

公司调研点评

天孚通信 (300394)

通信 | 通信设备

产业定位清晰，有望受益于 5G+数通市场

2019 年 11 月 12 日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 首次

合理区间 **37.10-40.28 元**

交易数据

当前价格 (元)	33.49
52 周价格区间 (元)	22.73-41.30
总市值 (百万)	6661.22
流通市值 (百万)	5885.84
总股本 (万股)	19890.19
流通股 (万股)	17574.91

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
天孚通信	-7.87	11.3	24.98
通信设备	-7.06	0.25	11.94

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

张看

zhangkan@cfzq.com

分析师

0731-89955704

研究助理

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	337.99	442.89	545.64	752.98	986.41
净利润 (百万元)	111.23	135.53	169.77	211.58	246.33
每股收益 (元)	0.56	0.68	0.85	1.06	1.24
每股净资产 (元)	4.07	5.38	5.84	6.35	6.94
P/E	61.96	50.85	40.60	32.57	27.98
P/B	8.52	6.44	5.93	5.46	5.00

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

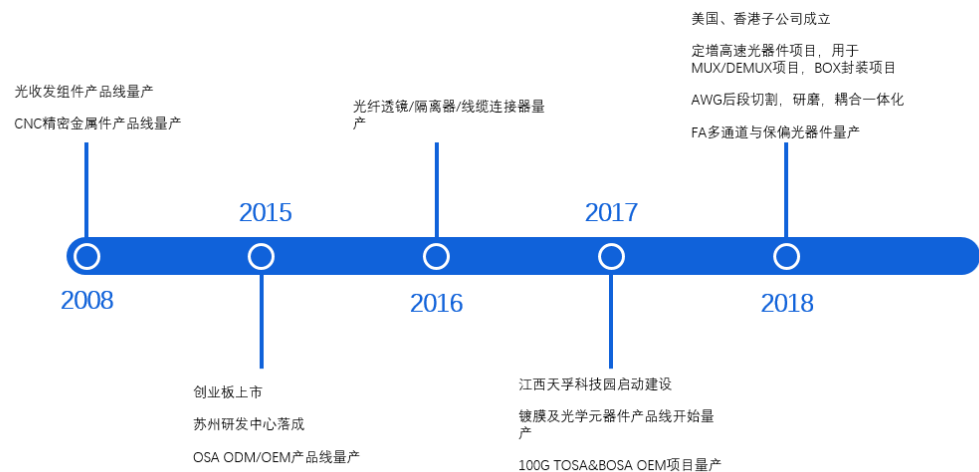
- 战略布局清晰，定位为“无源器件整体解决方案”和“高速率光器件封装 OEM”厂商。**天孚通信以陶瓷套管起家，逐渐由基础光器件向隔离器组件、光学透镜、MUX/DEMUX 等具备更高附加值的高端光器件进行品类拓展，先后围绕 OMS 平台的战略定位，形成了七大产品解决方案的综合布局，为下游客户提供垂直整合一站式解决方案。具体包括高速率同轴器件封装解决方案、高速率 BOX 器件封装解决方案、AWG 系列光器件无源解决方案等。战略定位进一步清晰。
- 营收稳定增长，利润迅速提升。**2019 年前三季度营业收入 3.84 亿元，同比增长 18.18%，实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 38.47%。其中单三季度实现营收 1.35 亿元，同比增长 14.71%，实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 30.21%。
- 海外销售收入增加提升毛利率，费用率保持稳定。**公司海外业务主要为数通产品，由于数通高速率产品用到更多的高端光器件以及海外客户对可靠性的重视，2019H1 海外业务收入同比增长 44.52%，毛利率达到 61.54%，较国内业务毛利率高出超过 10pct，支撑公司高毛利。费用上管控到位，前三季度三费占比 6.25%，研发费用占比 10.87%，基本维持稳定。
- 盈利预测与投资建议：**公司募投项目明年落地，产能瓶颈得以改善；同时 AWG、保偏 FA 器件等产品线在明年有望放量贡献业绩。电信市场上，5G 技术变革下带来了大量 25G 前传光模块需求；数通市场上，数据中心一方面向更高速率 400G 产品演进，另一方面在经历一轮去库存周期后，数据中心资本开支有望在明年回暖，带动相应光器件需求上升。预计 2019-2021 年，公司实现收入 5.46 亿元、7.53 亿元和 9.86 亿元，实现归母净利润 1.70 亿元、2.12 亿元和 2.46 亿元，对应 EPS 为 0.85 元、1.06 元和 1.24 元，对应 PE 分别为 40.60x、32.57x 和 27.98x。参考同行业上市公司估值，考虑到公司一站式光器件解决平台定位，给予 2020 年估值区间 35-38x，对应 2020 年底价格区间为 37.10-40.28 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示: 5G 建设不及预期，海外数据中心建设不及预期。

1 布局清晰，转型为垂直整合一站式解决方案提供商

天孚通信上市初期以陶瓷套管、适配器和光收发接口组件等主要用于光通信网络与设备中的光纤活动连接的基础光无源器件为主要产品，并依托此向隔离器组件、精密光学透镜、镀膜透镜、MUX/DEMUX 等具备更高附加值的高端光无源器件进行产品线延伸，形成当前形成了十大产品线和七大产品解决方案的综合布局，并在 2018 年明确了自身的战略定位，即以“高端无源器件整体解决方案”和“高速率光器件封装 OEM”两大业务板块为依托，为下游客户提供垂直整合一站式解决方案。

图 1：天孚通信发展历程



资料来源：公司公告，财富证券

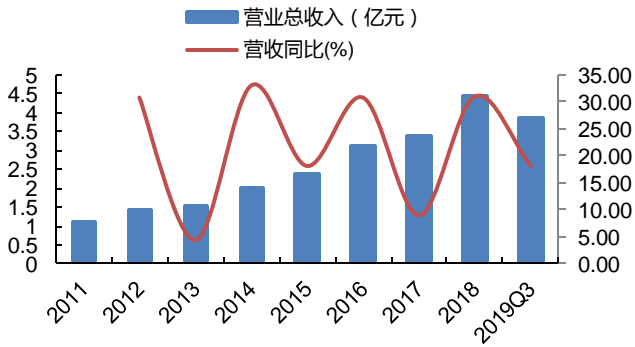
2 营收稳健增长，盈利能力突出

营收稳健增长。2019 年前三季度营业收入 3.84 亿元，同比增长 18.18%，实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 38.47%。其中单三季度实现营收 1.35 亿元，同比增长 14.71%，实现归母净利润 0.49 亿元，同比增长 30.21%。

收入端上，营业收入增速随产品线拓展规律性波动。营收快速增长来源于光纤透镜、隔离器、线缆连接器、OSA 等多个产品线增加产能和收入，同时通过美国子公司发展海外优质客户，提升海外大客户的响应与服务效率，销售收入持续高增长，2019H1 海外营收同比增长 44.52%，占总收入比重上升至 38.93%。

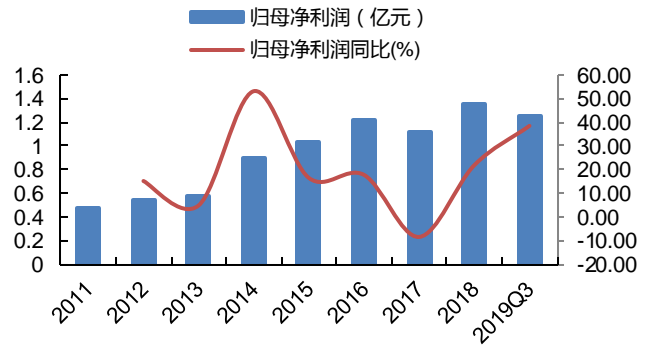
利润端上，得益于产品结构调整、新产品线规模量产带来的利润贡献和闲置资金管理收益，推动前三季度利润增速高于营收增速。

图 2：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，财富证券

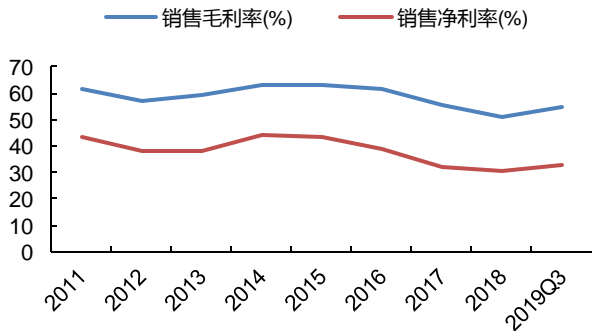
图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，财富证券

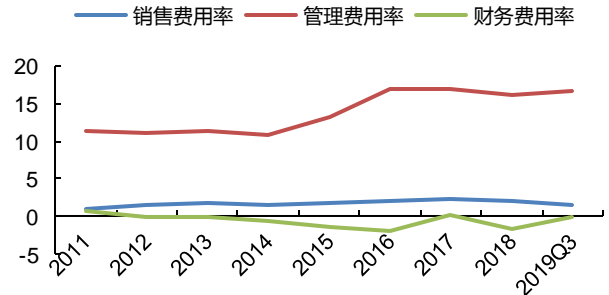
海外业务带动毛利率维持高位，费用率保持稳定。公司海外业务主要为数通产品，受益于用到更多的高端光器件以及海外客户对可靠性的重视，2019HI 海外营收同比增长 44.52%，毛利率达到 61.54%，较国内业务毛利率高出超过 10pct，支撑公司高毛利。费用上管控到位，前三季度三费占比 6.25%，研发费用占比 10.87%，基本维持稳定。

图 4：公司毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，财富证券

图 5：公司费用率情况



资料来源：Wind，财富证券

3 电信与数通市场助力业绩增长

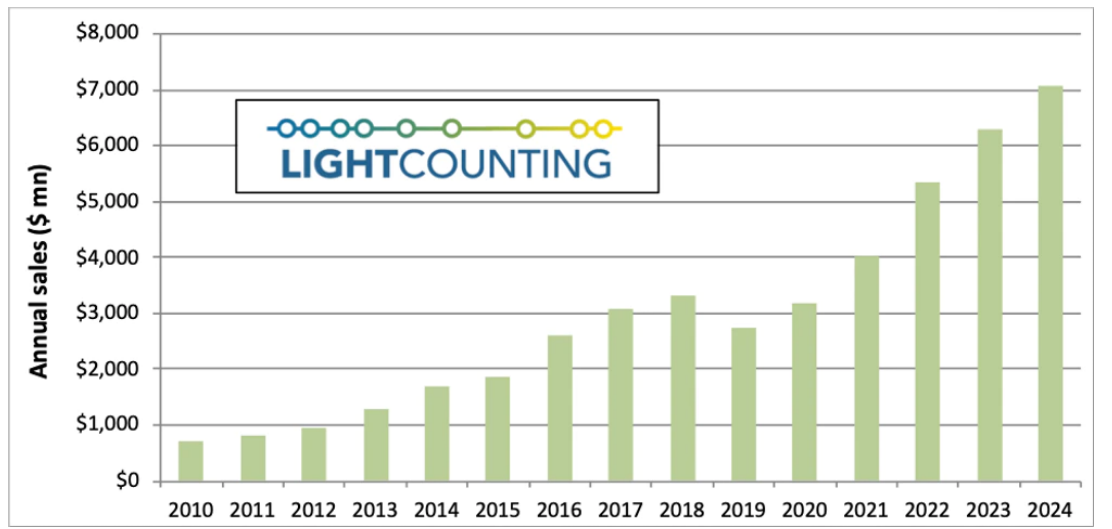
5G 规模建设驱动电信光模块需求增长。以中国移动为例，未来 5G 前传组网模式将从当前 D-RAN 架构向 C-RAN 架构转变，一个 DU 连接 6-10 个基站，采用 5G 前传 Open-WDM/MWDM 方案，对应 25G 前传光模块将达到 24 个以上，同时考虑到 5G 基站建设密度更高，建设数量将达到 4G 基站数量的 1.2-1.5 倍，因此保守估计 25G 前传光模块数量将超过 2400 万只，预计 2020 年 5G 进入规模建设期后将带动电信光模块需求增长。

海外云计算厂商资本开支 Q3 增长，数通市场存回暖迹象。从海外云计算厂商近期公布的财报数据来看，亚马逊 Q3 资本开支 47 亿美元，同比增长 40.12%，环比增长 32.39%；谷歌 Q3 资本开支 67 亿美元，同比增长 27%，环比增长 10%；FB Q3 资本开支 36.76 亿美元，同比增长 10%，环比略下降 3%；微软 Q3 资本开支延续下降态势，同比下降 6%，环比下降 16.4%。由于在海外四大云计算厂商中，亚马逊与谷歌为调整库存节奏最早的两家公司，在历经约 1 年调整周期后，资本支出也最先开始提升，我们预计数通市场存

进一步回暖迹象。

Lightcounting 预计今年以太网光模块需求将下滑 18%，主要由于 100G 光模块价格创新低修订了 400G 价格预期、400G 产品规模商用时间推迟和数据中心资本开支下降导致。预计在 2019 年随着 5G 推动电信光模块需求与数通市场回暖，光模块市场在 2020 年将重新恢复正增长。

图 6：全球 M2M 设备连接数预测



资料来源：Lightcounting，财富证券

4 投资建议

公司募投项目明年落地，产能瓶颈得以改善；同时 AWG、保偏 FA 器件等产品线在明年有望放量贡献业绩。电信市场上，5G 技术变革下带来了大量 25G 前传光模块需求；数通市场上，数据中心一方面向更高速率 400G 产品演进，另一方面在经历一轮去库存周期后，数据中心资本开支有望在明年回暖，带动相应光器件需求上升。电信和数通市场共同推动公司业绩向上增长。预计 2019-2021 年，公司实现收入 5.46 亿元、7.53 亿元和 9.86 亿元，实现归母净利润 1.70 亿元、2.12 亿元和 2.46 亿元，对应 EPS 为 0.85 元、1.06 元和 1.24 元，对应 PE 分别为 40.60x、32.57x 和 27.98x。参考同行业上市公司估值，考虑到公司一站式光器件解决平台定位，给予 2020 年估值区间 35-38x，对应 2020 年底价格区间为 37.10-40.28 元，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

5G 建设不及预期，海外数据中心建设不及预期。

财务预测摘要

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	337.99	442.89	545.64	752.98	986.41	成长性					
减:营业成本	150.31	215.80	248.81	363.69	510.96	营业收入增长率	9.0%	31.0%	23.2%	38.0%	31.0%
营业税费	4.94	6.01	7.26	10.41	13.38	营业利润增长率	-10.4%	25.3%	26.2%	24.5%	16.9%
销售费用	7.67	9.09	10.91	15.87	20.26	净利润增长率	-8.5%	21.8%	25.3%	24.6%	16.4%
管理费用	57.17	29.65	91.12	129.51	167.20	EBITDA 增长率	-2.9%	50.0%	1.7%	20.9%	15.7%
财务费用	0.81	-7.05	-5.31	-7.96	-7.87	EBIT 增长率	-8.6%	54.7%	2.0%	23.8%	17.5%
资产减值损失	0.05	2.22	1.18	1.15	1.17	NOPLAT 增长率	-4.0%	20.0%	24.6%	23.8%	17.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.1%	91.6%	-16.3%	9.4%	18.2%
投资和汇兑收益	4.50	9.21	6.82	6.84	7.62	净资产增长率	7.0%	32.3%	8.5%	8.5%	9.3%
营业利润	125.53	157.27	198.48	247.15	288.94	利润率					
加:营业外净收支	0.40	-2.09	0.42	0.40	0.33	毛利率	55.5%	51.3%	54.4%	51.7%	48.2%
利润总额	125.93	155.18	198.90	247.55	289.26	营业利润率	37.1%	35.5%	36.4%	32.8%	29.3%
减:所得税	16.52	19.09	29.84	37.13	43.39	净利润率	32.9%	30.6%	31.1%	28.1%	25.0%
净利润	111.23	135.53	169.77	211.58	246.33	EBITDA/营业收入	42.7%	48.9%	40.3%	35.3%	31.2%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	36.2%	42.7%	35.4%	31.8%	28.5%
货币资金	327.12	148.95	389.42	416.99	380.13	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	247	206	159	103	69
应收帐款	96.47	128.70	181.13	237.73	299.04	流动营业资本周转天数	230	298	346	244	238
应收票据	45.84	73.00	74.24	121.17	141.11	流动资产周转天数	586	558	588	493	439
预付帐款	1.63	3.55	2.18	5.82	5.93	应收帐款周转天数	107	92	102	100	98
存货	59.24	62.05	97.65	132.30	180.43	存货周转天数	55	49	53	55	57
其他流动资产	1.79	424.70	195.50	207.33	275.84	总资产周转天数	908	847	812	642	543
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	535	568	556	385	335
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	52.76	36.33	36.33	36.33	36.33	ROE	13.8%	12.7%	14.6%	16.8%	17.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.3%	11.4%	13.3%	14.8%	15.8%
固定资产	251.47	254.51	228.43	202.35	176.27	ROIC	20.8%	27.5%	17.9%	26.5%	28.4%
在建工程	6.98	17.01	17.01	17.01	17.01	费用率					
无形资产	41.73	40.83	39.95	39.06	38.18	销售费用率	2.3%	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%
其他非流动资产	4.41	5.37	4.98	4.07	4.54	管理费用率	16.9%	6.7%	16.7%	17.2%	17.0%
资产总额	889.43	1,195.00	1,266.82	1,420.16	1,554.82	财务费用率	0.2%	-1.6%	-1.0%	-1.1%	-0.8%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	19.4%	7.2%	17.7%	18.3%	18.2%
应付帐款	29.67	39.96	46.97	79.38	94.25	偿债能力					
应付票据	10.10	10.49	10.93	24.34	23.10	资产负债率	8.9%	10.3%	8.2%	11.2%	11.3%
其他流动负债	21.47	53.18	33.11	37.92	42.55	负债权益比	9.8%	11.5%	8.9%	12.6%	12.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	8.69	8.11	10.33	7.92	8.02
其他非流动负债	17.77	19.47	12.96	16.73	16.39	速动比率	7.72	7.52	9.26	6.98	6.89
负债总额	79.02	123.10	103.97	158.37	176.29	利息保障倍数	151.66	-26.87	-36.35	-30.05	-35.72
少数股东权益	1.50	1.24	0.54	-0.63	-1.09	分红指标					
股本	185.85	198.94	198.90	198.90	198.90	DPS(元)	0.30	0.36	0.44	0.56	0.65
留存收益	623.33	881.48	963.41	1,063.52	1,180.72	分红比率	53.5%	52.8%	51.7%	52.7%	52.4%
股东权益	810.41	1,071.90	1,162.85	1,261.79	1,378.53	股息收益率	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	109.41	136.09	169.77	211.58	246.33	EPS(元)	0.56	0.68	0.85	1.06	1.24
加:折旧和摊销	23.45	28.45	26.97	26.97	26.97	BVPS(元)	4.07	5.38	5.84	6.35	6.94
资产减值准备	0.05	2.22	-	-	-	PE(X)	61.96	50.85	40.60	32.57	27.98
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.52	6.44	5.93	5.46	5.00
财务费用	2.36	-1.31	-5.31	-7.96	-7.87	P/FCF	43.37	-22.73	21.61	49.48	73.94
投资收益	-4.50	-9.21	-6.82	-6.84	-7.62	P/S	20.39	15.56	12.63	9.15	6.99
少数股东损益	-1.82	0.56	-0.70	-1.17	-0.46	EV/EBITDA	42.35	31.14	29.52	24.31	21.12
营运资金的变动	165.20	-419.10	122.56	-98.34	-180.56	CAGR(%)	24.4%	21.8%	11.6%	24.4%	21.8%
经营活动产生现金流量	119.87	135.53	306.47	124.24	76.78	PEG	2.54	2.33	3.49	1.34	1.28
投资活动产生现金流量	26.70	-446.96	6.82	6.84	7.62	ROIC/WACC	1.99	2.62	1.70	2.52	2.71
融资活动产生现金流量	-38.90	131.94	-72.81	-103.51	-121.26	REP	6.43	2.80	4.96	3.05	2.42

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438