中报光纤光缆承压，海洋业务超预期

亨通光电(600487)

投资评级：增持(维持)

当前价格(元)： 15.3
合理价格区间(元)： 17.7～18.4

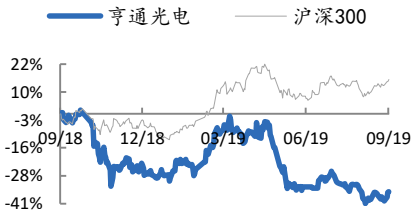
证券分析师

雷涛
资格编号：S0120518060001
电话：021-68761616-6307
邮箱：leitao@tebon.com.cn

联系人

张天
电话：021-68761616-6361
邮箱：zhangtian@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-2.1	-11.0	-3.3
相对涨幅（%）	-5.8	-11.3	-11.3

资料来源：德邦研究所

相关研究

《光纤光缆全价值链服务龙头，新兴业务培育顺利》2019.04.30
《2018 业绩略超预期，三帆齐扬培育新动能》2019.05.01

股票数据

总股本(百万)	1,903.69
流通 A 股(百万)	1,903.69
52 周内股价区间(元)	24.12-14.05
总市值(百万)	29,183.50
总资产(百万)	39,798.83
每股净资产(元)	6.77

资料来源：公司公告

投资要点：

- **半年报发布，收入和负债结构变化。**上半年公司实现营收 154.12 亿元，同比增长 0.92%，实现归母净利润 7.31 亿元，同比下降 37.65%。收入结构方面，光网络与系统集成、智能电网传输与系统集成、海洋电力通信与系统集成收入占比同比分别 -9.2pct、+8.3%、+4.5%。由于智能电网业务应收账款周转率低于光通信业务，同时海上风电作业平台、PEACE 跨洋海缆、云南联通混改等项目资金需求增加，公司上半年增加长期借款，财务费用同比增加 46.4%。

- **运营商集采价格大幅下跌，光通信业务收入及毛利率双降。**上半年，由于运营商固网资本开支缩减，同时短期内光纤光缆供大于求的状况难以改观，运营商光纤光缆采购量与去年基本持平，但价格同比接近“腰斩”。公司光网络与系统集成实现收入 35.29 亿元，同比下降 28.32%，毛利率 33.09%，较 2018 年底较少 6.39pct。公司降本增效、拓展新品应对行业压力，光棒继续稳定扩产，同时 5G 特种光纤光缆进入市场开拓阶段、100G 全系列硅光模块逐步量产。

- **特高压持续景气，智能电网业务稳健增长。**2018 年下半年以来，以特高压为主的电网建设再次提速，“七交五直”特高压项目预计落地投资 1270 亿元，全年电网投资预计达到 5126 亿元，同比增加 4.85%。公司持续强化高中压配电网、特高压电网的市场地位和服务能力，电力传输与系统集成上半年实现营收 50.44 亿元，同比增长 35.21%，毛利率 14.47%，环比 2018 年底增加 1.89pct。

- **受益海上风电加速上马，海洋业务增长超预期。**据国家能源局数据显示，2019 年半年度全国新增风电装机容量 909 万千瓦，同比增长 12.65%，海上风电开工率有望持续景气，带来海底电缆需求持续增长。上半年公司海洋电力通信与系统集成实现收入 10.31 亿元，同比增长 205.69%，毛利率 34.05%，环比 2018 年底下降 4.46pct。上半年公司累计中标金额约 26 亿元，全年收入高增长有保障。公司发布预案拟收购华为海洋，继续加大在海洋通信设备制造和全球海洋通信系统集成能力的拓展，我们认为收购有利于全面提升公司海洋业务的综合实力。目前收购方式和对价尚未确定，看好对于公司明年及之后业绩增厚的预期。

- **下调盈利预测，看好非光业务布局。**鉴于运营商短期资本开支将偏重于无线侧，光纤光缆短期承压状况难以改变，我们将公司 2019/2020/2021 归母净利润预测由 29.3/35.5/42.1 亿元分别下调为 17.5/24.5/32.2 亿元，当前股价对应市盈率分别为 16.6/11.9/9.1。公司积极布局 5G 光纤、硅光模块、跨洋海缆通信运营等，新兴动能有望逐步驱动，参考 A 股光纤光缆可比公司 2019 年市盈率，合理估值水平给予 19-20 倍，对应目标价 17.7-18.4，维持“增持”评级。

- **风险提示。**光缆集采低价超预期、海上风电投资不及预期、收购华为海洋不确定性

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万	25952	33866	37486	46537	56974
（+/-）YoY（%）	34.4	30.5	10.7	24.1	22.4
净利润（百万元）	2105	2532	1753	2453	3220
（+/-）YoY（%）	59.9	20.3	-30.8	40.0	31.3
全面摊薄 EPS	1.11	1.33	0.92	1.29	1.69
毛利率（%）	20.1	18.9	16.0	16.9	17.1
净资产收益率	20.0	20.4	12.4	15.0	16.2

资料来源：公司年报（2017-2018），德邦证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	1.33	0.92	1.29	1.69
每股净资产	6.52	7.42	8.58	10.45
每股经营现金流	0.97	-0.05	0.99	1.28
每股股利	0.00	0.09	0.13	0.17
价值评估（倍）				
P/E	12.82	15.56	11.11	8.47
P/B	2.61	1.93	1.67	1.37
P/S	0.80	0.73	0.59	0.49
EV/EBITDA	9.80	11.97	9.33	7.66
股息率%	0.0	0.7	0.9	1.2
盈利能力指标（%）				
毛利率	18.9	16.0	16.9	17.1
净利润率	7.5	4.7	5.3	5.7
净资产收益率	20.4	12.4	15.0	16.2
资产回报率	7.0	3.8	4.6	5.4
投资回报率	14.8	8.2	9.7	11.1
盈利增长（%）				
营业收入增长率	30.5	10.7	24.1	22.4
EBIT 增长率	32.6	-27.4	41.4	26.1
净利润增长率	20.3	-30.8	40.0	31.3
偿债能力指标				
资产负债率%	62.9	66.8	67.6	65.4
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	90.9	115.0	115.0	115.0
存货周转天数	62.5	66.0	66.0	66.0
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0
固定资产周转率	6.8	5.6	5.4	5.9

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2532	1753	2453	3220
少数股东损益	116	-51	-71	-94
非现金支出	800	904	1145	1268
非经营收益	497	732	982	1065
营运资金变动	-2092	-3435	-2619	-3018
经营活动现金流	**1853**	**-97**	**1889**	**2441**
资产	-3707	-3295	-3395	-1495
投资	-1025	-551	0	0
其他	423	64	64	64
投资活动现金流	**-4309**	**-3782**	**-3331**	**-1431**
债权募资	3639	5448	3143	-206
股权募资	13	0	0	649
其他	-767	377	-1702	-1454
融资活动现金流	**2886**	**5825**	**1441**	**-1011**
现金净流量	**430**	**1946**	**0**	**0**

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**33866**	**37486**	**46537**	**56974**
营业成本	27460	31477	38660	47203
毛利率%	18.9	16.0	16.9	17.1
营业税金及附加	128	142	176	216
营业税金率%	0.4	0.4	0.4	0.4
营业费用	1066	1162	1443	1766
营业费用率%	3.1	3.1	3.1	3.1
管理费用	920	1050	1303	1595
管理费用率%	2.7	2.8	2.8	2.8
研发费用	960	1237	1536	1880
研发费用率%	2.8	3.3	3.3	3.3
EBIT	3332	2419	3420	4314
财务费用	504	689	914	997
财务费用率%	1.5	1.8	2.0	1.7
资产减值损失	175	124	167	193
投资收益	108	64	64	64
营业利润	**3048**	**1951**	**2733**	**3588**
营业外收支	-5	5	5	5
利润总额	**3043**	**1956**	**2738**	**3594**
EBITDA	3957	3199	4397	5389
所得税	396	254	356	467
有效所得税率%	13.0	13.0	13.0	13.0
少数股东损益	116	-51	-71	-94
归属母公司所有者净利润	**2532**	**1753**	**2453**	**3220**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5054	7000	7000	7000
应收款项	9614	11811	14662	17951
存货	4505	5692	6991	8535
其它流动资产	4736	6164	7287	8614
流动资产合计	23909	30666	35940	42100
长期股权投资	1321	1339	1339	1339
固定资产	5775	7623	9605	9726
在建工程	1880	2380	2580	2580
无形资产	1112	1284	1525	1828
非流动资产合计	12453	15055	17477	17902
资产总计	**36363**	**45721**	**53417**	**60002**
短期借款	8942	13309	16452	16246
应付账款	8068	8624	10592	12932
预收账款	1779	1874	2327	2849
其它流动负债	1917	2295	2696	3169
流动负债合计	20706	26103	32067	35196
长期借款	1340	2557	2157	2157
其它长期负债	815	1897	1897	1897
非流动负债合计	2156	4454	4054	4054
负债总计	**22862**	**30557**	**36121**	**39250**
实收资本	1904	1904	1904	1934
普通股股东权益	12421	14135	16338	19887
少数股东权益	1080	1029	958	864
负债和所有者权益合计	**36363**	**45721**	**53417**	**60002**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 5 日
资料来源：公司年报（2018），德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。