国防军工

公司报告

公司动态点评

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 08 月 26 日

市场数据

目前股价	39.96
总市值（亿元）	205.72
流通市值（亿元）	205.72
总股本（万股）	51,481
流通股本（万股）	51,481
12 个月最高/最低	52.30/14.48

分析师

分析师：吴彤 S1070520030004
☎ 0755-83667984
✉ wutong@cgws.com
分析师：胡浩淼 S1070520080001
☎ 0755-83516207
✉ huhaomiao@cgws.com

股价表现

数据来源：贝格数据

相关报告

<<剥离低效资产带来毛利率提升，聚焦高新电子建立业务护城河>> 2020-04-20

<<高新电子业务稳步向前，多元布局助力国防信息化>> 2020-02-06

核心业务提升毛利率，高新电子强化核心竞争力

——振华科技（000733）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5338	3668	4165	4812	5614
(+/-%)	-33.4%	-31.3%	13.5%	15.5%	16.7%
净利润（百万元）	259	298	384	514	677
(+/-%)	27.2%	14.9%	29.0%	34.0%	31.6%
摊薄 EPS（元/股）	0.50	0.58	0.75	1.00	1.31
PE	81	71	55	41	31

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司近日发布 2020 年半年报，公司 2020H1 实现营业收入 20.25 亿元，同比减少 6.82%；归属于上市公司股东的净利润 2.36 亿元，同比减少 2.84%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.93 亿元，同比增长 2.91%。

- **营业收入剔除公司剥离业务有所增长：**公司 2020H1 实现营业收入 20.25 亿元，同比减少 6.82%。公司去年放弃对深圳通信的控股权并从 2019 年 5 月起将其移出合并报表范围，导致今年上半年营业收入规模有所缩减。如若剔除深圳通信所在业务板块去年 3.28 亿营收的影响，公司营收同比增长达到 8.99%。在 2020 年 Q1 疫情严峻，人民经济生产受到严重影响的情况下，公司业绩表现亮眼。其中核心业务新型元器件通过加大市场开拓，营收达到 20.11 亿元，同比增长 9.76%，占公司总营收的 99.30%。

- **聚焦核心主业带来毛利率提升：**公司在剥离低效资产的同时，也注重自身主业高新电子的发展，建立业务护城河。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。2020H1 公司整体毛利率 53.39%，同比提高 12.21pct。其中公司新型电子元器件累计实现利润总额 3.94 亿元，同比增长 44.77%，毛利率达到 53.17%，同比提高 5.75pct。

- **管理费用提升在一定程度上拖累公司净利润：**费用方面，公司管理费用 2020H1 达到 3.78 亿元，同比上升 20.82%，在一定程度上拖累公司净利润。然而管理费用增加原因系 2019 年效益增长，职工薪酬较上年同期增加。员工激励有助于公司留住人才，利好公司后续长期稳定发展。除此之外，公司销售费用、财务费用和研发投入分别为 1.35、0.20、1.37 亿元，较去

年分别变动 9.10%、-48.1%、0.40%。

- **主要子公司盈利能力有不同程度加强，营收规模、净利润双双提升：**其中营收规模最大的 3 家子公司振华新云、振华永光和振华云科营收分别为 3.90、3.67 和 3.12 亿元，净利润达到 0.79、0.78、0.72 亿元，分别较去年同期提升 76.02%、41.42%和 73.49%，成绩亮眼。我们认为，自中美贸易摩擦以来，相关国内企业势必加快国产化进程，转向部分甚至全部国内配套，国内电子元器件产品市场和电子功能材料市场将迎来新一轮的竞争和发展的机遇，当前公司各子公司聚焦新型电子元器件不同板块，着力科技创新顶层设计，在行业内具有领先优势，后续业绩弹性较大，发展值得期待。

- **聚焦高新电子，强化核心竞争力：**公司聚焦新型电子元器件，在性能、质量以及市场占有率上均处于国内同类产品先进水平，在行业中处于不可替代的地位。新型电子元器件在国产化“刚性需求”和国内产业转型升级牵引下，迎来了持续稳定增长期，公司国产化、高可靠性产品品种规格得到持续增加，在国内高新领域的行业地位得到进一步巩固。同时公司加大科技投入、关键技术攻关，科技创新能力进一步增强。公司除了在原有优势产品基础上推进产品技术升级之外，也完成了多款 IGBT 芯片研制和国内首个 IGBT 特种行业标准编制、加快 LTCC 介质材料、MLCC 介质材料的研发进程，LTCC 工艺技术国内领先;晶界层陶瓷基片研发成功，关键指标达到国内领先水平。

- **优质体外资产注入可期：**公司股东中国振华产业庞大，目前旗下仍有多个未证券化资产，这些未证券化的电子元器件企业目前是我国主要的集成电路专业厂家，稀缺性较强，走产融结合资本市场道路将有助于企业的快速发展。振华科技是控股股东中国振华旗下唯一上市平台，且公司有被中国振华资产注入的先例，并入振华科技或许是这些优质资产证券化的首要选择。其中，成都华微是国内集成电路设计领军企业、国产 FPGA 重点扶持发展的龙头创新型企业；振华风光在高压大电流功率驱动和 RDC 领域处于国内领先水平。

- **投资建议：**公司高新电子业务稳步向前，主业聚焦、多元布局助力国防信息化。受益于行业国产配套需求和 5G、AI、物联网等新一代技术应用，我们预计公司 2020-2022 营业收入分别为 41.65、48.12 和 56.14 亿元，实现归母净利润分别为 3.84、5.14 和 6.77 亿元，EPS 分别为 0.75、1.00 和 1.31 元，市盈率分别为 55X、41X 和 31X，持续覆盖，维持“推荐”的投资评级。

- **风险提示：**疫情影响订单交付；应收账款上升风险；国内全要素生产率低迷，长期潜在增长率有放缓趋势；行业竞争加剧；原材料价格波动。优质体外资产注入存在不确定性；军品订单不及预期；新能源产业转型发展不及预期；资产减值风险。

附：盈利预测表

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5337.57	3668.28	4164.81	4811.95	5613.65
营业成本	3995.55	2040.44	2289.50	2600.51	3009.38
营业费用	199.95	205.29	233.23	257.44	280.68
管理费用	514.72	524.51	562.25	635.18	729.77
研发费用	217.67	232.44	264.05	336.84	381.73
财务费用	77.97	63.31	78.50	97.46	116.53
其他收益	99.33	114.07	106.70	110.39	108.54
投资净收益	33.26	-112.11	-129.07	-120.59	-124.83
营业利润	313.72	397.44	514.34	687.45	904.59
营业外收支	-7.70	-0.68	-2.37	-1.52	-1.94
利润总额	306.02	396.76	511.97	685.92	902.65
所得税	48.91	101.45	130.91	175.38	230.80
少数股东损益	-1.85	-2.30	-2.85	-3.90	-5.08
净利润	258.96	297.61	383.92	514.44	676.93

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7451.80	6034.29	6686.34	7687.05	8604.50
货币资金	1319.17	1341.11	1641.22	2200.65	2532.65
应收票据应收账款	4081.96	2828.70	3121.03	3294.91	3722.15
其他应收款	18.91	57.18	29.21	70.60	45.84
存货	1416.96	948.77	1042.11	1219.21	1397.64
非流动资产	2685.30	2732.31	2738.34	2784.42	2901.27
固定资产	1390.40	1289.65	1343.06	1423.05	1522.77
资产总计	10137.09	8766.60	9424.68	10471.46	11505.77
流动负债	3847.86	1980.84	2354.88	2770.69	3035.77
短期借款	990.48	475.67	700.00	700.00	700.00
应付账款	1680.04	687.66	789.44	944.23	1062.02
非流动负债	1319.95	1403.41	1332.13	1477.00	1599.80
长期借款	903.80	1022.54	914.03	1077.52	1191.02
负债合计	5167.80	3384.25	3687.00	4247.70	4635.57
股东权益	4969.29	5382.35	5737.68	6223.77	6870.19
股本	514.81	514.81	514.81	514.81	514.81
留存收益	1341.60	1898.01	2240.54	2699.73	3306.48
少数股东权益	144.76	4.07	1.22	-2.69	-7.77
负债和股东权益	10137.09	8766.60	9424.68	10471.46	11505.77

现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	318.13	259.51	530.71	832.33	717.64
其中营运资本减少	-764.94	568.52	-255.77	-123.46	-430.38
投资活动现金流	-685.76	-198.07	-332.94	-393.86	-476.50
资本支出	258.11	330.04	17.86	43.01	97.41
筹资活动现金流	751.64	92.59	102.34	120.96	90.85
现金净增加额	384.14	154.17	300.11	559.43	332.00

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	-33.4%	-31.3%	13.5%	15.5%	16.7%
营业成本增长	-41.4%	-48.9%	12.2%	13.6%	15.7%
营业利润增长	32.2%	26.7%	29.4%	33.7%	31.6%
利润总额增长	20.6%	29.6%	29.0%	34.0%	31.6%
净利润增长	27.2%	14.9%	29.0%	34.0%	31.6%
获利能力					
毛利率(%)	25.1%	44.4%	45.0%	46.0%	46.4%
销售净利率(%)	4.8%	8.1%	9.1%	10.6%	12.0%
ROE(%)	5.2%	5.5%	6.6%	8.2%	9.8%
ROIC(%)	4.9%	6.0%	6.9%	8.9%	10.6%
营运效率					
销售费用/营业收入	3.7%	5.6%	5.6%	5.4%	5.0%
管理费用/营业收入	9.6%	14.3%	13.5%	13.2%	13.0%
研发费用/营业收入	4.1%	6.3%	6.3%	7.0%	6.8%
财务费用/营业收入	1.5%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%
投资收益/营业利润	10.6%	-28.2%	-25.1%	-17.5%	-13.8%
所得税/利润总额	16.0%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
应收账款周转率	1.34	1.06	1.40	1.50	1.60
存货周转率	2.91	1.73	2.30	2.30	2.30
流动资产周转率	0.78	0.54	0.65	0.67	0.69
总资产周转率	0.56	0.39	0.46	0.48	0.51
偿债能力					
资产负债率(%)	51.0%	38.6%	39.1%	40.6%	40.3%
流动比率	1.94	3.05	2.84	2.77	2.83
速动比率	1.41	2.13	2.03	2.01	2.08
每股指标（元）					
EPS	0.50	0.58	0.75	1.00	1.31
每股净资产	9.37	10.45	11.14	12.09	13.36
每股经营现金流	-0.47	2.48	1.03	1.62	1.39
每股经营现金/EPS	-0.93	4.28	1.38	1.62	1.06
估值比率					
P/E	81.49	70.90	54.96	41.02	31.17
PEG	7.18	4.36	2.45	1.60	0.99
P/B	4.37	3.92	3.68	3.39	3.07
EV/EBITDA	38.12	34.76	30.71	23.70	19.06
EV/SALES	4.28	5.93	5.20	4.43	3.78
EV/IC	2.95	2.95	2.73	2.46	2.22
ROIC/WACC	0.91	1.11	1.29	1.66	1.98
REP	3.23	2.66	2.12	1.48	1.12

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126　传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES