天风证券 TF SECURITIES

亨通光电（600487）

证券研究报告
2020 年 03 月 12 日

海洋板块有望成为重要利润新增点，光纤业务有望迎来向上周期

事件：公司近日公告，已完成华为海洋 51%股权的过户手续，公司已持有华为海洋 51%股权，华为海洋已成为本公司控股子公司。

成功收购华为海洋，海洋板块有望成为重要的业绩增长点

据 Navigant Research 数据，2023 年全球海缆系统安装量将从 2013 年的 110 个上升到 304 个，市场规模有数百亿元。**据研究机构 Technavio 测算，到 2021 年全球海底光缆市场规模有望达到 51.4 亿美元**，市场空间广阔。

公司向来重视海底光电缆的研发及生产，认定海**洋市场具备高壁垒（技术和认证）、高毛利、未来市场空间大的特征。**亨通从 2009 年开始投入海缆，通过不断积累，突破海外厂商（ABB、普锐斯曼、耐克森、NEC、阿尔卡特）垄断，**在技术、产能、认证等方面建立核心优势，公司海洋业务从 2015 年的 2.8 亿收入快速扩张到 2018 年的 11.8 亿元，反映公司前瞻的战略眼光和务实精神，也印证公司优秀的经营管理能力和较强的执行力。**

华为海洋不仅仅铺设海缆，更为重要的是可提供端到端的交钥匙海缆解决方案。**华为海洋实现累计达 90 个项目数量/50361 公里长度。华为海洋具备丰富的项目管理经验，强大的设计、研发和生产能力（包括各类创新型海底中继器、分支器等），并且背靠华为技术有限公司和全球海事系统有限公司，拥有极快速的服务响应能力。**

此次与华为海洋强强联合互补短板，协同效应极强。公司的海缆制造业务能够可与华为海洋承接的各类国际海缆建设项目进行全面配套，亨通海洋业务将形成从产品-系统集成-整体解决方案的全产业链能力，将跻身全球海缆市场第一梯队，打开长期成长空间，将有望成为公司新的增长点。

光纤需求持续向上，供给新增产能释放接近尾声，行业有望迎来向上周期

1、需求持续向好。2019 年受运营商光纤光缆消化库存、中美贸易战以及未开展 5G 大规模建设的影响，光纤光缆需求出现了下滑。2020 年新基建支持政策密集落地，5G 建设有望加速，带动光纤光缆增量需求，同时各类新应用有望快速落地，推动网络流量长期快速增长，带动光纤光缆长期需求持续成长。我们判断，未来几年光纤需求有望开始向上增长。

2、供给端产能大幅释放基本结束，预计未来不会有大规模新增产能投放。光纤光缆尤其光纤预制棒扩产周期较长，从前期规划到建设、调试和产能释放有 2-3 年的周期。上一轮扩产的产能释放后，我们预计未来一段时间主要厂商不再有新的扩产计划，行业供给预计相对稳定。

3、行业价格处于历史底部。随着需求持续增长、供给基本不再释放，价格明确见底，长期看，未来随着供求关系持续改善，有望迎来涨价机遇，推动相关上市公司业绩持续成长。

新技术：推出 400G 数通硅光模块，赋能数据中心“新基建”

亨通洛克利 400G QSFP-DD DR4 模块基于硅基光子集成技术，采用了业界领先的 7nm DSP 芯片，并在 OFC 展会上进行硅光发射及接收芯片级的现场演示。Rockley 的硅基光子集成技术除了将光器件集成在硅基芯片上，极大地减少了光模块的分离器件以外，还导入了容易与光纤进行耦合的设计，从而降低了光组件及光模块的复杂性和工艺难度。而亨通洛克利开发了具有自主知识产权的光源、光纤阵列与硅光芯片的自动化无源耦合方案，并利用成熟的 COB 封装技术，大幅简化光模块的设计和制造，有利于规模化生产。公司未来在数据中心市场的进一步突破值得期待。

投资建议：光纤光缆业务有望企稳向上，收购华为海洋显著提升竞争力，海洋板块将成为公司重要的业绩新增点，数据中心硅光 400G 模块也获得突破，未来值得期待。因 19 年受光纤光缆价格大幅下降影响，我们将公司 2019-2021 年盈利预测调整为 14.9 亿、19.3 亿和 24 亿元（原值为 17.5 亿、23.2 亿和 29.1 亿元），对应 20 年 20 倍 PE，维持“增持”评级。

风险提示：运营商集采低于预期，新业务加大投入影响利润等风险

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	20.35 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)	38,740.17
流通 A 股市值(百万元)	37,857.78
每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	64.79
一年内最高/最低(元)	23.87/13.68

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com
王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com
容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com
姜佳汛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@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:海缆市场空间广阔，强强联合跻身全球第一梯队》2019-06-20
2 《亨通光电-年报点评报告: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》 2019-04-30
3 《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

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	34,821.94	39,931.56	44,400.22
增长率(%)	34.40	30.50	2.82	14.67	11.19
EBITDA(百万元)	3,972.37	4,831.01	2,618.82	3,116.83	3,654.45
净利润(百万元)	2,108.83	2,531.59	1,493.79	1,926.01	2,402.24
增长率(%)	60.20	20.05	(40.99)	28.94	24.73
EPS(元/股)	1.11	1.33	0.78	1.01	1.26
市盈率(P/E)	18.37	15.30	25.93	20.11	16.13
市净率(P/B)	3.74	3.12	2.79	2.48	2.18
市销率(P/S)	1.49	1.14	1.11	0.97	0.87
EV/EBITDA	15.12	7.95	16.60	13.28	11.26

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	4,178.63	4,791.79	5,328.03
应收票据及应收账款	7,258.39	9,613.98	7,029.22	10,108.84	8,947.10
预付账款	2,618.21	3,336.39	760.89	4,890.43	1,578.22
存货	4,889.13	4,505.33	7,633.34	5,491.24	9,641.75
其他	1,743.46	1,393.01	1,487.05	1,549.56	1,663.79
流动资产合计	**19,898.01**	**23,902.95**	**21,089.13**	**26,831.86**	**27,158.90**
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	1,532.28	1,643.23	1,694.99
非流动资产合计	**8,323.09**	**12,453.33**	**11,642.68**	**11,431.19**	**11,114.60**
资产总计	**28,228.22**	**36,362.66**	**32,736.30**	**38,269.05**	**38,279.12**
短期借款	5,750.00	8,942.29	6,197.48	4,793.63	5,122.75
应付票据及应付账款	5,839.49	8,067.67	5,534.84	10,377.77	7,423.95
其他	2,703.24	3,695.69	3,536.30	3,908.61	4,429.77
流动负债合计	**14,292.73**	**20,705.65**	**15,268.61**	**19,080.01**	**16,976.47**
长期借款	1,109.48	1,340.41	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付债券	1,493.77	561.92	1,182.35	1,079.35	941.21
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**	**2,433.20**	**2,337.41**	**2,195.37**
负债合计	**17,165.76**	**22,861.55**	**17,701.81**	**21,417.43**	**19,171.83**
少数股东权益	715.88	1,080.44	1,150.83	1,249.01	1,364.17
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	11,979.98	13,698.93	15,839.43
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**	**15,034.49**	**16,851.62**	**19,107.28**
负债和股东权益总	**28,228.22**	**36,362.66**	**32,736.30**	**38,269.05**	**38,279.12**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**25,950.27**	**33,865.76**	**34,821.94**	**39,931.56**	**44,400.22**
营业成本	20,738.41	27,459.92	29,270.41	33,303.89	36,857.28
营业税金及附加	118.07	128.11	121.88	159.73	177.60
营业费用	916.60	1,065.88	1,114.30	1,277.81	1,420.81
管理费用	749.77	919.75	1,009.84	1,158.02	1,287.61
研发费用	910.43	960.35	1,114.30	1,317.74	1,420.81
财务费用	387.73	504.09	450.86	405.03	359.13
资产减值损失	113.06	175.41	100.00	150.00	150.00
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	150.00	150.00	150.00
其他	(678.32)	(502.05)	(300.11)	(300.04)	(299.94)
营业利润	**2,513.41**	**3,048.07**	**1,790.40**	**2,309.37**	**2,876.96**
营业外收入	62.69	10.11	20.00	30.00	30.00
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**	**1,797.90**	**2,326.66**	**2,893.57**
所得税	329.69	395.85	233.73	302.47	376.16
净利润	**2,235.76**	**2,647.37**	**1,564.17**	**2,024.19**	**2,517.40**
少数股东损益	126.93	115.78	70.39	98.18	115.16
归属于母公司净利润	**2,108.83**	**2,531.59**	**1,493.79**	**1,926.01**	**2,402.24**
每股收益（元）	1.11	1.33	0.78	1.01	1.26

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,235.76	2,647.37	1,493.79	1,926.01	2,402.24
折旧摊销	490.91	624.87	377.56	402.43	418.36
财务费用	355.13	635.18	450.86	405.03	359.13
投资损失	(185.79)	(107.62)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(4,010.89)	(2,014.12)	(85.03)	(62.85)	(2,308.81)
其它	1,409.07	67.57	70.44	98.20	115.13
经营活动现金流	**294.19**	**1,853.25**	**2,157.62**	**2,618.83**	**836.06**
资本支出	2,064.93	4,197.01	62.72	72.78	53.91
长期投资	247.23	187.73	0.00	0.00	0.00
其他	(5,660.09)	(8,693.65)	29.16	(4.28)	46.46
投资活动现金流	**(3,347.93)**	**(4,308.90)**	**91.88**	**68.50**	**100.37**
债权融资	8,653.25	11,367.60	8,724.16	7,262.08	7,482.76
股权融资	2,145.83	(187.73)	(314.05)	(396.61)	(350.71)
其他	(7,623.82)	(8,294.25)	(11,535.20)	(8,939.65)	(7,532.24)
筹资活动现金流	**3,175.26**	**2,885.62**	**(3,125.10)**	**(2,074.17)**	**(400.19)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**121.52**	**429.97**	**(875.60)**	**613.15**	**536.24**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	34.40%	30.50%	2.82%	14.67%	11.19%
营业利润	59.80%	21.27%	-41.26%	28.99%	24.58%
归属于母公司净利润	60.20%	20.05%	-40.99%	28.94%	24.73%
获利能力					
毛利率	20.08%	18.92%	15.94%	16.60%	16.99%
净利率	8.13%	7.48%	4.29%	4.82%	5.41%
ROE	20.38%	20.38%	10.76%	12.34%	13.54%
ROIC	25.33%	20.03%	10.62%	12.68%	15.43%
偿债能力					
资产负债率	60.81%	62.87%	54.07%	55.97%	50.08%
净负债率	47.59%	46.76%	30.23%	14.66%	11.28%
流动比率	1.39	1.15	1.38	1.41	1.60
速动比率	1.05	0.94	0.88	1.12	1.03
营运能力					
应收账款周转率	4.18	4.01	4.18	4.66	4.66
存货周转率	5.88	7.21	5.74	6.09	5.87
总资产周转率	1.08	1.05	1.01	1.12	1.16
每股指标（元）					
每股收益	1.11	1.33	0.78	1.01	1.26
每股经营现金流	0.15	0.97	1.13	1.38	0.44
每股净资产	5.43	6.52	7.29	8.20	9.32
估值比率					
市盈率	18.37	15.30	25.93	20.11	16.13
市净率	3.74	3.12	2.79	2.48	2.18
EV/EBITDA	15.12	7.95	16.60	13.28	11.26
EV/EBIT	17.18	9.09	19.40	15.25	12.71

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com