

2020年04月27日

天和防务 (300397.SZ)

2020年一季报点评：军工订单充足，通信电子业务快速增长

■事件：4月26日，天和防务发布2020年一季度报告。2020年1~3月，公司实现营业收入2.85亿元，同比增长72.99%；实现归母净利润0.25亿元，同比增长10.09%；实现扣非后归母净利润0.18亿元，同比下滑14.67%。

■2020 Q1 订单交付受疫情影响略有延后，但军工订单稳定，通信收入增长，经营性现金流量大增。公司Q1单季实现扣非后归母净利润0.18亿元，同比下滑14.67%。主要因为短期内受新冠肺炎疫情影响，公司科研、生产经营受到了一定影响。

- 军品业务受疫情防控影响较计划有所延迟，但公司在手订单充足：公司旗下天伟电子2019年末与国内军方某部签订了《某型便携式防空导弹指挥系统订购合同》，合同金额1.1亿。本报告期内，公司新增数量分散的订单4.94亿元，未执行完的订单金额为3.89亿元。
- 通信电子业务在2019年实现营收6.25亿，增长245.19%，营收占比达到72%，已经成为核心贡献。2020年Q1通信电子业务收入稳定增长，较上年同期大幅增加，公司已经成为全球6大设备商的主力供应商。从现金流看，公司Q1单季销售商品、提供劳务收到的现金为1.86亿元，同比增长105.81%；经营性现金流量净额0.26亿，同比增长333.23%，体现通信电子主业增长强劲。

我们预计今年随着军队信息化建设及5G规模化交付进入高峰，公司5G和军工业务将有望维持高速增长。

■5G 环形器&隔离器、铁氧体龙头，2019年稳定出货，经营走上正轨。2015年，公司收购华扬通信，进军民用移动通信领域。2016年公司收购南京彼奥，强化铁氧体材料体系。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2019年已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。另外，公司自研针对5G应用的开关、LNA、小信号放大器已经进入小批量验证阶段。2019年，公司环形器&隔离器运营主体华扬通实现营收5.63亿，同比增长315.54%（上年为15.91%）；实现净利润1.14亿，同比增长1676.19%（上年为39.64%）。南京彼奥实现净利润0.49亿元，同比增338.21%（上年为下降12.29%）。另外，2019年公司电子元器件业务整体毛利率上升到了40.19%，同比增加4.8个pct；随着5G进入规模化建设阶段，公司通信业务经营走上发展快车道。

■5G 时代国产化替代大潮势不可挡，拳头产品市占率有望大幅提升。5G时代，Massive MIMO 中环形器和隔离器的使用量将大幅增加，市场空间倍增。同时，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。公司有望基于自身铁氧体材料积累和环形器、隔离器、高集成的微波SOC芯片等拳头产品，实现市占率的进一步提升。

■投资建议：我们预计公司2020年~2022年的收入分别为12.2亿元(+40.6%)、

公司快报

证券研究报告

兵器兵装

投资评级 **买入-A**

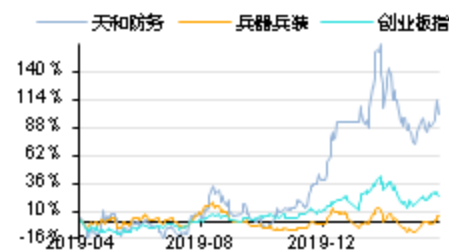
维持评级

股价 (2020-04-24) **42.31 元**

交易数据

总市值 (百万元)	10,154.40
流通市值 (百万元)	6,515.79
总股本 (百万股)	240.00
流通股本 (百万股)	154.00
12个月价格区间	17.71/55.97 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.84	-0.47	59.02
绝对收益	4.81	3.47	79.89

夏庐生

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：天和防务中报预告点评：军民双轮驱动，中报扭亏为盈，国内5G环形器&隔离器标杆/夏庐生 2019-07-01
- 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/夏庐生 2019-02-28

17.17 亿元 (+40.8%)、22.32 亿元 (+30%)，归属上市公司股东的净利润分别为 2.97 亿元 (+242.5%)、4.23 亿元 (+42.2%)、5.44 亿元 (+29%)，对应 EPS 分别为 1.24 元、1.76 元、2.26 元，对应 PE 分别为 34 倍、24 倍、19 倍，维持“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**全球疫情对下游需求的影响，军工订单确认进度具有不确定性。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	264.0	867.8	1,219.9	1,717.0	2,232.4
净利润	-170.2	86.8	297.2	422.9	543.6
每股收益(元)	-0.71	0.36	1.24	1.76	2.26
每股净资产(元)	4.38	4.73	6.14	7.90	10.17

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	-59.7	117.0	34.2	24.0	18.7
市净率(倍)	9.7	8.9	6.9	5.4	4.2
净利润率	-64.5%	10.0%	24.4%	24.6%	24.3%
净资产收益率	-16.2%	7.6%	20.2%	22.3%	22.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-20.4%	18.3%	29.8%	31.5%	33.8%

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	264.0	867.8	1,219.9	1,717.0	2,232.4	成长性					
减:营业成本	174.8	488.5	690.5	964.1	1,253.5	营业收入增长率	-25.4%	228.7%	40.6%	40.8%	30.0%
营业税费	5.0	10.7	13.7	19.2	25.0	营业利润增长率	-277.1%	-184.5%	102.3%	42.3%	28.6%
销售费用	35.2	50.5	67.7	95.3	123.9	净利润增长率	-342.8%	-151.0%	242.5%	42.3%	28.5%
管理费用	78.6	78.6	109.8	154.5	200.9	EBITDA 增长率	-194.4%	-345.1%	38.3%	38.9%	24.7%
财务费用	-14.6	-5.8	0.6	-1.1	-2.7	EBIT 增长率	-255.6%	-256.9%	37.4%	41.8%	28.3%
资产减值损失	132.4	-6.7	12.0	9.0	14.0	NOPLAT 增长率	-305.0%	-177.6%	110.9%	41.8%	28.3%
加:公允价值变动收益	-	-	12.8	-1.9	0.3	投资资本增长率	-13.5%	29.6%	34.3%	19.6%	33.8%
投资和汇兑收益	4.1	1.5	1.4	9.5	3.6	净资产增长率	-13.8%	13.0%	26.7%	26.4%	26.9%
营业利润	-198.8	168.0	339.7	483.6	621.7	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	毛利率	33.8%	43.7%	43.4%	43.9%	43.9%
利润总额	-199.0	168.4	340.2	484.1	622.2	营业利润率	-75.3%	19.4%	27.8%	28.2%	27.8%
减:所得税	-29.4	21.9	42.7	60.7	78.0	净利润率	-64.5%	10.0%	24.4%	24.6%	24.3%
净利润	-170.2	86.8	297.2	422.9	543.6	EBITDA/营业收入	-45.4%	33.9%	33.3%	32.9%	31.6%
						EBIT/营业收入	-59.8%	28.5%	27.9%	28.1%	27.7%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	503	154	118	101	83
货币资金	195.9	142.2	198.8	321.3	363.9	流动营业资本周转天数	406	119	138	132	154
交易性金融资产	-	-	10.0	10.0	10.0	流动资产周转天数	1,080	334	322	292	314
应收账款	183.6	374.7	438.6	610.7	815.5	应收帐款周转天数	306	116	120	110	115
应收票据	42.9	70.5	85.3	134.1	151.2	存货周转天数	247	106	106	84	106
预付帐款	15.3	13.9	28.3	30.7	45.9	总资产周转天数	2,047	663	595	520	495
存货	185.0	324.6	396.6	406.8	902.4	投资资本周转天数	1,133	367	345	309	302
其他流动资产	29.4	30.0	71.7	43.7	48.5	投资回报率					
可供出售金融资产	41.1	-	40.0	40.0	40.0	ROE	-16.2%	7.6%	20.2%	22.3%	22.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-12.1%	8.2%	13.3%	15.6%	15.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-20.4%	18.3%	29.8%	31.5%	33.8%
投资性房地产	2.7	7.8	7.8	7.8	7.8	费用率					
固定资产	371.3	370.3	431.5	533.1	494.7	销售费用率	13.3%	5.8%	5.6%	5.6%	5.6%
在建工程	16.1	29.8	126.4	201.3	181.1	管理费用率	29.8%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
无形资产	104.5	203.0	259.8	255.8	244.6	财务费用率	-5.5%	-0.7%	0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	212.8	226.9	146.4	122.3	113.2	三费/营业收入	37.6%	14.2%	14.6%	14.5%	14.4%
资产总额	1,400.5	1,793.8	2,241.3	2,717.5	3,418.9	偿债能力					
短期债务	23.0	31.0	12.7	-	7.4	资产负债率	20.1%	29.5%	28.5%	25.5%	24.8%
应付帐款	173.6	339.5	285.8	426.6	604.1	负债权益比	25.2%	41.8%	39.9%	34.2%	33.0%
应付票据	15.5	49.5	5.1	8.6	9.6	流动比率	2.63	1.91	2.80	2.79	3.20
其他流动负债	35.6	81.0	135.4	122.8	109.7	速动比率	1.89	1.26	1.90	2.06	1.96
长期借款	-	-	49.0	-	23.4	利息保障倍数	10.84	-43.01	556.07	-455.95	-233.05
其他非流动负债	33.9	28.1	151.0	134.0	95.0	分红指标					
负债总额	281.6	529.1	639.1	691.9	849.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	68.7	128.5	128.9	129.3	129.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	240.0	240.0	240.0	240.0	240.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	809.3	896.1	1,233.3	1,656.2	2,199.8						
股东权益	1,118.9	1,264.7	1,602.2	2,025.6	2,569.7						
						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	-0.71	0.36	1.24	1.76	2.26
现金流量表						BVPS(元)	4.38	4.73	6.14	7.90	10.17
净利润	-170.2	86.8	297.2	422.9	543.6	PE(X)	-59.7	117.0	34.2	24.0	18.7
加:折旧和摊销	41.0	50.8	66.4	82.6	85.7	PB(X)	9.7	8.9	6.9	5.4	4.2
资产减值准备	132.4	27.9	-	-	-	P/FCF	-373.5	-76.3	-721.8	103.8	308.9
公允价值变动损失	-	-	12.8	-1.9	0.3	P/S	38.5	11.7	8.3	5.9	4.5
财务费用	-11.6	-5.1	0.6	-1.1	-2.7	EV/EBITDA	-16.5	23.6	24.6	17.5	14.0
投资损失	-4.1	-1.5	-1.4	-9.5	-3.6	CAGR(%)	-235.6%	54.8%	57.0%	-235.6%	54.8%
少数股东损益	0.6	59.8	0.3	0.5	0.6	PEG	0.3	2.1	0.6	-0.1	0.3
营运资金的变动	-126.7	-114.2	-49.7	-64.9	-602.4	ROIC/WACC	-2.0	1.8	2.8	3.0	3.2
经营活动产生现金流量	-213.7	81.1	326.3	428.6	21.5	REP	-1.3	4.0	2.6	2.0	1.4
投资活动产生现金流量	31.0	-144.2	-339.7	-245.5	-12.4						
融资活动产生现金流量	24.2	16.0	70.0	-60.6	33.4						

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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn	
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
黎欢		深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
聂欣		深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
巢莫雯		深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
杨萍		深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@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