

投资评级：中性(下调)

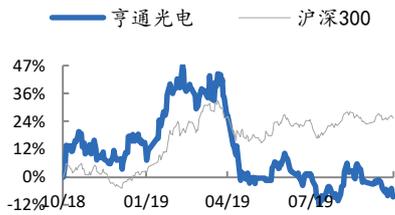
 当前价格(元): 14.57
合理价格区间(元): 15.0~18.8

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: 021-68761616-6470
邮箱: zhangtian@tebon.com.cn

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-6.4	1.7	-9.7
相对涨幅 (%)	-8.4	-0.7	-10.3

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
《中报光纤光缆承压, 海洋业务超预期》2019.09.05

三季报业绩仍然承压, 勇敢转型迎接海洋机遇

亨通光电(600487)

投资要点:

- **事件。**公司发布 2019 年三季报, Q3 实现营收 91.88 亿元, 同比增长 4.0%, 实现归母净利润 4.57 亿元, 同比减少 51.2%, 扣非后同比减少 65.0%。前三季度公司实现营收 246.00 亿元, 同比增长 2.1%, 实现归母净利润 11.87 亿元, 同比减少 43.6%, 扣非后同比减少 52.2%, 营收和净利低于我们预期。
- **光纤光缆行业承压导致毛利率下滑, 行业有望加速触底。**前三季度公司毛利率 16.21%, 同比下滑 4.89pct, 其中三季度毛利率 14.68%, 环比下降 1.30pct。今年运营商光纤光缆集采需求基本与去年持平, 但年初移动集采、年中电信集采投标均价均较去年下滑了 50%以上。我们认为光纤光缆行业短期内供大于求的状况难以改变, 由于波分技术的采用, 5G 建网前期对光纤光缆的拉动不会十分明显, 但随着行业竞争格局的改善和集采价格的稳定, 行业有望加速触底。
- **多项费用率同比上升, 净利率大幅下滑。**报告期内公司加速市场拓张、加大研发力度, 销售费用率、研发费用率分别同比上涨 0.4pct、0.3pct。下半年公司智能电网业务、海洋电力与通信业务收入占比提升, 整体回款周期有所延长, 同时对光棒扩产、海上风电船、PEACE 海缆等重点项目持续投入, 加大资金需求, 短期借款、长期借款分别较年初增加 3.8 亿、13.1 亿, 导致公司财务费用率同比提升 0.64pct。综合因素下, 公司前三季度净利率较去年下滑 4.40pct。
- **收购华为海洋再进一步, 有望成为海洋通信综合解决方案龙头。**公司同时发布收购华为海洋交易报告书草案, 公司拟以 19.7 亿元估值收购华为海洋 51% 股权, 其中向华为投资非公开发行 4764 万股, 现金支付 3.01 亿元。根据公告披露, 华为海洋在全球海缆通信网络建设的市场份额约 10%-15%, 公司收购完成后将显著增强海洋通信设备的研发生产能力, 建立海洋通信全产业链优势地位。
- **投资建议。**考虑到光通信业务持续承压、海洋通信运营项目短期难以创造收益等因素, 假设华为海洋在 2020 年中并表, 我们将 2019-2021 年盈利预测由 17.5、24.5、32.2 亿调整为 15.2、17.9、22.7 亿元, 对应当前市盈率分别为 18.4/15.6/12.4。公司能源互联和海洋业务稳健增长, 2020 年合理估值为 16-20 倍, 对应目标价 15.0-18.8 元, 下调评级至“中性”。
- **风险提示。**光纤光缆价格持续下滑、海上风电开工不及预期、收购华为海洋不确定性

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)	23.46-14.05
总市值(百万)	27,736.72
总资产(百万)	40,921.31
每股净资产(元)	6.88

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	25952	33866	34696	42410	51624
(+/-) YoY (%)	34.4	30.5	2.5	22.2	21.7
净利润(百万元)	2105	2532	1517	1790	2268
(+/-) YoY (%)	59.9	20.3	-40.1	18.1	26.7
全面摊薄 EPS	1.11	1.33	0.80	0.94	1.19
毛利率 (%)	20.1	18.9	15.6	15.8	15.8
净资产收益率	20.0	20.4	10.9	11.0	12.1

 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	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	33866	34696	42410	51624
每股收益	1.33	0.80	0.94	1.19	营业成本	27460	29272	35704	43478
每股净资产	6.52	7.32	8.58	9.88	毛利率%	18.9	15.6	15.8	15.8
每股经营现金流	0.97	2.02	1.21	1.38	营业税金及附加	128	104	127	155
每股股利	0.00	0.08	0.11	0.13	营业税金率%	0.4	0.3	0.3	0.3
价值评估 (倍)					营业费用	1066	1190	1455	1771
P/E	12.82	18.29	15.49	12.23	营业费用率%	3.1	3.4	3.4	3.4
P/B	2.61	1.99	1.70	1.48	管理费用	920	982	1200	1461
P/S	0.82	0.80	0.67	0.56	管理费用率%	2.7	2.8	2.8	2.8
EV/EBITDA	9.80	12.19	10.31	8.79	研发费用	960	1148	1404	1709
股息率%	0.0	0.5	0.8	0.9	研发费用率%	2.8	3.3	3.3	3.3
盈利能力指标 (%)					EBIT	3332	1999	2521	3051
毛利率	18.9	15.6	15.8	15.8	财务费用	504	739	812	823
净利润率	7.5	4.4	4.2	4.4	财务费用率%	1.5	2.1	1.9	1.6
净资产收益率	20.4	10.9	11.0	12.1	资产减值损失	175	13	90	146
资产回报率	7.0	3.5	3.7	4.2	投资收益	108	44	44	44
投资回报率	14.8	8.5	9.1	10.1	营业利润	3048	1639	1993	2526
盈利增长 (%)					营业外收支	-5	29	5	5
营业收入增长率	30.5	2.5	22.2	21.7	利润总额	3043	1668	1998	2531
EBIT 增长率	32.6	-40.0	26.1	21.1	EBITDA	3957	2787	3506	4134
净利润增长率	20.3	-40.1	18.1	26.7	所得税	396	217	260	329
偿债能力指标					有效所得税率%	13.0	13.0	13.0	13.0
资产负债率%	62.9	65.0	64.2	63.5	少数股东损益	116	-65	-52	-66
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	归属母公司所有者净利润	2532	1517	1790	2268
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.9					
现金比率	0.2	0.3	0.3	0.2	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	5054	8000	7000	7000
应收帐款周转天数	90.9	115.0	115.0	115.0	应收款项	9614	10931	13362	16265
存货周转天数	62.5	66.0	66.0	66.0	存货	4505	5293	6456	7862
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	其它流动资产	4736	4518	5118	5839
固定资产周转率	6.8	5.2	4.9	5.3	流动资产合计	23909	28743	31936	36966
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	长期股权投资	1321	1154	1154	1154
净利润	2532	1517	1790	2268	固定资产	5775	7623	9605	9726
少数股东损益	116	-65	-52	-66	在建工程	1880	1680	1880	2080
非现金支出	800	800	1075	1229	无形资产	1112	1376	1609	1905
非经营收益	497	666	853	857	非流动资产合计	12453	14000	16415	17032
营运资金变动	-2092	930	-1362	-1655	资产总计	36363	42743	48351	53998
经营活动现金流	1853	3847	2304	2632	短期借款	8942	9430	9956	9891
资产	-3707	-2673	-3395	-1695	应付账款	8068	9223	11249	13698
投资	-1025	-404	0	0	预收账款	1779	2429	2969	3614
其他	423	114	44	44	其它流动负债	1917	2172	2526	2953
投资活动现金流	-4309	-2964	-3351	-1651	流动负债合计	20706	23254	26701	30156
债权募资	3639	1569	526	-265	长期借款	1340	2648	2448	2248
股权募资	13	0	843	450	其它长期负债	815	1897	1897	1897
其他	-767	493	-1322	-1166	非流动负债合计	2156	4545	4345	4145
融资活动现金流	2886	2062	47	-981	负债总计	22862	27799	31046	34301
现金净流量	430	2946	-1000	0	实收资本	1904	1904	1961	1991
					普通股股东权益	12421	13929	16342	18800
					少数股东权益	1080	1015	963	897
					负债和所有者权益合计	36363	42743	48351	53998

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 31 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

	类别	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；	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。
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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。