

亨通光电 (600487)

证券研究报告

2017年12月20日

硅光模块+光电传感，光棒龙头完善光通信产业布局

事件：

1) 公司与英国洛克利硅光子公司共同出资，设立江苏亨通洛克利科技有限公司，从事 25/100G 硅光模块生产销售，公司出资比例 75.1%。2) 公司与中国科学院上海技术物理研究所红外物理国家重点实验室共同合作设立传感技术研究院，从事物联网用光电传感器的研发，公司出资比例 70%。

联手硅光子芯片制造新秀，布局下一代数据通信网络光模块制造

根据 LightCounting 数据，2017 年硅光子相关模块销售额将达 8 亿美元，2018 年有望超过 10 亿美元，2017~2022 未来 5 年硅光子销售额年复合增长率达 25%。预计 17 年 100G QSFP28 数通模块出货量接近 350~400 万只，其中硅光子光模块出货量预计在 50~60 万只左右。长期来看，硅光技术成熟条件下，在成本、功耗、小型化、高速率上具有很大优势，有望在 100G 市场占据一定份额，并在下一代 400G 产品迭代中迎来快速增长。

英国洛克利硅光子 (Rockley Photonics) CEO Andrew Rickman 曾在英国创办 Bookham 公司(现为 Oclaro)，同时是硅光子创业公司 Kotura(后被 Mellanox 收购)董事会成员，在硅光子领域具有 23 年的研究及工作经验。洛克利硅光子成立于 2013 年，管理团队均来自于业界领先企业。公司 7 月获得来自 EPSRC(英国工程与自然科学研究理事会) 480 万英镑的政府资助，并与南纳普敦大学光电子研究中心具有长期的研究合作关系。专注于应用于下一代数据通信网络的硅光子芯片研发。本次合作中，由洛克利向合资企业提交设计、供应及生产芯片，合资企业负责生产 25/100G 硅光模块，项目投资总额 4200 万美元，中西方合作将帮助硅光模块产业化迅速落地。

成立传感技术研究院，产研结合立足物联网市场，打下坚实基础

三大运营商日前均已启动物联网集采。以中国移动 2017-2018 年蜂窝物联网(主要为 NB-IoT 和 eMTC)相关集采为例，预估工程费高达 395 亿元。经测算，广域物联网覆盖将带来 2-3 年 500 亿以上的市场增量。物联网时代催生对传感器的巨量需求。中国科学院上海技术物理研究所红外物理国家重点实验室面向红外物理国际学术前沿，光电领域在国内外学术界具有重要影响力。本次合作，研究所以知识产权形式出资作价 300 万元，占比 30%，致力于物联网用光电传感器研发及创新人才培养，为公司在未来物联网战略布局和发展提供支持，将助推公司向通信产业链高端制造领域不断发展。

盈利预测及投资评级：短期内，公司光纤光缆龙头地位不变，量价齐升保证传统主业稳定增长。公司近期不断布局新能源、硅光模块，物联网传感器，长期将不断增厚公司基本面，打开未来成长空间。预计 17-19 年公司净利润分别为 21.9 亿元、33.2 亿元、44.2 亿元，对应 18 年 PE 17x，维持“买入”评级。

风险提示：硅光产业化进程低于预期，被投公司经营发展具有不确定性

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)	97.73	42.53	25.51	16.86	12.66
市净率(P/B)	12.13	9.57	5.24	4.12	3.20
市销率(P/S)	4.11	2.90	2.01	1.53	1.25
EV/EBITDA	15.12	11.61	16.00	11.03	8.77

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	41.17 元
目标价格	50 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)	55,981.96
流通 A 股市值(百万元)	51,103.05
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

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

- 《亨通光电-公司点评:联手日本藤仓，打造新能源汽车充电线束一体化产业》2017-12-11
- 《亨通光电-公司点评:国际化战略持续推进，行业短期有望再迎催化》2017-12-08
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,334.57	3,104.50	4,469.49	5,883.44	7,176.89	营业收入	13,622.31	19,307.89	27,797.20	36,591.01	44,635.37
应收账款	3,524.81	4,528.45	8,136.19	8,161.48	11,449.91	营业成本	10,818.90	15,233.61	21,216.74	27,393.12	33,187.49
预付账款	235.63	539.04	415.55	820.74	738.81	营业税金及附加	63.58	136.67	208.48	274.43	312.45
存货	3,326.29	3,933.67	7,378.51	6,895.57	10,039.25	营业费用	637.76	794.42	1,111.89	1,646.60	2,008.59
其他	849.71	1,335.27	1,175.00	1,916.45	1,828.47	管理费用	922.04	1,392.69	2,001.40	2,744.33	3,303.02
流动资产合计	10,271.02	13,440.93	21,574.74	23,677.68	31,233.31	财务费用	389.70	347.70	358.45	137.48	(43.73)
长期股权投资	473.59	885.89	885.89	885.89	885.89	资产减值损失	73.35	97.34	100.00	110.00	120.00
固定资产	3,146.03	3,500.48	3,353.26	3,041.97	2,700.55	公允价值变动收益	2.24	1.14	0.00	0.00	0.00
在建工程	120.14	262.82	153.13	49.25	0.00	投资净收益	56.24	271.55	100.00	100.00	100.00
无形资产	493.84	654.31	593.13	531.95	470.77	其他	(82.56)	(540.10)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
其他	765.71	989.90	851.17	899.34	888.24	营业利润	741.05	1,572.88	2,900.25	4,385.06	5,847.55
非流动资产合计	4,999.30	6,293.40	5,836.57	5,408.39	4,945.45	营业外收入	84.75	228.54	150.00	150.00	150.00
资产总计	15,482.18	19,734.33	27,411.32	29,086.07	36,178.76	营业外支出	11.98	11.88	20.00	20.00	20.00
短期借款	3,375.39	4,413.57	4,433.57	1,813.77	2,476.32	利润总额	813.82	1,789.54	3,030.25	4,515.06	5,977.55
应付账款	1,953.29	2,374.66	3,469.00	4,275.77	5,041.71	所得税	120.54	266.41	454.54	677.26	896.63
其他	2,752.85	3,763.97	5,275.70	6,074.61	7,186.51	净利润	693.28	1,523.13	2,575.71	3,837.80	5,080.92
流动负债合计	8,081.53	10,552.20	13,178.26	12,164.15	14,704.54	少数股东损益	120.46	206.74	381.21	518.10	660.52
长期借款	501.00	673.00	1,097.41	0.00	38.34	归属于母公司净利润	572.82	1,316.39	2,194.50	3,319.70	4,420.40
应付债券	1,488.97	1,491.37	993.45	1,324.59	1,269.80	每股收益(元)	0.42	0.97	1.61	2.44	3.25
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	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1,241.27	1,241.27	1,359.78	1,359.78	1,359.78	成长能力					
资本公积	937.09	838.32	3,676.65	3,676.65	3,676.65	营业收入	30.09%	41.74%	43.97%	31.64%	21.98%
留存收益	3,389.95	4,549.34	9,318.83	12,240.17	16,130.12	营业利润	101.45%	112.25%	84.39%	51.20%	33.35%
其他	(951.94)	(779.78)	(3,676.65)	(3,676.65)	(3,676.65)	归属于母公司净利润	66.44%	129.81%	66.71%	51.27%	33.16%
股东权益合计	5,306.90	6,788.59	11,999.25	15,438.69	19,989.16	获利能力					
负债和股东权益总	15,482.18	19,734.33	27,411.32	29,086.07	36,178.76	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	97.73	42.53	25.51	16.86	12.66
						市净率	12.13	9.57	5.24	4.12	3.20
						EV/EBITDA	15.12	11.61	16.00	11.03	8.77
						EV/EBIT	19.64	14.17	18.15	12.12	9.45

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

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