天风证券 TF SECURITIES

亨通光电（600487）

证券研究报告
2017 年 12 月 08 日

国际化战略持续推进，行业短期有望再迎催化

事件：公司发布公告，与 Inner 公司签署了柬埔寨 200MW 光伏 EPC 项目合同，项目总金额 2 亿美元。另外，近期公司也公告了拟在印度投资建设光纤光缆厂。我们点评如下：

一带一路助力公司全球战略扩张：本次承建柬埔寨 200MW 光伏 EPC 项目，是公司坚持国际化战略，沿着一带一路走出去，深耕周边国际市场成果初现。我们认为，海外光伏 EPC 项目（负责设计、采购、施工、安装、调试）是公司电力业务在海外扩张的重要途径，这种模式不担心海外光伏项目本身是否盈利，毛利率也相对较高（自己可提供相关产品以及工程），预计毛利率在 20%左右。一般来说，光伏项目启动后半年后即可建成回款，考虑到国际 EPC 工程相关业务手续，预计 1 年左右时间可执行完，可增厚公司未来业绩。

海外新建光纤光缆厂，剑指全球市场：近期公司公告拟在印度投资建设光纤光缆厂，是通过亨通和全资子公司阿伯代尔欧洲共同出资注册新公司的形式推进。**我们认为：**1）东南亚等发展中地区网络建设相对落后，光纤需求景气，未来空间大，**公司通过在海外建厂缩短周期，可快速切入当地市场，抢占份额；2）公司此前收购阿伯代尔、Voksel 等公司，在当地电网、运营商等市场已经具备一定渠道基础，现在海外建厂扩产能，对市场信心充足；3）公司通过海外光纤光缆建设光纤厂，由国内提供光纤预制棒，既能减小国内光棒产能过剩的风险，还能保证海外光纤的成本优势；4）一般来说，光纤厂需要 400 万芯公里产能才有规模效应，规划大一点就是 600 万芯，在即将到来的 5G 建设浪潮背景下，我们判断公司在全球化扩张战略下，其他地区还有望继续新建光纤厂，提升海外收入占比。**

中移动运营商集采有望迎来短期催化：我们判断，根据以往运营商集采的进程来看，当公开招标后，一般在 1 个月左右时间各家厂商开始报价竞标。此次移动集采 1.1 亿芯公里是在 11 月 16 日启动，**因此我们判断近期将进入竞标阶段。而且目前散纤市场基本处于无货无渠道状态，无光纤预制棒的中小厂商涨价诉求也非常强烈，在供需持续加剧的市场环境下，预计此次集采价格有望进一步提升，短期行业将再迎来催化。**

投资建议：公司是国内光纤光缆龙头，光通信持续高景气，光纤光缆量价齐升推动业绩高增长，同时新工艺光棒产能释放，成本有望持续下降。中长期看，5G 周期有望带动光纤旺盛需求，特导、海缆、大数据、新能源汽车等新业务进入收获期，打开未来成长空间。**预计 17-19 年公司净利润分别为 21.9 亿、33.2 亿、44.2 亿元，对应 18 年 PE 是 16x，我们认为，随着供求持续紧张，光纤光缆价格有望稳中有升，上调目标价至 50 元，维持“买入”评级。**

风险提示：光缆集采价格低于预期，光棒扩产低于预期，海外战略受阻

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	27,797.20	36,591.01	44,635.37
增长率(%)	30.09	41.74	43.97	31.64	21.98
EBITDA(百万元)	1,513.84	2,350.60	3,696.80	4,968.89	6,255.67
净利润(百万元)	572.82	1,316.39	2,194.50	3,319.70	4,420.40
增长率(%)	66.44	129.81	66.71	51.27	33.16
EPS(元/股)	0.42	0.97	1.61	2.44	3.25
市盈率(P/E)	93.22	40.56	24.33	16.09	12.08
市净率(P/B)	11.57	9.13	5.00	3.93	3.05
市销率(P/S)	3.92	2.77	1.92	1.46	1.20
EV/EBITDA	15.12	11.61	15.30	10.51	8.36

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	39.27 元
目标价格	50 元
上次目标价	40 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)	53,398.39
流通 A 股市值(百万元)	48,744.64
每股净资产(元)	7.47
资产负债率(%)	59.32
一年内最高/最低(元)	46.87/18.14

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com
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-季报点评:投资收益和营业外影响大，不改未来高增长态势》 2017-10-29
2 《亨通光电-公司点评:业绩符合预期，持续保持高增长态势》 2017-10-24
3 《亨通光电-公司点评:参与联通网络建设，线缆龙头向运营服务平台转型》 2017-09-20

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	4,469.49	5,883.44	7,176.89
应收账款	3,524.81	4,528.45	8,136.19	8,161.48	11,449.91
预付账款	235.63	539.04	415.55	820.74	738.81
存货	3,326.29	3,933.67	7,378.51	6,895.57	10,039.25
其他	849.71	1,335.27	1,175.00	1,916.45	1,828.47
流动资产合计	**10,271.02**	**13,440.93**	**21,574.74**	**23,677.68**	**31,233.31**
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**	**27,411.32**	**29,086.07**	**36,178.76**
短期借款	3,375.39	4,413.57	4,433.57	1,813.77	2,476.32
应付账款	1,953.29	2,374.66	3,469.00	4,275.77	5,041.71
其他	2,752.85	3,763.97	5,275.70	6,074.61	7,186.51
流动负债合计	**8,081.53**	**10,552.20**	**13,178.26**	**12,164.15**	**14,704.54**
长期借款	501.00	673.00	1,097.41	0.00	38.34
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**	**2,233.80**	**1,483.23**	**1,485.06**
负债合计	**10,175.28**	**12,945.74**	**15,412.06**	**13,647.38**	**16,189.60**
少数股东权益	690.54	939.44	1,320.64	1,838.75	2,499.26
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	3,676.65	3,676.65	3,676.65
留存收益	3,389.95	4,549.34	9,318.83	12,240.17	16,130.12
其他	(951.94)	(779.78)	(3,676.65)	(3,676.65)	(3,676.65)
股东权益合计	**5,306.90**	**6,788.59**	**11,999.25**	**15,438.69**	**19,989.16**
负债和股东权益总	**15,482.18**	**19,734.33**	**27,411.32**	**29,086.07**	**36,178.76**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	693.28	1,523.13	2,194.50	3,319.70	4,420.40
折旧摊销	353.00	432.38	438.10	446.35	451.85
财务费用	454.72	372.61	358.45	137.48	(43.73)
投资损失	(56.24)	(271.55)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(569.94)	545.25	(4,052.38)	882.24	(4,387.30)
其它	282.01	(22.93)	381.21	518.10	660.52
经营活动现金流	**1,156.82**	**2,578.89**	**(780.12)**	**5,203.87**	**1,001.74**
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)	(183.18)	175.69	118.28
投资活动现金流	**(1,130.40)**	**(1,560.32)**	**23.05**	**130.00**	**100.00**
债权融资	5,402.89	6,787.94	6,650.60	3,262.93	3,938.05
股权融资	(391.59)	(341.19)	2,554.62	(119.11)	65.40
其他	(4,405.46)	(6,310.02)	(7,083.16)	(7,063.74)	(3,811.74)
筹资活动现金流	**605.84**	**136.73**	**2,122.06**	**(3,919.92)**	**191.71**
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**	**1,364.99**	**1,413.95**	**1,293.45**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**13,622.31**	**19,307.89**	**27,797.20**	**36,591.01**	**44,635.37**
营业成本	10,818.90	15,233.61	21,216.74	27,393.12	33,187.49
营业税金及附加	63.58	136.67	208.48	274.43	312.45
营业费用	637.76	794.42	1,111.89	1,646.60	2,008.59
管理费用	922.04	1,392.69	2,001.40	2,744.33	3,303.02
财务费用	389.70	347.70	358.45	137.48	(43.73)
资产减值损失	73.35	97.34	100.00	110.00	120.00
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	100.00	100.00	100.00
其他	(82.56)	(540.10)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营业利润	**741.05**	**1,572.88**	**2,900.25**	**4,385.06**	**5,847.55**
营业外收入	84.75	228.54	150.00	150.00	150.00
营业外支出	11.98	11.88	20.00	20.00	20.00
利润总额	**813.82**	**1,789.54**	**3,030.25**	**4,515.06**	**5,977.55**
所得税	120.54	266.41	454.54	677.26	896.63
净利润	**693.28**	**1,523.13**	**2,575.71**	**3,837.80**	**5,080.92**
少数股东损益	120.46	206.74	381.21	518.10	660.52
归属于母公司净利润	**572.82**	**1,316.39**	**2,194.50**	**3,319.70**	**4,420.40**
每股收益（元）	0.42	0.97	1.61	2.44	3.25

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	30.09%	41.74%	43.97%	31.64%	21.98%
营业利润	101.45%	112.25%	84.39%	51.20%	33.35%
归属于母公司净利润	66.44%	129.81%	66.71%	51.27%	33.16%
获利能力					
毛利率	20.58%	21.10%	23.67%	25.14%	25.65%
净利率	4.20%	6.82%	7.89%	9.07%	9.90%
ROE	12.41%	22.51%	20.55%	24.41%	25.27%
ROIC	14.70%	21.17%	27.75%	27.80%	39.72%
偿债能力					
资产负债率	65.72%	65.60%	56.23%	46.92%	44.75%
净负债率	33.62%	35.91%	25.45%	27.80%	22.52%
流动比率	1.27	1.27	1.64	1.95	2.12
速动比率	0.86	0.90	1.08	1.38	1.44
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	4.91	5.13	5.27
总资产周转率	0.98	1.10	1.18	1.30	1.37
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.97	1.61	2.44	3.25
每股经营现金流	0.85	1.90	-0.57	3.83	0.74
每股净资产	3.39	4.30	7.85	10.00	12.86
估值比率					
市盈率	93.22	40.56	24.33	16.09	12.08
市净率	11.57	9.13	5.00	3.93	3.05
EV/EBITDA	15.12	11.61	15.30	10.51	8.36
EV/EBIT	19.64	14.17	17.35	11.55	9.01

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