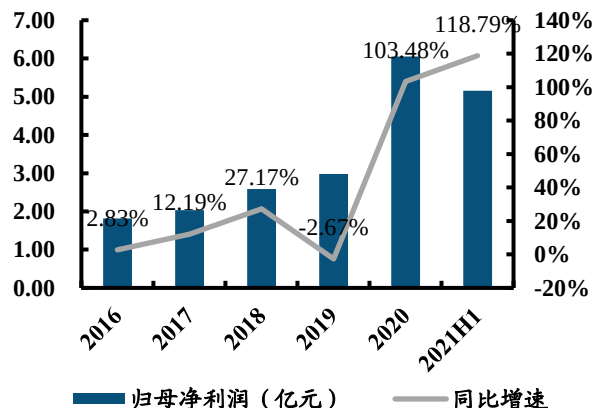
◆ 公司近 5 年及 21H1 主要财务数据

图 1: 公司近 5 年及 21H1 营业收入及增速情况



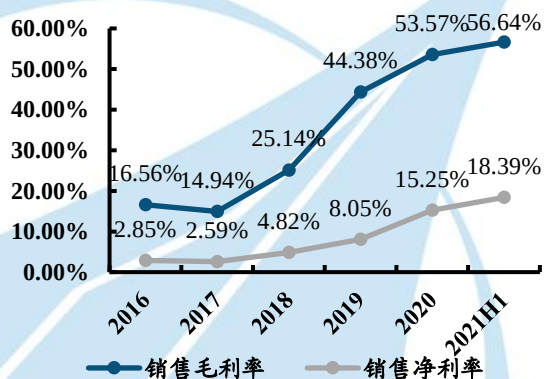
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年及 21H1 归母净利润及增速情况



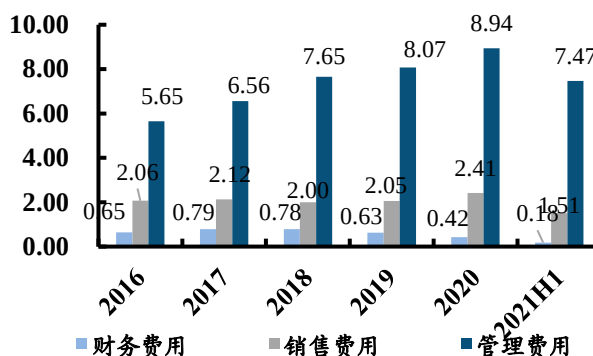
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年及 21H1 毛利率及净利率情况



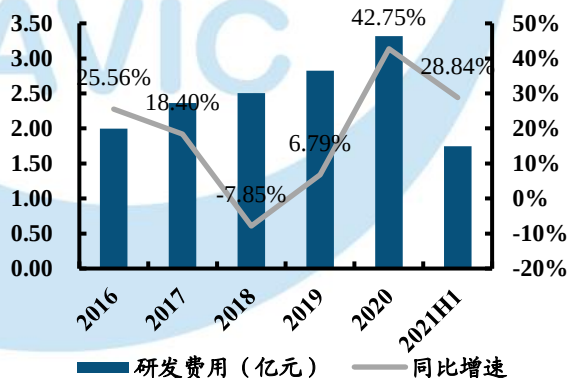
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司近 5 年及 21H1 三费情况 (亿元)



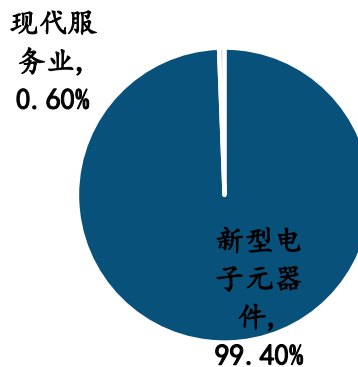
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 公司近 5 年及 21H1 研发费用情况



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021H1 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3949.73	5233.39	6815.45	8481.14
营业成本	1833.80	2308.45	3096.94	3695.23
营业税金及附加	39.98	51.98	68.34	84.64
销售费用	241.32	555.26	667.91	678.49
管理费用	562.48	1046.68	1257.45	1800.55
财务费用	41.76	4.71	3.41	1.70
资产减值损失	-90.34	0.00	0.00	0.00
投资收益	23.34	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	22.13	22.13	22.13	22.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	729.05	1288.65	1743.76	2243.33
其他非经营损益	0.29	1.71	2.49	1.32
利润总额	729.34	1290.37	1746.25	2244.65
所得税	126.84	256.56	349.25	438.29
净利润	602.50	1033.81	1397.00	1806.36
少数股东损益	-3.07	-6.66	-8.06	-11.04
归属母公司股东净利润	605.57	1040.48	1405.07	1817.40
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	917.69	942.01	1226.78	1526.61
应收和预付款项	3562.01	5063.58	6749.84	8432.99
存货	1096.83	1276.18	1781.95	2111.96
其他流动资产	445.23	347.65	395.30	515.74
长期股权投资	368.28	368.28	368.28	368.28
投资性房地产	647.88	488.78	522.82	532.32
固定资产和在建工程	1497.65	1403.33	1281.86	1139.76
无形资产和开发支出	173.39	167.92	162.45	156.98
其他非流动资产	249.07	221.08	192.55	162.76
资产总计	8958.03	10278.80	12681.84	14947.40
短期借款	958.60	718.35	1318.26	1371.10
应付和预收款项	1046.98	1131.43	1628.07	1888.79
长期借款	471.18	471.18	471.18	471.18
其他负债	508.94	718.78	628.26	773.91
负债合计	2985.71	3039.75	4045.78	4504.98
股本	514.81	514.81	514.81	514.81
资本公积	2901.60	2901.60	2901.60	2901.60
留存收益	2477.84	3518.32	4923.38	6740.78
归属母公司股东权益	5971.32	7244.72	8649.79	10467.19
少数股东权益	1.00	-5.67	-13.73	-24.77
股东权益合计	5972.32	7239.06	8636.06	10442.42
负债和股东权益合计	8958.03	10278.80	12681.84	14947.40
现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	-69.24	93.95	-76.18	448.91
投资活动现金流净额	-169.43	-21.08	-214.35	-188.82
筹资活动现金流净额	-174.68	-48.55	575.30	39.74
现金流量净额	-413.27	24.32	284.77	299.83

数据来源：WIND，中航证券研究所

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，中航证券研究所首席分析师。

宋博，SAC 执业证书号：S0640520090001，北京航空航天大学硕士，中航证券研究所军工分析师

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。