天风证券 TF SECURITIES

亨通光电（600487）

证券研究报告
2017 年 08 月 02 日

海缆业务八年磨一剑，海洋工程收获期将至

事件：

公司下属子公司亨通高压海缆有限公司压中标三峡新能源辽宁省大连市庄河Ⅲ（300MW）海上风电项目 200kV 海底光电复合缆及附件采购、唐山乐亭菩提岛海上风电场 300MW 示范工程 35kV 光纤复合海底电缆及附件采购两个招标项目，中标金额分别为 1.92 亿元和 1.25 亿元。

海光电缆业务八年磨一剑，目标全球第一梯队提升市场份额

公司向来重视海底光电缆的研发及生产，认定海洋市场具备高壁垒高毛利未来市场空间巨大的特征，早在 2009 年投资设立子公司，2011 年便具备生产 220KV 单芯、三芯海缆生产能力，2013 年上马 500KV 超高压交联电缆和海底光电复合缆项目，2015 年公司海光缆成功通过 4400 米水深测试并取得环球海缆接头联盟（UJC）的 UJ 认证，2016 年公司向马尔代夫项目供应 1000 多公里的海底光缆，是中国企业在国际上供应最长的海光缆，2017 年初至今已公告海缆在手订单 7.61 亿元，同比增长 185%。**公司海光缆市占率全国排名第一，累计出货量达 3000 公里，海电缆市占率位居第二，生产厂年产量达 1.4 万公里。**从行业来看，根据 TeleGeography 的数据，2010-2011 年，全球共推出 19 个海缆系统，市场规模 37 亿美元，2012-2013 年立项的有 33 个系统，市场规模 55 亿美元。Navigant Research 的报告显示，保守估计 2023 年全球海缆系统安装量将从 2013 年的 110 个上升到 304，10 年翻了 2.76 倍。而全世界海缆玩家屈指可数，包括 NEC、阿尔卡特、泰科等，国内则以华为作为集成商正在崛起，亨通有望跟着中国企业进入全球第一梯队，提升全球市场份额。

华丽转身海洋工程系统解决方案供应商，海底观测网打开新市场空间

公司 2013 年布局海洋工程，从单一产品供应商转身为海洋工程系统集成商，整个业务板块产品协同性和盈利能力双双提升，2016 年营收 4.1 亿元，同比增长 44.52%，毛利率为 37.23%。今年随着订逐步落地，有望高速增长。而公司与同济大学设立海底观测网合资公司，旨在加速海底观测网组网技术的工程化和产业化落地，将成为公司海洋业务板块未来新的增长点。

盈利预测及投资评级

我们短期内看好整个光通信行业景气度延续，量价齐升是公司光通信业务高速增长主要原因，同时公司其他业务增长性可期：公司围绕光通信打通上下游数据服务业务，上游以数据服务、大数据分析、数据入户智慧社区为服务型生态圈，下游以线缆及电力能源互联网为基础基建，同时拓展海外 EPC 及海底观测网市场、并开辟未来量子通信领域。我们预计公司 17~19 年净利润 28.1 亿元，36.6 亿元，44.3 亿元，对应 17 年估值 13.2x，18 年 10x，业绩高速增长，低估值白马龙头属性得以延续，维持“买入”评级。

风险提示：运营商集采低于预期，新业务拓展低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,622.31	19,307.89	26,931.67	33,185.92	40,455.23
增长率(%)	30.09	41.74	39.49	23.22	21.90
EBITDA(百万元)	1,513.84	2,350.60	4,666.16	5,684.24	6,567.10
净利润(百万元)	572.82	1,316.39	2,806.70	3,658.16	4,427.93
增长率(%)	66.44	129.81	113.21	30.34	21.04
EPS(元/股)	0.42	0.97	2.06	2.69	3.26
市盈率(P/E)	65.49	28.50	13.37	10.26	8.47
市净率(P/B)	8.13	6.41	4.50	3.25	2.43
市销率(P/S)	2.75	1.94	1.39	1.13	0.93
EV/EBITDA	15.12	11.61	9.12	6.56	5.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.59 元
目标价格	32 元
上次目标价	32 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,359.78
流通 A 股股本(百万股)	1,241.27
A 股总市值(百万元)	37,516.21
流通 A 股市值(百万元)	34,246.61
每股净资产(元)	4.97
资产负债率(%)	66.47
一年内最高/最低(元)	29.04/14.36

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《亨通光电-公司点评:半年报业绩增长超预期，低估值白马龙头风范再续》2017-08-01
2 《亨通光电-年报点评报告:线缆+数据+服务一体化平台，业绩高增长有望持续》 2017-04-27
3 《亨通光电-公司点评:加速布局海洋观测网市场，进一步打开长期成长空间》2017-04-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,334.57	3,104.50	4,330.32	5,335.94	6,504.77
应收账款	3,524.81	4,528.45	7,741.85	7,039.19	10,735.57
预付账款	235.63	539.04	355.80	728.07	661.31
存货	3,326.29	3,933.67	6,670.45	5,843.73	9,243.26
其他	849.71	1,335.27	1,118.75	1,749.78	1,712.81
流动资产合计	**10,271.02**	**13,440.93**	**20,217.16**	**20,696.71**	**28,857.72**
长期股权投资	473.59	885.89	885.89	885.89	885.89
固定资产	3,146.03	3,500.48	3,353.26	3,041.97	2,700.55
在建工程	120.14	262.82	153.13	49.25	0.00
无形资产	493.84	654.31	593.13	531.95	470.77
其他	765.71	989.90	851.17	899.34	888.24
非流动资产合计	**4,999.30**	**6,293.40**	**5,836.57**	**5,408.39**	**4,945.45**
资产总计	**15,482.18**	**19,734.33**	**26,053.73**	**26,105.10**	**33,803.17**
短期借款	3,375.39	4,413.57	6,368.07	2,034.55	2,906.01
应付账款	1,953.29	2,374.66	3,103.22	3,686.66	4,614.15
其他	2,752.85	3,763.97	4,866.67	5,347.61	6,680.67
流动负债合计	**8,081.53**	**10,552.20**	**14,337.96**	**11,068.83**	**14,200.83**
长期借款	501.00	673.00	816.44	0.00	44.35
应付债券	1,488.97	1,491.37	993.45	1,324.59	1,269.80
其他	103.78	229.17	142.94	158.63	176.92
非流动负债合计	**2,093.75**	**2,393.54**	**1,952.83**	**1,483.23**	**1,491.07**
负债合计	**10,175.28**	**12,945.74**	**16,290.79**	**12,552.05**	**15,691.90**
少数股东权益	690.54	939.44	1,426.99	1,997.91	2,659.56
股本	1,241.27	1,241.27	1,359.78	1,359.78	1,359.78
资本公积	937.09	838.32	795.27	795.27	795.27
留存收益	3,389.95	4,549.34	6,976.18	10,195.36	14,091.94
其他	(951.94)	(779.78)	(795.27)	(795.27)	(795.27)
股东权益合计	**5,306.90**	**6,788.59**	**9,762.94**	**13,553.05**	**18,111.27**
负债和股东权益总	**15,482.18**	**19,734.33**	**26,053.73**	**26,105.10**	**33,803.17**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	693.28	1,523.13	2,806.70	3,658.16	4,427.93
折旧摊销	353.00	432.38	438.10	446.35	451.85
财务费用	454.72	372.61	462.00	324.63	140.25
投资损失	(56.24)	(271.55)	(200.66)	(130.00)	(100.00)
营运资金变动	(569.94)	545.25	(3,608.77)	1,556.00	(4,734.59)
其它	282.01	(22.93)	487.55	570.93	661.65
经营活动现金流	**1,156.82**	**2,578.89**	**384.91**	**6,426.06**	**847.08**
资本支出	852.64	1,547.12	206.23	(45.69)	(18.28)
长期投资	169.50	412.30	0.00	0.00	0.00
其他	(2,152.53)	(3,519.74)	(82.52)	205.69	118.28
投资活动现金流	**(1,130.40)**	**(1,560.32)**	**123.71**	**160.00**	**100.00**
债权融资	5,402.89	6,787.94	8,304.13	3,483.72	4,373.74
股权融资	(391.59)	(341.19)	(430.30)	(306.26)	(118.57)
其他	(4,405.46)	(6,310.02)	(7,156.63)	(8,757.89)	(4,033.43)
筹资活动现金流	**605.84**	**136.73**	**717.20**	**(5,580.44)**	**221.74**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**632.26**	**1,155.30**	**1,225.82**	**1,005.62**	**1,168.83**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**13,622.31**	**19,307.89**	**26,931.67**	**33,185.92**	**40,455.23**
营业成本	10,818.90	15,233.61	19,888.71	24,015.71	29,566.26
营业税金及附加	63.58	136.67	134.66	165.93	202.28
营业费用	637.76	794.42	1,077.27	1,559.74	1,860.94
管理费用	922.04	1,392.69	1,723.63	2,256.64	2,710.50
财务费用	389.70	347.70	462.00	324.63	140.25
资产减值损失	73.35	97.34	80.00	80.00	100.00
公允价值变动收益	2.24	1.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	56.24	271.55	200.66	130.00	100.00
其他	(82.56)	(540.10)	(401.32)	(260.00)	(200.00)
营业利润	**741.05**	**1,572.88**	**3,766.07**	**4,913.27**	**5,975.00**
营业外收入	84.75	228.54	80.00	50.00	50.00
营业外支出	11.98	11.88	20.00	40.00	100.00
利润总额	**813.82**	**1,789.54**	**3,826.07**	**4,923.27**	**5,925.00**
所得税	120.54	266.41	531.82	694.18	835.43
净利润	**693.28**	**1,523.13**	**3,294.25**	**4,229.09**	**5,089.58**
少数股东损益	120.46	206.74	487.55	570.93	661.65
归属于母公司净利润	**572.82**	**1,316.39**	**2,806.70**	**3,658.16**	**4,427.93**
每股收益（元）	0.42	0.97	2.06	2.69	3.26

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	30.09%	41.74%	39.49%	23.22%	21.90%
营业利润	101.45%	112.25%	139.44%	30.46%	21.61%
归属于母公司净利润	66.44%	129.81%	113.21%	30.34%	21.04%
获利能力					
毛利率	20.58%	21.10%	26.15%	27.63%	26.92%
净利率	4.20%	6.82%	10.42%	11.02%	10.95%
ROE	12.41%	22.51%	33.67%	31.66%	28.66%
ROIC	14.70%	21.17%	36.47%	33.61%	46.48%
偿债能力					
资产负债率	65.72%	65.60%	62.53%	48.08%	46.42%
净负债率	33.62%	35.91%	31.27%	26.98%	20.61%
流动比率	1.27	1.27	1.41	1.87	2.03
速动比率	0.86	0.90	0.94	1.34	1.38
营运能力					
应收账款周转率	4.32	4.80	4.39	4.49	4.55
存货周转率	4.55	5.32	5.08	5.30	5.36
总资产周转率	0.98	1.10	1.18	1.27	1.35
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.97	2.06	2.69	3.26
每股经营现金流	0.85	1.90	0.28	4.73	0.62
每股净资产	3.39	4.30	6.13	8.50	11.36
估值比率					
市盈率	65.49	28.50	13.37	10.26	8.47
市净率	8.13	6.41	4.50	3.25	2.43
EV/EBITDA	15.12	11.61	9.12	6.56	5.73
EV/EBIT	19.64	14.17	10.07	7.11	6.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com