CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标价：41.3 元
当前股价：36.66 元
2019 年 10 月 14 日

天孚通信 300394.SZ

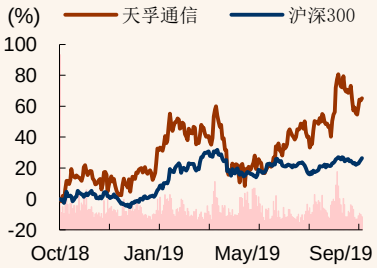
业绩超预期，新品产能不断放量，海外客户占比持续提升

基础数据

上证综指	3008
总股本（万股）	19894
已上市流通股（万股）	17575
总市值（亿元）	73
流通市值（亿元）	64
每股净资产（MRQ）	5.4
ROE（TTM）	14.7
资产负债率	12.8%
主要股东	苏州天孚仁和投资管
主要股东持股比例	43.86%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	16	73
相对表现	-6	18	48



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《天孚通信（300394）—业绩略超预期，一体化光器件龙头高增长确立》2019-08-12
2、《天孚通信（300394）—光模块产业链重构下的一体化光器件龙头》2019-07-15
3、《天孚通信（300394）—业绩略超预期，奠定全年高增长基础》2019-07-10

余俊
021-33938892
yujun@cmschina.com.cn
S1090518070002

蒋颖
jiangying2@cmschina.com.cn
S1090519070005

事件：公司 10 月 14 日发布 2019 年前三季度业绩预告，公司前三季度预计实现归母净利润区间为 1.23-1.29 亿元，同比上升 35.4%-41.4%，三季度单季度预计实现归母净利润区间为 4603.84-5156.30 万元，同比上升 25.0%-40.0%，预计非经常性损益对净利润的影响额为 0.12-0.13 亿元，同比上升 112.5%-130.2%。

评论：

1、业绩超预期，新产品产能放量及海外客户占比提升带动业绩高增长

根据公司公告，公司 2019 年前三季度归母净利润中值预计为 1.26 亿元，同比增长 38.4%；其中，三季度单季度实现归母净利润中值预计为 4880.07 万元，同比增长 32.5%，环比增长 12.2%，公司单季度归母净利润有望再创历史新高。

公司利润增长动力主要源于两方面：1）公司海外销售收入增长较快，同时美元对人民币汇率变动及理财收入等因素带来利润同比增长；2）随着 5G 的建设推进，公司主要新产品 AWG、TOSA 等产能和收入均实现提升，带动业绩保持高增长。

2、无源器件再升级，高端无源器件垂直整合优势显著

无源器件垂直整合优势显著，光模块单品占比提升显著，无源器件打开未来空间。公司从套管、接口组件等无源器件起家，逐步拓展到隔离器、透镜、MUX/DEMUX 等高价值无源器件，目前形成包括 AWG WDM、TFF WDM 在内的多种高端无源器件解决方案。在新产品逐步量产后，公司无源产品占光模块成本比从 1-2%提升到 10%以上，公司无源产品收入未来有望从 2017 年的 3 亿左右提升到 10 亿元以上，打开收入空间。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万	338	443	606	797	1058
同比增长	9%	31%	37%	32%	33%
营业利润（百万	126	157	204	268	346
同比增长	-10%	25%	30%	31%	29%
净利润（百万元）	111	136	180	235	303
同比增长	-8%	22%	32%	31%	29%
每股收益（元）	0.60	0.68	0.90	1.18	1.52
PE	61.2	53.7	40.6	31.1	24.1
PB	8.4	6.8	6.1	5.4	4.6

资料来源：公司数据、招商证券

3、参照 Fabrinet，有源高端光器件封装代工助力公司再上新台阶

参考全球光器件代工龙头 Fabrinet，天孚通信拥有低成本高素质的产线工人，上游各类无源及有源器件的整合能力，精密加工及批量交付能力等多种优势，公司切入有源光器件封装代工可以与公司现有品类齐全的无源器件高度协同，在为全球主流光模块厂商代工有源光组件的同时带动无源器件的销售，形成有源到无源的良性循环闭环，有源器件将带动公司收入再上新台阶。

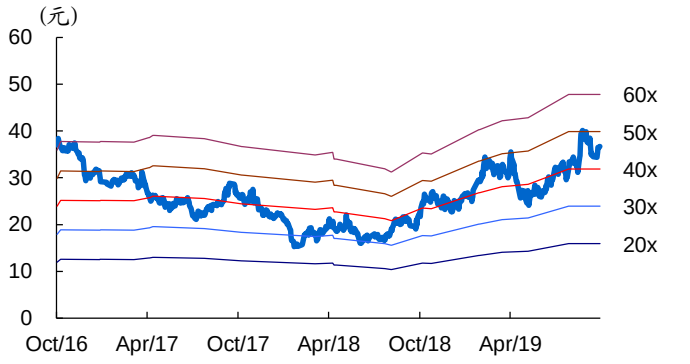
4、国内稀缺的一站式光器件平台龙头，维持“强烈推荐-A”评级

随着 5G 牌照的发放，19 年 5G 投资进入落地阶段，数据中心光模块需求有望下半年回暖，随着新产品产能进一步放量以及光器件封装代工规模的扩大，公司未来三年收入利润复合增长有望超 35%。公司核心竞争力在于新产品研发拓展，原材料精密加工，光器件一站式供应，以及与全球主流光模块客户高度粘合能力，具备向光通信平台型公司跃迁的潜力。

预计 2019-2021 年净利润分别约为 1.80 亿元、2.35 亿元和 3.03 亿元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 40.6X、31.1X 和 24.1X，给予 2020 年 35 倍估值，目标价 41.3 元，维持“强烈推荐-A”评级。从中长期角度，看好公司技术及产品升级和产业链价值转移带来的进口替代空间。

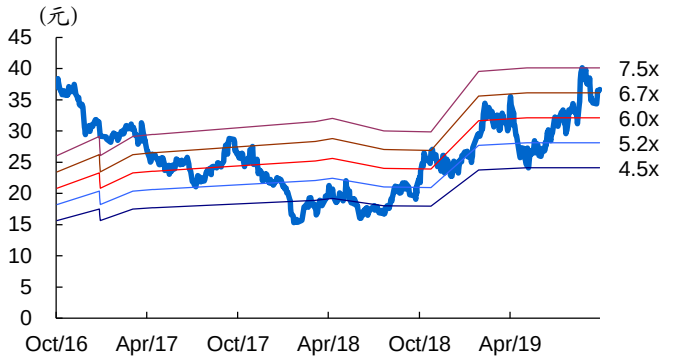
风险提示：新产品拓展不及预期、产线订单量不足、光器件产品毛利率下降

图 1：天孚通信历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：天孚通信历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	532	841	965	1126	1394
现金	327	149	591	625	681
交易性投资	0	0	0	0	1
应收票据	46	73	85	112	148
应收款项	96	129	164	223	338
其它应收款	0	0	2	3	4
存货	59	62	108	143	195
其他	3	428	15	21	27
非流动资产	357	354	403	408	409
长期股权投资	53	36	58	60	60
固定资产	251	255	269	282	294
无形资产	42	41	46	36	26
其他	11	22	30	30	29
资产总计	**889**	**1195**	**1367**	**1534**	**1803**
流动负债	61	104	164	175	214
短期借款	0	0	50	50	50
应付账款	30	40	63	83	113
预收账款	1	4	2	3	4
其他	31	60	49	39	47
长期负债	18	19	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	19	10	10	10
负债合计	**79**	**123**	**174**	**185**	**224**
股本	186	199	199	199	199
资本公积金	221	394	407	407	407
留存收益	402	478	586	741	971
少数股东权益	2	1	1	1	1
归属于母公司所有者权益	809	1071	1192	1347	1578
负债及权益合计	**889**	**1195**	**1367**	**1534**	**1803**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	120	136	528	137	150
净利润	111	136	180	235	303
折旧摊销	23	28	31	37	38
财务费用	2	(1)	(2)	(3)	(4)
投资收益	(4)	(9)	(10)	(15)	(15)
营运资金变动	(11)	(17)	329	(119)	(173)
其它	(2)	(1)	1	2	1
投资活动现金流	27	(447)	(81)	(42)	(41)
资本支出	(90)	(52)	(58)	(40)	(40)
其他投资	117	(395)	(23)	(2)	(1)
筹资活动现金流	(39)	132	(5)	(61)	(53)
借款变动	(3)	(0)	50	0	0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	0	173	13	0	0
股利分配	(59)	(72)	(72)	(80)	(72)
其他	23	18	3	18	19
现金净增加额	108	(179)	442	34	56

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	338	443	606	797	1058
营业成本	150	216	309	415	566
营业税金及附加	5	6	8	10	14
营业费用	8	9	12	18	21
管理费用	57	69	85	104	127
财务费用	1	(7)	(2)	(3)	(4)
资产减值损失	0	2	1	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	9	10	15	15
营业利润	126	157	204	268	346
营业外收入	0	1	5	6	7
营业外支出	0	3	2	3	4
利润总额	126	155	207	271	349
所得税	17	19	28	36	47
净利润	109	136	180	235	303
少数股东损益	(2)	1	0	0	0
归属于母公司净利润	111	136	180	235	303
EPS（元）	0.60	0.68	0.90	1.18	1.52

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	9%	31%	37%	32%	33%
营业利润	-10%	25%	30%	31%	29%
净利润	-8%	22%	32%	31%	29%
获利能力					
毛利率	55.5%	51.3%	49.1%	47.9%	46.5%
净利率	32.9%	30.6%	29.6%	29.4%	28.6%
ROE	13.8%	12.7%	15.1%	17.4%	19.2%
ROIC	13.4%	12.2%	14.0%	16.3%	18.1%
偿债能力					
资产负债率	8.9%	10.3%	12.7%	12.1%	12.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	3.7%	3.3%	2.8%
流动比率	8.7	8.1	5.9	6.4	6.5
速动比率	7.7	7.5	5.2	5.6	5.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
存货周转率	2.9	3.6	3.6	3.3	3.4
应收帐款周转率	3.4	3.9	4.1	4.1	3.8
应付帐款周转率	5.4	6.2	6.0	5.7	5.8
每股资料（元）					
每股收益	0.60	0.68	0.90	1.18	1.52
每股经营现金	0.64	0.68	2.65	0.69	0.75
每股净资产	4.35	5.38	5.99	6.77	7.93
每股股利	0.32	0.36	0.40	0.36	0.47
估值比率					
PE	61.2	53.7	40.6	31.1	24.1
PB	8.4	6.8	6.1	5.4	4.6
EV/EBITDA	55.0	45.9	34.9	26.9	21.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 工学硕士，7 年民航空管通信方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。2017 年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二 重要团队成员；2016 年新财富第三，水晶球第二 重要团队成员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。