

审慎增持 (维持)

6869.HK 长飞光纤光缆

港股通 (沪、深)

目标价: 12.40 港元

现价: 11.72 港元

1H19 业绩前瞻: 集采价格略有回升, 业绩仍受行业供需压制

2019年08月14日

预期升幅: 5.8%

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,360	7,764	8,439	9,720
同比增长 (%)	9.6%	-31.7%	8.7%	15.2%
净利润(百万元)	1,489	721	975	1,332
同比增长 (%)	17%	-52%	35%	37%
毛利率 (%)	28.4%	24.9%	27.7%	30.4%
净归母利润率	13.1%	9.3%	11.6%	13.7%
净资产收益率 (%)	18.2%	8.2%	10.3%	12.8%
基本每股收益(元)	2.09	1.01	1.37	1.87
每股经营现金流(元)	0.79	3.00	1.65	1.97

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	2019-08-13
收盘价(元)	11.72
总股本(亿股)	7.6
流通股本(亿股)	3.5
总市值(亿港元)	283
流通市值(亿港元)	41
净资产(亿元)	8,376
总资产(亿元)	12,886
每股净资产(元)	11.74

数据来源: Wind

相关报告

《5G 时代稳健制胜, 深化部署国际化战略》——2018.08.29
《光缆价格承压, 行业或将迎来洗牌》——2019.03.28

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

洪嘉骏

hongjiacun@xyzq.com.cn

SAC: S1010519030001

刘洁

liujie91@xyzq.com.cn

SAC: S0190119030006

投资要点

- **1H19 业绩前瞻: 预计收入 41.2 亿元, 净利润 4.48 亿元。**我们判断, 19Q1 的光纤光缆价格贴近于去年运营商的集采价格, 而今年集采价格大幅下滑, 跌价的影响在 Q2 逐步显现, 下半年或将继续承压。考虑到中国移动的集采实际从 5 月开始进行, 晚于我们预期, 我们上调了 1H19 的盈利预测至净利 4.48 亿元。
- **中国电信 2019 年室外光缆集采价格为 56.5-69.6 元/芯公里, 同比下滑约 40%, 但较此前中国移动集采价格有所回升。**中国电信 8 月 7 日公布了室外光缆(2019 年)集采结果, 此次采购规模 5100 万芯公里, 单价为 56.5-69.6 元/芯公里 (不含税), 较此前中国移动的集采价格 (54.6-63.5 元/芯公里, 不含税) 略有回升, 但仍低于去年的 114 元/芯公里 (不含税)。我们预计今年光纤光缆价格已经见底, 但是短期内价格难以快速反弹。
- **2019 年国内光纤光缆需求量有望持平, 价格严重受压, 行业尚未反转。**国内在 2019 年 5G 建设规模有望达到 10-15 万站, 规模较小, 对光纤光缆的需求有限; 但同期新建的 4G 基站有望达到 80 万站 (去年共约 44 万站), 拉动光纤光缆需求。由于中国移动光纤入户建设基本完成, 固网侧需求缺乏驱动, 我们预计全年光纤光缆需求与 2018 年持平, 但是由于各厂商新增产能逐步释放, 供需关系仍将在 1-2 年内压制光纤光缆价格。
- **投资建议: 下调目标价 42.9% 至 12.40 港元, 维持“审慎增持”评级。**我们预计 2019-21 年公司营业收入将达到 77.6/84.4/97.2 亿元人民币, 归母净利润将达到 7.2/9.8/13.3 亿元人民币。由于行业供需关系的拐点可能晚于我们此前预期, 下调 2019 年目标价至 12.40 港元, 对应 2019-21 年 PE 倍数为 11.0/10.1/7.4 倍, 距 2019 年 8 月 13 日收盘价有 5.8% 的涨幅, 维持“审慎增持”评级。

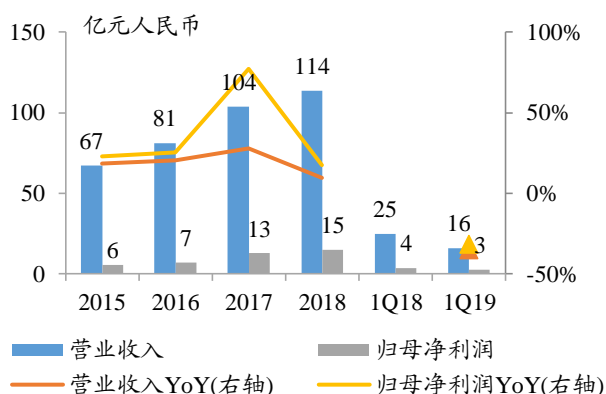
风险提示: 行业产能过剩, 产品价格急剧下跌; 行业竞争加剧, 产品价格下跌; 5G 建设不及预期, 光纤光缆需求疲软。



报告正文

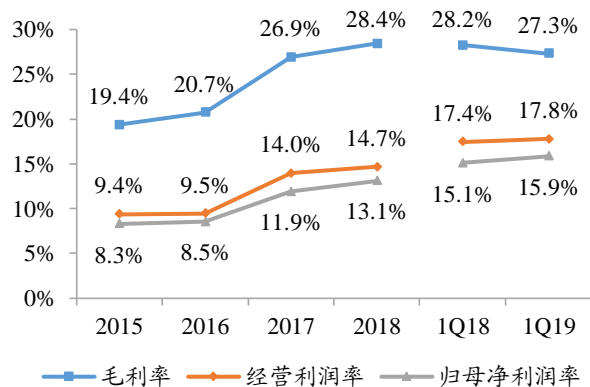
1H19 业绩前瞻：预计收入 41.2 亿元，净利润 4.48 亿元。我们判断，19Q1 的光纤光缆价格贴近于去年运营商的集采价格，而今年集采价格大幅下滑，跌价的影响在 Q2 逐步显现，下半年或将继续承压。考虑到中国移动的集采实际从 5 月开始进行，晚于我们预期，我们上调了 1H19 的盈利预测至净利 4.48 亿元。

图1、公司近年营业收入、归母净利润及增速



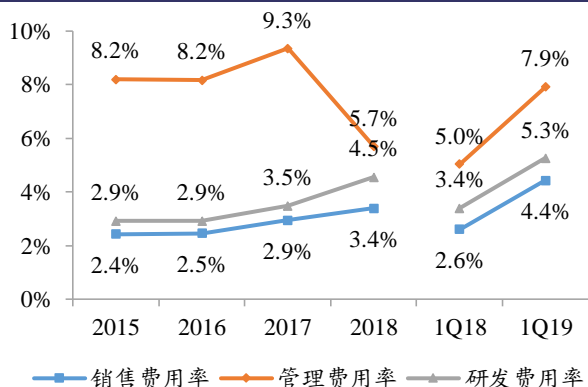
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司近年毛利率，经营利润率及归母净利润率



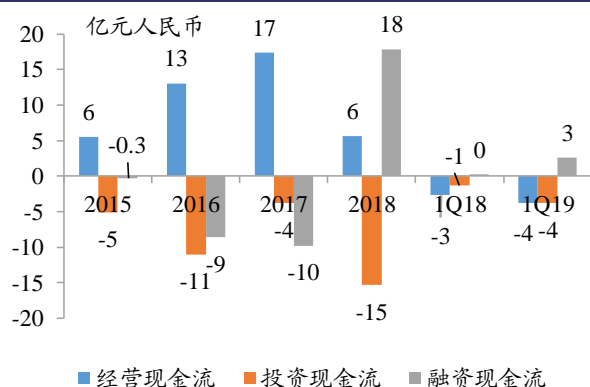
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司近年各项费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司近年现金流情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国电信 2019 年室外光缆集采价格（不含税）为 56.5-69.6 元/芯公里，同比下滑约 40%，但较此前中国移动集采价格有所回升。中国电信 8 月 7 日公布了室外光缆（2019 年）集采结果，采购规模 5100 万芯公里，单价为 56.5-69.6 元/芯公里（不含税），较此前中国移动的集采价格（54.6-63.5 元/芯公里，不含税）略有回升，但仍低于去年的 114 元/芯公里（不含税）。此次集采中，公司为第二中标候选人，中标价为 69.5 元/芯公里（不含税）。我们预计今年光纤光缆价格已经见底，但是短期内价格难以快速反弹。

2019 年国内光纤光缆需求量有望持平，价格严重受压，行业尚未反转。国内在 2019 年 5G 建设规模有望达到 10-15 万站，规模较小，对光纤光缆的需求有限；同期新建 4G 基站有望达到 80 万站（去年共约 44 万站），拉动光纤光缆需求。由于中国移动光纤入户建设基本完成，今年固网侧需求缺乏驱动，我们预计 2019 年光纤光缆需求有望与 2018 年持平，但是由于各厂商新增产能逐步释放，供需关系仍将在 1-2 年内压制光纤光缆价格。未来，伴随 SA 组网模式的推进，运营商将建设更多的回程链路以及核心网，光纤光缆需求也有望反弹。

投资建议：下调目标价 42.9%至 12.40 港元，维持“审慎增持”评级。我们预计 2019-21 年公司营业收入将达到 77.6/84.4/97.2 亿元人民币，归母净利润将达到 7.2/9.8/13.3 亿元人民币。由于行业供需关系的拐点可能晚于我们此前预期，下调 2019 年目标价至 12.40 港元，对应 2019-21 年 PE 倍数为 11.0/10.1/7.4 倍，距 2019 年 8 月 13 日收盘价有 5.8%的涨幅，维持“审慎增持”评级。

风险提示：行业产能过剩，产品价格急剧下跌；行业竞争加剧，产品价格下跌；5G 建设不及预期，光纤光缆需求疲软。

资产负债表					利润表				
单位: 百万人民币					单位: 百万人民币				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,488	7,367	8,086	9,093	营业收入	11,360	7,764	8,439	9,720
现金及其等价物	2,684	4,112	4,599	5,141	销售成本	-8,131	-5,834	-6,102	-6,767
应收账款	3,417	2,218	2,411	2,777	毛利	3,228	1,930	2,337	2,953
预付款	228	194	203	226	其他收入	31	28	28	28
金融资产	33	33	33	33	研发费用	-517	-311	-338	-389
其他流动资产	130	130	130	130	销售费用	-385	-233	-253	-292
存货	995	678	710	787	行政费用	-647	-621	-675	-778
非流动资产	5,398	5,634	5,781	5,995	其他开支	-152	-42	-45	-51
固定资产	2,017	2,921	2,766	2,406	融资成本	-40	-35	-35	-35
在建工程	1,171	234	281	562	投资收益	151	121	127	129
无形资产	292	278	264	249	税前利润	1,669	837	1,146	1,566
递延所得税资产	85	42	57	78	所得税	-181	-117	-172	-235
长期股权投资	1,626	1,951	2,205	2,492	净利润	1,488	720	974	1,331
其他权益工具投资	65	65	65	65	非控股权益	-1	-1	-1	-1
长期待摊费用	1	1	1	1	归母净利润	1,489	721	975	1,332
其他非流动资产	141	141	141	141	EPS (元)	2.09	1.01	1.37	1.87
资产总计	12,886	13,000	13,867	15,089					
流动负债	3,350	2,865	3,025	3,290	主要财务比率				
短期借款	277	249	256	264	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
应付账款	1,508	1,061	1,109	1,230	成长性				
预收款项及合同负债	179	194	211	243	营业收入增长率	9.6%	-31.7%	8.7%	15.2%
应付职工薪酬	445	490	538	592	毛利增长率	15.7%	-40.2%	21.1%	26.4%
应交税费	166	84	115	157	净利润增长率	20.5%	-51.6%	35.2%	36.7%
预提费用及其他应付	500	510	515	520	归母净利润增长率	17.4%	-51.6%	35.2%	36.7%
一年内到期的非流动负债	275	278	281	284	盈利能力				
非流动负债	1,160	1,184	1,209	1,234	毛利率	28.4%	24.9%	27.7%	30.4%
长期借款	817	833	850	867	归母净利润率	13.1%	9.3%	11.6%	13.7%
递延收益	80	80	80	80	ROE	18.2%	8.2%	10.3%	12.8%
其他非流动负债	263	271	279	287	ROA	11.6%	5.5%	7.0%	8.8%
负债合计	4,510	4,048	4,234	4,524	偿债能力				
股本	758	758	758	758	净资产负债率	53.8%	45.2%	43.9%	42.8%
储备	7,430	8,007	8,689	9,622	流动比率	2.24	2.57	2.67	2.76
非控股权益	188	187	186	185	营运能力(次)				
股东权益合计	8,376	8,952	9,633	10,565	存货周转率	8.2	8.6	8.6	8.6
负债及权益合计	12,886	13,000	13,867	15,089	应付账款周转率	5.4	5.5	5.5	5.5
					应收帐款周转率	3.3	3.5	3.5	3.5
					每股资料(元)				
					每股收益	2.1	1.0	1.4	1.9
					每股经营现金	0.8	3.0	1.7	2.0
					每股净资产	11.7	12.5	13.5	14.8
					估值比率(倍)				
					PE	4.8	9.9	7.3	5.4
					PB	0.9	0.8	0.7	0.7

现金流量表				
单位: 百万人民币				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
除税前利润	1,669	837	1,146	1,566
折旧及摊销	218	280	292	294
其他变动项	-532	0	0	0
支付的所得税	-233	-157	-156	-214
营运资金的变动	-557	1,182	-102	-242
经营活动产生现金流量	565	2,142	1,179	1,404
投资活动产生现金流量	-1,530	-559	-424	-488
融资活动产生现金流量	1,784	-156	-268	-375
汇率变动影响	10	0	0	0
现金净变动	828	1,428	487	542
现金的期初余额	1,800	2,684	4,112	4,599
现金的期末余额	2,684	4,112	4,599	5,141

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xywz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美（控股）有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。