

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

太辰光 (300570)

跟踪报告

增持

(首次评级)

2019年11月29日

Q3 增速平稳，未来成长可期

证券分析师：程成 0755-22940300 chengcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001
 联系人：陈彤 0755-81981372 chentong@guosen.com.cn

事项：

本文对公司基本经营情况及最新进展进行点评。

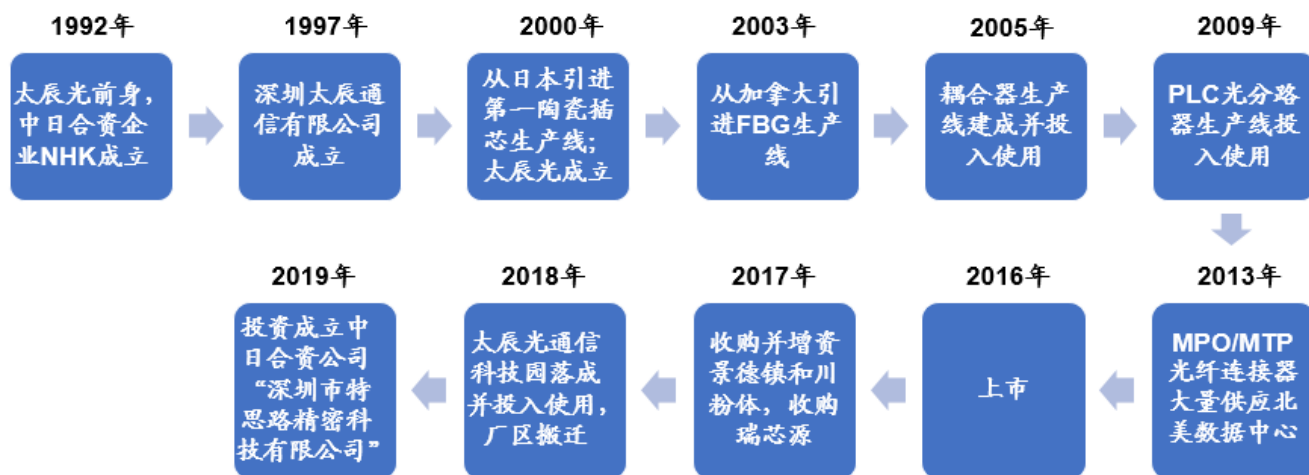
评论：

■ 无源光器件领域佼佼者，积极外延发展

公司成立于 2000 年，于 2016 年 12 月在深交所上市。公司主要专注于无源光器件领域和光纤传感领域，并已在有源光器件领域有所布局。公司的产品主要包括陶瓷插芯、光纤连接器、PLC 分路器、光纤传感产品，产品主要销往海外。

- 陶瓷插芯是由二氧化锆烧制并经精密加工而成的陶瓷圆柱小管，主要用于光纤对接时的精确定位，是光纤连接器的核心部件。
- 光纤连接器，又称“跳线”，主要原材料是陶瓷插芯和光纤光缆，主要用于实现光纤线路的连接、光发射机输出端口/光接收机输入端口与光纤之间的连接、光纤线路与其他光器件之间的连接等，是目前使用数量最多的光无源器件。MPO/MTP 连接器是装有 MT 插芯的光纤连接器，以阵列型式实现光纤定位，集成度更高、密度更高的 MPO/MTP 连接器是发展趋势。
- PLC 分路器全称“平面光波导功率分路器”，是一种基于半导体芯片平面波导技术的集成波导光功率分配器件。
- 光纤传感器：“广东省光纤传感（太辰光）工程技术研究中心”设立在太辰光，公司的产品目前主要应用于智能电网、光纤网络的监测等领域。
- 波分复用 WDM(Wavelength Division Multiplexing)是将两种或多种不同波长的光载波信号（携带各种信息）在发送端经复用器(亦称合波器，Multiplexer)汇合在一起，并耦合到光线路的同一根光纤中进行传输的技术。

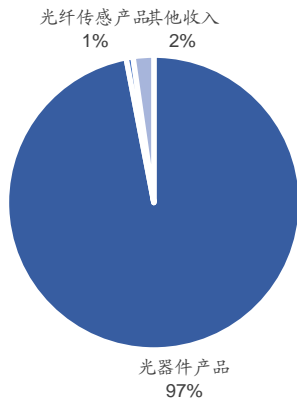
图 1: 太辰光发展历程



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

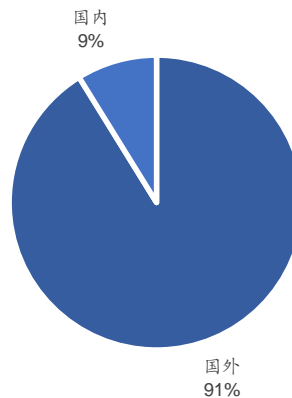
公司早期业务以陶瓷插芯为主, 随着公司逐渐向下游延伸, 陶瓷插芯的占比逐渐下降(2018年占比约10%), 重点发力光纤连接器、耦合器等无源光器件领域, 上市后往有源器件拓展, 收购广东瑞芯源技术有限公司(新增PLC晶圆生产线, 收购这家公司还基于其成熟的生产、技术条件及公司后续产品拓展需求)和景德镇和川粉体材料有限公司(新增毛坯生产线)。根据2018年年报, 公司营收结构中, 光器件产品占比为97%, 光纤传感产品占比为1%, 91%的收入来自海外。

图 2: 公司 2018 年营收结构 (按业务分类)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司 2018 年营收结构 (按地区分类)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

公司客户集中, 公司主要向康宁提供无源光器件, 2018年第一大客户占比为75.07%, 前五大客户销售占比为85.96%, 利于公司销售长期稳健的同时也存在对单一客户依赖过高的风险。

公司股权分散, 实际控制人为张致民、张映华、张艺明、蔡乐、林升德、蔡波、姜丽娟、黄伟新、肖湘杰、郑余滨 10位一致行动人, 大部分为公司现任核心高管。第一大股东为深圳市神州通投资集团有限公司, 持股比例为16.08%(截至2019Q3)。

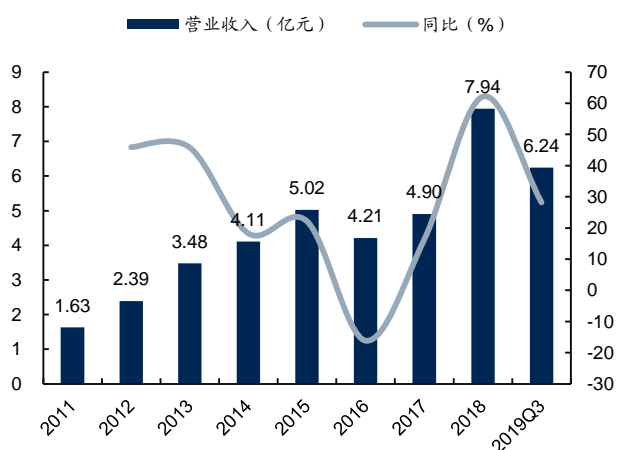
■ 业绩稳健增长, 盈利能力稳中有升

2011-2018年, 公司营收从1.63亿元增长至7.94亿元, 复合增速为25.38%; 归母净利润从0.39亿元增长至1.53亿元, 复合增速为21.56%。公司的经营业绩长期保持稳健增长, 其中, 2016年公司营收出现下滑主要因为核心客户的光纤连接器产品结构从多模调整为单模产品, 带来产品均价下降。

2019年前三季度公司销售规模稳步增长, 盈利能力稳中有升。根据公司公告, 2019年前三季度实现营业收入6.24亿元,

同比增长 28.19%；归母净利润 1.48 亿元，同比增长 37.49%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比增长 34.27%。非经常性损益主要来自理财收益和政府补助。公司上半年受益于客户订单集中、政府补贴和汇率波动的利好影响，营收和净利润大幅增长，Q3 的业绩增速相对放缓，全年预计维持稳健增长态势。

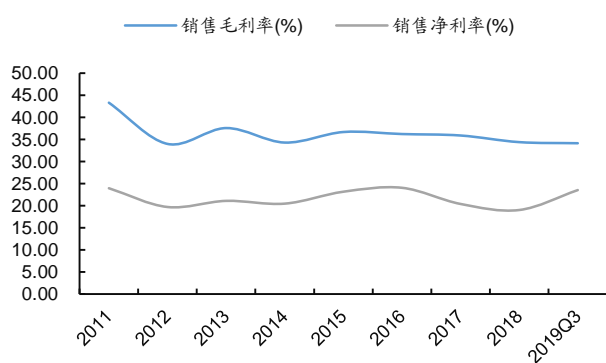
图 4：公司 2011-2019Q3 营收及同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

公司的毛利率和净利率保持相对稳定，2018 年毛利率 34.41%，净利率 19.05%。今年前三季度得益于公司规模的扩张和自动化水平的提高，固定成本摊销减少，以及受政府补助和理财收益的利好影响，盈利能力提升明显。

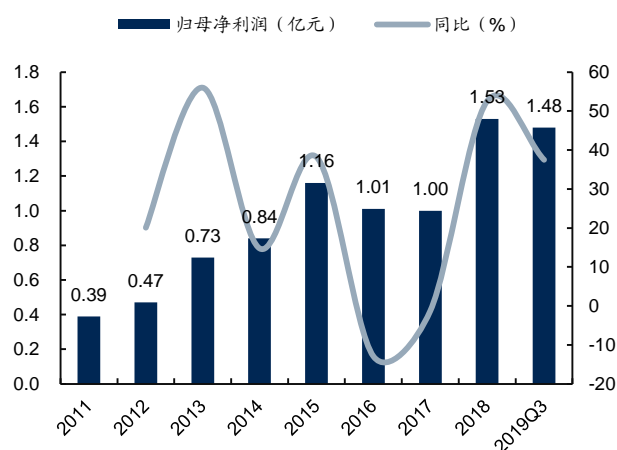
图 6：公司 2011-2019Q3 毛利率及净利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

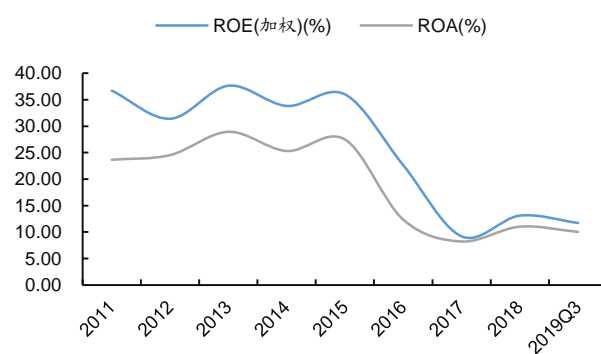
公司的三费率水平保持稳定，研发费用率保持在 4%-5% 的水平。公司的销售费用率和管理费用率相对稳定，财务费用率波动较大，主要因为公司海外收入占比较高，受汇率波动影响较大。公司在研发上持续投入，在有源光器件和各种光功能模块组合储备新产品和技术。

图 5：公司 2011-2019Q3 归母净利润及同比增速



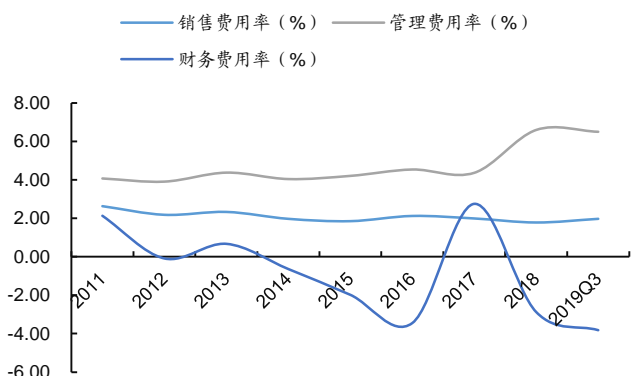
资料来源 WIND，国信证券经济研究所整理

图 7：公司 2011-2019Q3 ROE（加权）及 ROA



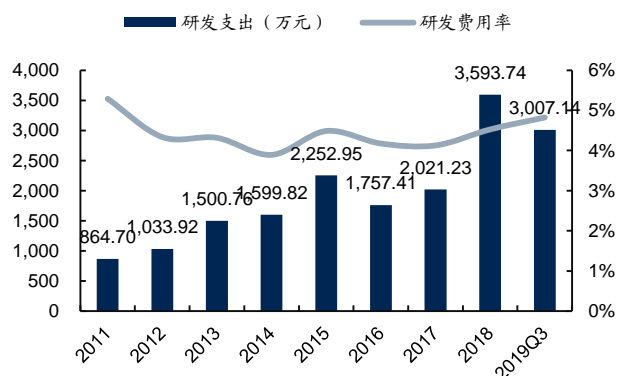
资料来源 WIND，国信证券经济研究所整理

图 8: 公司 2011-2019Q3 三费率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 9: 公司 2011-2019Q3 研发支出及占营收比



资料来源 WIND, 国信证券经济研究所整理

■ 受益于数据中心市场快速发展和公司产品升级, 未来成长可期

公司的成长逻辑主要包括以下几方面:

- 1、陶瓷插芯行业稳步增长, 公司向上游原材料垂直整合, 提高自动化水平, 加强成本管控, 盈利水平较为稳定。
- 2、数据中心从 40G/100G 向 100G/400G 发展, 驱使连接器向小型化、集成化升级, 高密度的 MPO/MTP 连接器使用比例有望不断提升。公司 24 芯的 MPO/MTP 产品具有较强竞争力, 在核心客户端销售稳步增长, 并具备 16 芯/32 芯 MPO/MTP 连接器生产能力, 未来随着公司产品升级和产品结构优化, 业绩有望持续稳健增长。
- 3、公司在光纤传感领域已有多年积累, 主要应用于电力行业, 随着公司产品逐渐成熟, 有望进一步应用于新领域。
- 4、公司积极拓展电信市场, 在 5G 前传领域有技术和产品储备, 未来有望取得突破。

■ 投资建议: 看好全球数据中心市场需求升级和公司的产品能力, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

公司的 MTP/MPO 连接器产品竞争力强, 全球数据中心 CAPEX 增速进入拐点, 100G 向 400G 升级过程中, 高密度连接器产品有望量价齐升, 公司有望受益。我们预计 2019-2021 年归母净利润 1.9/2.6/3.5 亿, 对应 EPS 为 0.84/1.15/1.50 元, 对应当前股价 PE 为 27.9/20.5/15.7X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2019 年 11 月 28 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
300394.SZ	天孚通信	37.87	64.60	0.90	1.15	1.46	36.09	28.24	22.25	无评级
300502.SZ	新易盛	54.49	86.85	0.76	1.11	1.46	48.33	33.09	25.16	增持
300548.SZ	博创科技	-	51.79	0.17	0.74	1.33	-	83.96	46.71	增持
	平均	46.18	67.75	0.61	1.00	1.42	42.21	48.43	31.37	
300570.SZ	太辰光	28.04	54.16	0.84	1.15	1.50	27.92	20.47	15.67	增持

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

■ 风险提示

- 1、单一客户风险。公司 2018 年第一大客户占比超过 70%, 存在依赖较高的风险。
- 2、中美贸易摩擦加剧的风险。公司的产品在关税清单中, 关税税率提升可能对公司盈利能力产生影响。
- 3、汇率波动风险。公司海外收入占比在 90%以上, 受汇率波动影响较大。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	553	677	802	972
应收款项	220	243	326	429
存货净额	163	174	231	305
其他流动资产	241	221	228	231
流动资产合计	1178	1314	1587	1937
固定资产	226	235	242	237
无形资产及其他	59	53	47	41
投资性房地产	17	17	17	17
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	1480	1619	1893	2233
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	150	142	201	258
其他流动负债	88	100	132	175
流动负债合计	237	242	333	433
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	19	19	19	19
长期负债合计	19	19	19	19
负债合计	256	261	352	451
少数股东权益	6	5	3	1
股东权益	1217	1353	1538	1780
负债和股东权益总计	1480	1619	1893	2233

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.66	0.84	1.15	1.50
每股红利	0.22	0.25	0.35	0.45
每股净资产	5.29	5.88	6.69	7.74
ROIC	15%	14%	19%	24%
ROE	13%	14%	17%	19%
毛利率	34%	34%	36%	36%
EBIT Margin	25%	22%	24%	24%
EBITDA Margin	28%	26%	27%	26%
收入增长	62%	10%	34%	32%
净利润增长率	53%	27%	36%	31%
资产负债率	18%	16%	19%	20%
息率	0.9%	1.1%	1.5%	1.9%
P/E	35.5	27.9	20.5	15.7
P/B	4.4	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	25.7	25.4	18.6	14.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	794	873	1172	1544
营业成本	521	573	747	984
营业税金及附加	8	8	12	15
销售费用	14	14	19	25
管理费用	52	86	117	153
财务费用	(23)	(22)	(18)	(22)
投资收益	8	16	18	19
资产减值及公允价值变动	(18)	(5)	(5)	(5)
其他收入	(30)	0	0	0
营业利润	182	226	308	403
营业外净收支	(4)	0	0	0
利润总额	178	226	308	403
所得税费用	27	34	46	60
少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(3)
归属于母公司净利润	153	194	265	346

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	153	194	265	346
资产减值准备	15	1	0	(0)
折旧摊销	22	31	34	36
公允价值变动损失	18	5	5	5
财务费用	(23)	(22)	(18)	(22)
营运资本变动	27	(7)	(57)	(80)
其它	(16)	(2)	(2)	(2)
经营活动现金流	219	222	245	304
资本开支	(48)	(40)	(40)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(48)	(40)	(40)	(30)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(51)	(58)	(79)	(104)
其它融资现金流	14	0	0	0
融资活动现金流	(88)	(58)	(79)	(104)
现金净变动	83	124	125	170
货币资金的期初余额	470	553	677	802
货币资金的期末余额	553	677	802	972
企业自由现金流	170	148	172	237
权益自由现金流	183	161	188	256

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032