

亨通光电 (600487)

证券研究报告
2019年04月30日

光纤业务短期承压，海缆、新能源汽车等新业务发力，看好长期发展

事件：公司公告，2018 年营业收入 338.7 亿元，同比增长 30.5%；归属于上市公司股东净利润 25.32 亿元，同比增长 20.3%。同时，2019 年一季度收入 67.99 亿元，同比增长 7.45%，归母净利润 4.57 亿元，同比下滑 5.18%。

业绩持续稳健增长，未来盈利能力有望进一步提升

2018 年营业收入 338.7 亿元，同比增长 30.5%，其中：1) 光网络与系统集成收入 95.95 亿元，同比增长 10.56%，受益于新一代绿色光棒产能释放及海底光缆市场的持续突破；2) 智能电网传输与系统集成收入 86.96 亿元，同比增长 18.23%，主要是公司进一步优化产品结构，加大超高压、特高压及特种导线的市场开拓；3) 海洋电力通信与系统集成收入 11.8 亿元，同比增长 126.9%，受益于海上风力发电建设及国际通信光缆建设发展推动，报告期内公司海洋电力通信与系统集成中标金额累计超过 20 亿元；3) 工业智能控制产品收入 26.14 亿元，同比增长 17.52%；4) 新能源汽车部件与充电运营收入 5.97 亿元，同比增长 260.11%；5) 铜导体和商品贸易分别实现收入 63.03 亿 (YOY +28.79%) 和 39.79 亿元 (YOY +179.13%)。

2018 年归母净利润 25.32 亿元，同比增长 20.3%，符合市场预期。2018 年净利润增速低于收入增速，源于整体毛利率有所下滑，一方面低毛利的铜导体、商品贸易占比提升；另一方面，利润贡献最大的光网络与系统集成业务的毛利率有所回落。

2019 年一季度收入 67.99 亿元，同比增长 7.45%，归母净利润为 4.57 亿元，同比下降 5.18%，受运营商光纤高库存影响，从 18Q4 就已开始出现利润下滑，我们认为，此次中移动的光纤集采价格大幅下降，将会持续影响公司的业绩。

毛利率开始下滑，随着光纤价格大幅下降，短期毛利率将继续承压

公司 2018 年整体毛利率为 18.92%，同比下降 1.16 个百分点。其中：光网络与系统集成毛利率 39.48%，同比下降 1.01 个百分点；智能电网传输与系统集成毛利率 12.58%，同比提升 0.63 个百分点；海洋电力通信与系统集成毛利率 38.51%，同比提升 7.89 个百分点；铜导体、商品贸易的毛利率分别为 0.7%和 2.72%。

公司 2019Q1 毛利率为 18.57%，呈持续下降趋势，随着光纤集采价格大幅下降，短期毛利率将持续承压。

光纤光缆业务短期承压，但海缆、新能源汽车发力，新业务新高度

1) **光纤光缆：**短期行业供求关系变差，运营商集采价格大幅下降，导致短期承压，预计到 2020 年在 5G 建设带动下，行业有望拐点向上；2) **海洋板块：**在手订单充裕，将持续受益海上风力发电和跨洋通信需求，海洋业务收入规模和盈利能力都将进一步提升；3) **智能电网传输与系统集成：**持续优化产品结构，加大超高压、特高压及特种导线的市场开拓；4) **前瞻性业务布局：**已进入 100G QSFP28 AOC 硅光模块的产品试制阶段，同时进行 100G QSFP28 CWD4 硅光模块及 400G DR4 硅光模块样品试制；亨通太赫兹已提前完成太赫兹原型样机的研制，实现公里级的太赫兹通信。

盈利预测及投资建议：

短期光纤行业供需格局缓解，价格下行，业绩增长承压；但中长期看，5G 基站密集组网以及流量激增有望带动光纤需求持续增长，同时海缆、新能源汽车等新业务进入收获期，并且积极布局硅光、5G 射频芯片、量子加密通信、物联网光电传感器等新技术，打开未来成长空间。因今年中国移动光纤光缆集采价格下降幅度超出我们预期，我们将公司 2019-2020 年盈利预测从 28.1 亿和 32.5 亿元下调为 17.5 亿和 23.2 亿元，同时预计 2021 年净利润为 29.2 亿元，对应 19 年 PE 是 22x，维持“增持”评级。

风险提示：光纤光缆集采价格下滑、5G 建设进度低于预期、新业务发展低于预期等

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	20.1 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,903.69
流通 A 股股本(百万股)	1,860.33
A 股总市值(百万元)	38,264.09
流通 A 股市值(百万元)	37,392.54
每股净资产(元)	6.77
资产负债率(%)	63.32
一年内最高/最低(元)	37.08/15.85

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	
容志能	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517100003	
rongzhineng@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:多业务助力公司持续增长，期待未来 5G 时代》 2019-02-01
- 2 《亨通光电-季报点评:短期高增长承压，长期期待流量高增长和 5G 驱动》 2018-11-11
- 3 《亨通光电-公司点评:海缆是新业务拓展的典范，强者基因开辟新空间》 2018-10-10



财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,950.27	33,865.76	37,603.27	43,100.17	47,341.03
增长率(%)	34.40	30.50	11.04	14.62	9.84
EBITDA(百万元)	3,061.94	4,831.01	2,814.44	3,440.32	4,063.76
净利润(百万元)	2,108.83	2,531.59	1,754.03	2,321.60	2,920.11
增长率(%)	60.20	20.05	(30.71)	32.36	25.78
EPS(元/股)	1.11	1.33	0.92	1.22	1.53
市盈率(P/E)	18.14	15.11	21.82	16.48	13.10
市净率(P/B)	3.70	3.08	2.68	2.32	1.98
市销率(P/S)	1.47	1.13	1.02	0.89	0.81
EV/EBITDA	19.61	7.95	15.61	11.64	9.89

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,388.82	5,054.23	3,008.26	3,448.01	3,787.28
应收账款	5,720.21	8,552.78	6,908.29	8,333.20	8,407.99
预付账款	2,618.21	3,336.39	1,111.28	5,024.61	1,875.26
存货	4,889.13	4,505.33	8,671.40	5,578.52	10,563.25
其他	3,288.76	2,460.59	3,008.27	3,367.03	3,378.75
流动资产合计	19,905.12	23,909.33	22,707.51	25,751.37	28,012.53
长期股权投资	1,133.12	1,320.85	1,320.85	1,320.85	1,320.85
固定资产	4,128.66	5,774.53	6,305.20	6,532.64	6,565.13
在建工程	823.08	1,879.74	1,163.85	746.31	477.78
无形资产	877.48	1,452.83	1,320.50	1,188.17	1,055.84
其他	1,360.76	2,025.38	1,824.86	1,740.75	1,825.03
非流动资产合计	8,323.09	12,453.33	11,935.26	11,528.72	11,244.63
资产总计	28,228.22	36,362.66	34,642.77	37,280.09	39,257.16
短期借款	5,750.00	8,942.29	7,826.87	3,850.43	4,431.14
应付账款	3,787.43	3,560.43	5,429.62	4,787.36	6,129.93
其他	4,755.30	8,202.93	5,113.90	9,737.11	6,969.60
流动负债合计	14,292.73	20,705.65	18,370.40	18,374.90	17,530.67
长期借款	1,109.48	1,340.41	0.00	0.00	34.50
应付债券	1,493.77	561.92	600.00	885.23	682.38
其他	269.78	253.57	250.84	258.06	254.16
非流动负债合计	2,873.03	2,155.90	850.84	1,143.29	971.05
负债合计	17,165.76	22,861.55	19,221.24	19,518.19	18,501.71
少数股东权益	715.88	1,080.44	1,153.53	1,267.60	1,400.48
股本	1,359.78	1,903.69	1,903.69	1,903.69	1,903.69
资本公积	3,202.74	3,195.89	3,195.89	3,195.89	3,195.89
留存收益	8,886.05	10,645.37	12,364.32	14,590.60	17,451.28
其他	(3,102.00)	(3,324.28)	(3,195.89)	(3,195.89)	(3,195.89)
股东权益合计	11,062.46	13,501.12	15,421.53	17,761.89	20,755.45
负债和股东权益总	28,228.22	36,362.66	34,642.77	37,280.09	39,257.16

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	244.86	476.80	721.90	950.24	1,188.10
折旧摊销	320.72	447.90	405.39	431.36	457.38
财务费用	98.92	222.18	148.58	151.03	124.26
投资损失	(9.11)	0.00	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(637.49)	(1,340.35)	158.74	(1,191.96)	(85.60)
其它	(261.16)	290.30	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	(243.26)	96.83	1,424.61	330.67	1,674.14
资本支出	3,956.96	804.48	234.65	231.43	197.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(6,921.97)	(2,535.95)	(427.63)	(456.38)	(391.33)
投资活动现金流	(2,965.00)	(1,731.47)	(192.98)	(224.95)	(194.17)
债权融资	4,408.61	5,592.98	4,652.88	5,013.42	4,046.21
股权融资	617.17	(204.69)	(19.73)	(106.39)	(124.26)
其他	(735.27)	(4,421.03)	(5,701.26)	(4,795.42)	(5,191.63)
筹资活动现金流	4,290.50	967.26	(1,068.11)	111.61	(1,269.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,082.24	(667.38)	163.51	217.33	210.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,950.27	33,865.76	37,603.27	43,100.17	47,341.03
营业成本	20,738.41	27,459.92	31,773.54	36,159.48	39,314.22
营业税金及附加	118.07	128.11	150.41	177.18	187.69
营业费用	916.60	1,065.88	1,128.10	1,293.00	1,420.23
管理费用	1,660.20	919.75	2,105.78	2,413.61	2,745.78
财务费用	387.73	504.09	474.26	299.82	200.95
资产减值损失	113.06	175.41	128.61	139.03	147.68
公允价值变动收益	(4.67)	(1.40)	0.06	0.02	(0.03)
投资净收益	185.79	107.62	120.00	120.00	120.00
其他	(678.32)	458.30	(240.11)	(240.04)	(239.94)
营业利润	2,513.41	3,048.07	1,962.63	2,738.07	3,444.45
营业外收入	62.69	10.11	150.00	74.27	78.13
营业外支出	10.65	14.97	12.50	12.71	13.39
利润总额	2,565.45	3,043.21	2,100.13	2,799.63	3,509.18
所得税	329.69	395.85	273.02	363.95	456.19
净利润	2,235.76	2,647.37	1,827.11	2,435.68	3,052.99
少数股东损益	126.93	115.78	73.08	114.08	132.88
归属于母公司净利润	2,108.83	2,531.59	1,754.03	2,321.60	2,920.11
每股收益(元)	1.11	1.33	0.92	1.22	1.53

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	55.77%	29.58%	21.78%	17.16%	14.17%
营业利润	-13.76%	109.52%	39.80%	35.24%	25.24%
归属于母公司净利润	-39.06%	94.72%	51.40%	31.63%	25.03%
获利能力					
毛利率	47.04%	47.30%	47.09%	47.01%	46.83%
净利率	4.58%	6.88%	8.55%	9.60%	10.52%
ROE	4.33%	7.80%	10.53%	12.33%	13.63%
ROIC	8.32%	9.21%	9.08%	11.65%	12.65%
偿债能力					
资产负债率	59.44%	59.15%	56.98%	54.75%	52.14%
净负债率	16.78%	37.27%	31.49%	41.01%	32.48%
流动比率	1.14	1.17	1.05	1.21	1.37
速动比率	0.87	0.87	0.84	0.91	1.09
营运能力					
应收账款周转率	1.86	1.88	1.80	1.80	1.80
存货周转率	4.14	3.83	4.54	4.53	4.51
总资产周转率	0.52	0.48	0.55	0.60	0.64
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.26	0.39	0.52	0.65
每股经营现金流	-0.13	0.05	0.78	0.18	0.91
每股净资产	3.08	3.33	3.73	4.20	4.75
估值比率					
市盈率	83.51	42.89	28.33	21.52	17.21
市净率	3.62	3.34	2.98	2.65	2.35
EV/EBITDA	74.67	10.63	18.08	14.86	12.20
EV/EBIT	199.59	14.07	26.57	20.60	16.39

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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com