

2019年07月01日

天和防务 (300397.SZ)

## 军民双轮驱动，中报扭亏为盈，国内 5G 环形器&隔离器标杆

■事件：7月1日晚，公司公布2019年半年度业绩预告，上半年公司预计实现归母净利润4300.00万~4800.00万，上年同期亏损5248.16万元。

■公司中报业绩扭亏为盈，主要因为主营业务收入同比大幅增长。公司预计上半年非经常性损益对公司H1净利润的影响约为1211.85万，则扣非后归母净利润预计区间为3088.15~3588.15万元。**军品业务方面：**报告期内军品订单增加，2018年12月27日与国内军方某部签订了《订购合同》，金额2392.08万元；1月23日公司公告与国内军方某部签订1.1亿元合同。其中，一季报确认收入7225.60万元。根据一季报，公司Q1新增数量分散的订单1.69亿元。而一季度未执行完的订单金额7396.73万元。**民品业务方面：**公司通信电子产品订单增加，产能逐步提升，5G相关产品已实现批量生产销售，报告期内通信电子业务收入同比大幅增长。

■5G国产化替代先锋，环形器&隔离器、铁氧体龙头。2015年，公司收购华扬通信，进军民用移动通信领域；2016年收购南京彼奥，强化铁氧体材料体系；目前，公司围绕5G的国产化替代，专注于隔离器、射频微波小信号器件、射频单芯片等产品，重点客户已经开始批量采购公司的环形器、隔离器，部分产品已形成持续、稳定的订单收入。

■5G Massive MIMO 技术应用，环形器和隔离器用量大幅增加，市场空间将达到4G的数倍。5G时代网络容量要求较4G有很大的提高，Massive MIMO（大规模天线）是提升网络容量的关键技术之一。为支持该技术，5G天线通道数将大幅增加，单扇面天线通道数从4G时期的4通道、8通道，大幅增加到64通道，通道数增加带来射频器件的用量翻倍增加。另外，由于工作频段的提升，5G建站密度将较4G也将有所提升。因此在5G时代，环形器和隔离器的使用量将大幅增加。

■中美科技博弈背景下，5G时代国产化替代大潮不可抵挡。5G时期，产业链国内企业将继续向更上游突破，逐步实现更多通信射频领域的国产替代，公司作为相关领域国产替代首选将势将不可挡。天和防务将迎来参与全球5G建设的大机遇，有望实现环形器、隔离器及上游材料市占率的进一步提升。

■投资建议：我们预计公司2019年~2021年的收入分别为5.71亿元(+116.3%)、12.29亿元(+115.3%)、18.59亿元(+51.3%)，归属上市公司股东的净利润分别为1.03亿元、2.97亿元(+188.4%)、4.23亿元(+42.3%)，对应EPS分别为0.43元、1.24元、1.76元，对应PE分别为49倍、17倍、12倍。结合公司未来在5G带动下的发展预期，我们维持“买入-A”投资评级，维持目标价25.20元。

■风险提示：5G进展不达预期，短期内军工订单确认收入进度不确定性大。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	354.1	264.0	570.9	1,229.1	1,859.1
净利润	70.1	-170.2	103.0	297.1	422.7
每股收益(元)	0.29	-0.71	0.43	1.24	1.76
每股净资产(元)	5.10	4.38	4.76	6.02	7.78

## 公司快报

证券研究报告

兵器兵装

投资评级 **买入-A**

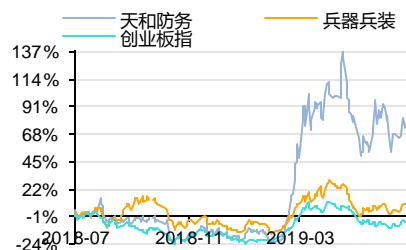
维持评级

6个月目标价：**25.2元**  
股价(2019-07-01) **21.15元**

### 交易数据

总市值(百万元)	5,076.00
流通市值(百万元)	3,265.56
总股本(百万股)	240.00
流通股本(百万股)	154.40
12个月价格区间	9.10/28.18元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.01	-7.72	76.85
绝对收益	-7.32	-15.13	76.1

夏彦生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020003

xials@essence.com.cn

021-35082732

彭虎

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120001

penghu@essence.com.cn

杨臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080005

yangzhen@essence.com.cn

### 相关报告

天和防务：天和防务深度报告：军民融合先锋，5G 环形器&铁氧体龙头/夏彦生

2019-02-28

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	72.4	-29.8	49.3	17.1	12.0
市净率(倍)	4.1	4.8	4.4	3.5	2.7
净利润率	19.8%	-64.5%	18.0%	24.2%	22.7%
净资产收益率	5.7%	-16.2%	9.0%	20.5%	22.6%
股息收益率					
ROIC	8.5%	-20.4%	10.6%	29.7%	28.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	354.1	264.0	570.9	1,229.1	1,859.1	成长性					
减:营业成本	192.3	174.8	342.9	683.2	1,008.9	营业收入增长率	62.4%	-25.4%	116.3%	115.3%	51.3%
营业税费	4.8	5.0	9.0	19.8	31.6	营业利润增长率	-230.5%	-277.1%	-148.9%	235.4%	42.9%
销售费用	31.1	35.2	40.0	90.0	134.0	净利润增长率	-199.1%	-342.8%	-160.5%	188.4%	42.3%
管理费用	100.6	78.6	85.6	98.3	148.7	EBITDA 增长率	-254.3%	-194.4%	-244.3%	151.4%	60.8%
财务费用	17.6	-14.6	-1.3	9.2	57.6	EBIT 增长率	-202.3%	-255.6%	-160.8%	249.5%	56.2%
资产减值损失	137.1	132.4	12.0	9.0	14.0	NOPLAT 增长率	-192.2%	-305.0%	-144.9%	270.6%	54.2%
加:公允价值变动收益	-	-	13.2	-2.6	-2.7	投资资本增长率	-14.7%	-13.5%	32.2%	59.5%	85.1%
投资和汇兑收益	213.2	4.1	1.4	9.4	4.9	净资产增长率	6.7%	-13.8%	8.2%	25.1%	27.9%
营业利润	112.3	-198.8	97.3	326.4	466.4	利润率					
加:营业外净收支	0.3	-0.2	24.0	3.6	9.1	毛利率	45.7%	33.8%	39.9%	44.4%	45.7%
利润总额	112.6	-199.0	121.3	330.0	475.6	营业利润率	31.7%	-75.3%	17.0%	26.6%	25.1%
减:所得税	35.7	-29.4	18.2	32.6	52.4	净利润率	19.8%	-64.5%	18.0%	24.2%	22.7%
净利润	70.1	-170.2	103.0	297.1	422.7	EBITDA/营业收入	35.9%	-45.4%	30.3%	35.4%	37.6%
						EBIT/营业收入	28.7%	-59.8%	16.8%	27.3%	28.2%
						运营效率					
						固定资产周转天数	277	503	327	222	243
						流动营业资本周转天数	471	406	153	139	189
						流动资产周转天数	1,000	1,080	371	276	342
						应收帐款周转天数	339	306	97	80	161
						存货周转天数	191	247	92	84	78
						总资产周转天数	1,648	2,047	928	593	645
						投资资本周转天数	984	1,133	564	387	448
						投资回报率					
						ROE	5.7%	-16.2%	9.0%	20.5%	22.6%
						ROA	4.8%	-12.1%	6.7%	11.9%	10.2%
						ROIC	8.5%	-20.4%	10.6%	29.7%	28.7%
						费用率					
						销售费用率	8.8%	13.3%	7.0%	7.3%	7.2%
						管理费用率	28.4%	29.8%	15.0%	8.0%	8.0%
						财务费用率	5.0%	-5.5%	-0.2%	0.7%	3.1%
						三费/营业收入	42.2%	37.6%	21.8%	16.1%	18.3%
						偿债能力					
						资产负债率	19.0%	20.1%	21.6%	39.6%	53.4%
						负债权益比	23.4%	25.2%	27.5%	65.6%	114.5%
						流动比率	3.44	2.63	2.88	2.24	1.86
						速动比率	2.79	1.89	2.29	1.47	1.58
						利息保障倍数	5.78	10.84	-72.72	36.62	9.09
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率					

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	287.1	195.9	85.6	159.8	223.1
交易性金融资产	10.3	-	3.4	4.6	2.7
应收帐款	265.1	183.6	124.1	422.2	1,240.3
应收票据	16.7	42.9	17.3	119.2	155.1
预付帐款	20.2	15.3	64.5	85.6	135.0
存货	176.9	185.0	106.5	466.6	334.9
其他流动资产	155.5	29.4	122.5	102.5	84.8
可供出售金融资产	41.1	41.1	30.7	37.6	36.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
固定资产	367.1	371.3	665.4	851.7	1,656.9
在建工程	0.8	16.1	-34.0	-73.9	-66.6
无形资产	89.4	104.5	203.5	201.5	192.0
其他非流动资产	168.8	212.8	151.8	128.6	158.1
资产总额	1,601.9	1,400.5	1,543.9	2,508.5	4,155.4
短期债务	-	23.0	1.1	110.9	467.2
应付帐款	209.3	173.6	53.4	349.8	536.5
应付票据	1.0	15.5	2.5	7.2	34.4
其他流动负债	60.2	35.6	125.1	140.8	128.8
长期借款	-	-	-	250.8	945.0
其他非流动负债	33.1	33.9	151.0	134.0	106.3
负债总额	303.6	281.6	333.1	993.4	2,218.2
少数股东权益	74.3	68.7	68.8	69.2	69.6
股本	240.0	240.0	240.0	240.0	240.0
留存收益	983.6	809.3	902.0	1,206.0	1,627.6
股东权益	1,298.3	1,118.9	1,210.8	1,515.2	1,937.2

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	77.0	-169.6	103.0	297.1	422.7
加:折旧和摊销	27.3	41.0	77.1	99.6	175.8
资产减值准备	137.1	132.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	13.2	-2.6	-2.7
财务费用	5.2	-11.6	-1.3	9.2	57.6
投资损失	-213.2	-4.1	-1.4	-9.4	-4.9
少数股东损益	6.9	0.6	0.1	0.3	0.5
营运资金的变动	176.8	-126.7	145.9	-434.5	-608.4
经营活动产生现金流量	103.3	-213.7	336.7	-40.3	40.6
投资活动产生现金流量	135.4	31.0	-415.1	-243.8	-969.1
融资活动产生现金流量	-137.4	24.2	-31.8	358.2	991.8

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.29	-0.71	0.43	1.24	1.76
BVPS(元)	5.10	4.38	4.76	6.02	7.78
PE(X)	72.4	-29.8	49.3	17.1	12.0
PB(X)	4.1	4.8	4.4	3.5	2.7
P/FCF	55.5	-186.7	-30.4	97.9	56.1
P/S	14.3	19.2	8.9	4.1	2.7
EV/EBITDA	33.8	-16.5	28.6	12.1	8.9
CAGR(%)	56.9%	-	-	56.9%	-235.6%
PEG	1.3	0.1	-0.2	0.3	-0.1
ROIC/WACC	0.8	-1.9	1.0	2.8	2.7
REP	6.0	-1.3	4.8	1.1	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

夏庐生、彭虎、杨臻声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034