

# 亨通光电 (600487)

证券研究报告

2020年05月05日

## 期待光纤复苏，海洋和电力业务有望接棒拉动增长

**事件：**公司发布年报&一季报，2019年营收317.6亿元，同比下降6.22%，归母净利润13.62亿元，同比下降46.19%；2020Q1营收59.46亿元，同比下降12.55%，归母净利润2.33亿元，同比下降48.89%。

### 光通信业务影响较大，海洋和电力业务表现亮眼

2019年营收317.6亿元，同比下降6.22%，结构上看，其中光网络与系统集成营收67.5亿元，同比下降29.68%，主要源于光纤光缆行业需求下降、同时供给过剩，产品价格大幅下降导致；另外，商品贸易营收19.9亿元，同比下降50.03%。但是，海洋业务和电力业务表现亮眼，海洋电力通信与系统集成营收22.4亿元，同比增长90.01%，主要受益于国家海洋战略加速推进、海上风电建设迅猛发展；智能电网传输与系统集成营收116亿元，同比提升33.45%，受益于国内以特高压为主的电网建设再次提速。

2019年归母净利润13.62亿元，同比下降46.19%，预计主要为光纤光缆需求下降，产品价格大幅下降，导致光网络与系统集成营收快速下降，同时毛利率亦显著下降至25.64%，同比下滑13.84个百分点。

从毛利率看，公司2019年整体毛利率为16.89%，同比下降2.03个百分点，主要为光纤光缆业务拖累。其中海洋电力通信与系统集成业务毛利率42.92%，同比提升4.41个百分点，反映国内海上风电高景气；智能电网传输与系统集成毛利率为15.62%，同比提升3.04个百分点，预计为受特高压拉动，公司电力产品结构优化所致。

2020Q1营收59.46亿元，同比下降12.55%，归母净利润2.33亿元，同比下降48.89%，我们预计，除了去年Q1光纤光缆产品价格基数相对高的因素外，疫情对产业和企业经营的影响为最主要因素。

### 展望未来：光纤光缆有望企稳复苏，海缆+特高压有望拉动公司增长

**1、光纤需求企稳，供给新增产能释放接近尾声，行业有望迎来向上周期需求端，5G规模建设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。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，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。价格端，随着需求持续增长、供给基本不再释放，价格趋于见底，长期看，未来随着供求关系持续改善，有望迎来涨价机遇，推动业绩上涨。**

**2、海洋板块有望持续高增长。国内海上风电这两年迎来“抢装潮”，需求旺盛，同时价格上涨。另外与华为海洋强强联合互补短板，协同效应极强。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，将有望跻身全球海缆市场第一梯队，打开长期成长空间，成为新的增长点。**

**3、特高压有望持续快速增长。在国家“新基建”的政策推动下，特高压将再次迎来新一轮建设浪潮，公司特高压产品占比有望持续提升，拉动电力业务营收和毛利率持续向上。**

### 新技术：推出400G数通硅光模块，赋能数据中心“新基建”

公司发布了第一款400G QSFP-DD DR4 硅光模块，该模块基于硅基光子集成技术，采用了业界领先的7nm DSP芯片。同时公司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：**受益海上风电和特高压建设，同时收购华为海洋显著提升竞争力，海洋和电力板块将成为公司重要的业绩新增点，而光通信有望企稳复苏，数据中心硅光400G模块也获得突破，未来值得期待。考虑公司19年业绩低于前期预测，以及光纤光缆短期仍难以快速复苏向上，我们将公司2020-2021年盈利预测调整为16.4亿、22.1亿(原值为19.3亿和24亿元)，并预计2022年净利润为27.1亿，对应20年20倍PE，维持“增持”评级

**风险提示：**疫情对国内外市场影响，5G建设低于预期，新产品投入大风险

### 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	16.62元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,952.75
流通A股股本(百万股)	1,861.74
A股总市值(百万元)	32,454.63
流通A股市值(百万元)	30,942.18
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	60.04
一年内最高/最低(元)	22.15/13.68

### 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

- 《亨通光电-公司点评: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》2020-03-12
- 《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
- 《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

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,865.76	31,760.02	34,671.86	40,552.21	45,024.65
增长率(%)	30.50	(6.22)	9.17	16.96	11.03
EBITDA(百万元)	4,830.76	4,305.54	3,157.54	3,766.25	4,336.13
净利润(百万元)	2,531.59	1,362.12	1,638.06	2,205.22	2,710.02
增长率(%)	20.05	(46.19)	20.26	34.62	22.89
EPS(元/股)	1.30	0.70	0.84	1.13	1.39
市盈率(P/E)	12.82	23.83	19.81	14.72	11.98
市净率(P/B)	2.61	2.37	2.09	1.84	1.59
市销率(P/S)	0.96	1.02	0.94	0.80	0.72
EV/EBITDA	7.95	8.80	12.24	9.07	7.97

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,054.23	7,170.64	4,160.62	8,258.31	8,090.08
应收票据及应收账款	9,613.98	10,516.60	8,091.86	12,212.40	10,331.19
预付账款	3,336.39	953.68	4,048.34	2,019.18	4,315.30
存货	4,505.33	4,687.22	5,811.48	5,769.21	7,557.88
其他	1,393.01	3,090.76	1,980.74	2,776.31	2,372.38
<b>流动资产合计</b>	<b>23,902.95</b>	<b>26,418.90</b>	<b>24,093.03</b>	<b>31,035.40</b>	<b>32,666.81</b>
长期股权投资	1,320.85	1,283.58	1,283.58	1,283.58	1,283.58
固定资产	5,774.53	7,706.62	8,053.18	8,142.59	8,064.71
在建工程	1,879.74	1,611.82	1,003.09	649.86	419.91
无形资产	1,452.83	1,936.10	1,693.62	1,451.14	1,208.66
其他	2,025.38	2,278.73	1,695.66	1,865.74	1,926.81
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,453.33</b>	<b>14,816.84</b>	<b>13,729.13</b>	<b>13,392.91</b>	<b>12,903.68</b>
<b>资产总计</b>	<b>36,362.66</b>	<b>41,247.48</b>	<b>37,830.57</b>	<b>44,437.15</b>	<b>45,580.16</b>
短期借款	8,942.29	8,790.61	6,290.99	6,000.00	6,000.00
应付票据及应付账款	8,067.67	8,182.76	6,724.33	11,265.32	9,161.69
其他	3,695.69	3,302.14	3,770.47	3,999.52	4,271.40
<b>流动负债合计</b>	<b>20,705.65</b>	<b>20,275.52</b>	<b>16,785.79</b>	<b>21,264.84</b>	<b>19,433.10</b>
长期借款	1,340.41	2,235.94	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付债券	561.92	2,016.95	1,357.55	1,312.14	1,562.21
其他	253.57	254.48	259.28	255.77	256.51
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,155.90</b>	<b>4,507.37</b>	<b>2,616.82</b>	<b>2,567.91</b>	<b>2,818.72</b>
<b>负债合计</b>	<b>22,861.55</b>	<b>24,782.88</b>	<b>19,402.61</b>	<b>23,832.75</b>	<b>22,251.82</b>
少数股东权益	1,080.44	2,793.00	2,870.18	2,924.31	2,972.20
股本	1,903.69	1,903.69	1,952.74	1,952.74	1,952.74
资本公积	3,195.89	3,415.10	3,415.10	3,415.10	3,415.10
留存收益	10,645.37	11,966.98	13,605.04	15,727.35	18,403.40
其他	(3,324.28)	(3,614.17)	(3,415.10)	(3,415.10)	(3,415.10)
<b>股东权益合计</b>	<b>13,501.12</b>	<b>16,464.60</b>	<b>18,427.96</b>	<b>20,604.40</b>	<b>23,328.34</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>36,362.66</b>	<b>41,247.48</b>	<b>37,830.57</b>	<b>44,437.15</b>	<b>45,580.16</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,647.37	1,339.53	1,638.06	2,205.22	2,710.02
折旧摊销	624.87	927.18	564.64	586.30	600.30
财务费用	635.18	762.52	566.45	517.42	480.27
投资损失	(107.62)	(184.35)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(2,014.12)	(2,900.00)	(1,094.97)	1,695.47	(3,665.88)
其它	67.57	1,571.89	73.59	34.09	47.89
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,853.25</b>	<b>1,516.77</b>	<b>1,647.77</b>	<b>4,938.50</b>	<b>72.61</b>
资本支出	4,197.01	2,921.95	55.20	83.50	49.26
长期投资	187.73	(37.27)	0.00	0.00	0.00
其他	(8,693.65)	(7,238.41)	(4.58)	(23.94)	(0.08)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,308.90)</b>	<b>(4,353.73)</b>	<b>50.63</b>	<b>59.57</b>	<b>49.18</b>
债权融资	11,367.60	13,447.67	9,057.59	8,757.54	8,981.75
股权融资	(164.27)	(596.68)	(286.45)	(485.54)	(448.39)
其他	(8,317.71)	(7,507.84)	(13,479.55)	(9,172.38)	(8,823.38)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,885.62</b>	<b>5,343.15</b>	<b>(4,708.42)</b>	<b>(900.38)</b>	<b>(290.02)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>429.97</b>	<b>2,506.19</b>	<b>(3,010.01)</b>	<b>4,097.69</b>	<b>(168.23)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>33,865.76</b>	<b>31,760.02</b>	<b>34,671.86</b>	<b>40,552.21</b>	<b>45,024.65</b>
营业成本	27,459.92	26,394.58	28,226.79	32,703.61	36,178.06
营业税金及附加	128.11	91.59	104.02	137.88	153.08
营业费用	1,065.88	1,187.27	1,352.20	1,540.98	1,665.91
管理费用	920.00	1,018.98	1,213.52	1,459.88	1,665.91
研发费用	960.00	1,067.01	1,178.84	1,459.88	1,575.86
财务费用	504.09	777.09	566.45	517.42	480.27
资产减值损失	175.41	(147.61)	100.00	150.00	150.00
公允价值变动收益	(1.40)	(0.95)	(3.59)	(20.04)	0.01
投资净收益	107.62	184.35	100.00	100.00	100.00
其他	(501.95)	(363.30)	(192.81)	(159.93)	(200.01)
<b>营业利润</b>	<b>3,048.07</b>	<b>1,551.02</b>	<b>2,026.44</b>	<b>2,662.52</b>	<b>3,255.55</b>
营业外收入	10.11	101.43	20.00	30.00	30.00
营业外支出	14.97	59.91	28.51	34.46	40.96
<b>利润总额</b>	<b>3,043.21</b>	<b>1,592.55</b>	<b>2,017.93</b>	<b>2,658.06</b>	<b>3,244.59</b>
所得税	395.85	253.02	302.69	398.71	486.69
<b>净利润</b>	<b>2,647.37</b>	<b>1,339.53</b>	<b>1,715.24</b>	<b>2,259.35</b>	<b>2,757.91</b>
少数股东损益	115.78	(22.59)	77.19	54.13	47.89
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,531.59</b>	<b>1,362.12</b>	<b>1,638.06</b>	<b>2,205.22</b>	<b>2,710.02</b>
每股收益(元)	1.30	0.70	0.84	1.13	1.39

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	30.50%	-6.22%	9.17%	16.96%	11.03%
营业利润	21.27%	-49.11%	30.65%	31.39%	22.27%
归属于母公司净利润	20.05%	-46.19%	20.26%	34.62%	22.89%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.92%	16.89%	18.59%	19.35%	19.65%
净利率	7.48%	4.29%	4.72%	5.44%	6.02%
ROE	20.38%	9.96%	10.53%	12.47%	13.31%
ROIC	20.03%	10.67%	10.70%	12.42%	16.37%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.87%	60.08%	51.29%	53.63%	48.82%
净负债率	46.76%	38.12%	26.57%	2.42%	3.82%
流动比率	1.15	1.30	1.44	1.46	1.68
速动比率	0.94	1.07	1.09	1.19	1.29
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.01	3.16	3.73	3.99	3.99
存货周转率	7.21	6.91	6.60	7.00	6.76
总资产周转率	1.05	0.82	0.88	0.99	1.00
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.30	0.70	0.84	1.13	1.39
每股经营现金流	0.95	0.78	0.84	2.53	0.04
每股净资产	6.36	7.00	7.97	9.05	10.42
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.82	23.83	19.81	14.72	11.98
市净率	2.61	2.37	2.09	1.84	1.59
EV/EBITDA	7.95	8.80	12.24	9.07	7.97
EV/EBIT	9.09	11.14	14.91	10.74	9.25

### 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