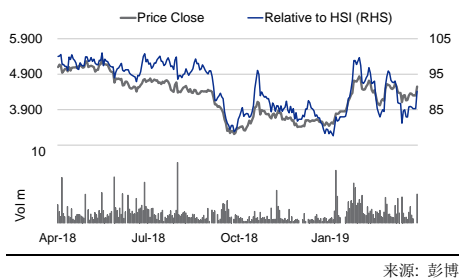


香港
买入

市场共识评级*: 买入 7 持有 0 沽出 0

前收盘价:	HK\$4.55
目标价:	HK\$5.63
此前目标价:	
上升/下跌空间:	23.8%
CGS-CIMB/市场共识预测:	na
路透股票代码:	
彭博股票代码:	877 HK
市值:	US\$465.1m
	HK\$3,648m
平均每日成交额:	US\$0.96m
	HK\$7.67m
目前发行在外股数	802m
自由流通量	44.5%
*来源: 彭博	



股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	-1.5	32.3	-10.8
相对表现 (%)	-4.4	21.4	-9.8

主要股东	持股百分比
O-Net Holdings	36.3
深圳长城开发科技股份有限公司	21.4

分析员
布家杰

 T (852) 3698 6318
 E markpo@chinastock.com.hk

王志文

 T (852) 3698 6317
 E cmwong@chinastock.com.hk

昂纳科技集团

表现优于同业

- 公司公布了首季未经审核营业额数据, 反映公司的光网络产品继续呈现不俗的同比增长。除了收入同比增长良好之外, 公司在披露信息方面的改善将建立市场对昂纳科技集团的信心。
- 由于公司正受益于韩国和日本在采用 5G 前期阶段的需求, 公司的表现优于同业。
- 我们预计, 消费电子板块疲弱表现的影响将在未来几个季度逐渐消退, 并预计利润率的压力将会缓解。
- 我们认为, 公司在 2019 年和 2020 年的营业额增长, 将受到与海外和中国推出 5G 相关的光通信产品的需求所支撑。
- 维持「买入」评级, 目标价为 5.63 港元, 基于 15 倍 2019 年市盈率。

2019 年一季度同比增长坚挺

公司昨日公布了 2019 年一季度首季未经审核营业额数据。期内未经审计收入预计为 6.424 亿港元, 同比增长 20.1%。根据该公告, 收入的增加是由于韩国和日本在采用 5G 前期阶段带来强劲需求推动, 其中昂纳科技集团已签订多年战略合作协议以提供光网络产品, 这将有助公司持续确保其产量。公司 2019 年一季度收入增长仍受到消费电子业务表现疲弱所拖累。据我们理解, 2019 年一季度光网络产品的同比增长超过 30%, 高于整体收入增长。公司 2019 年一季度的收入增长与我们对全年的预测 (20.6%) 一致, 我们预计消费电子业务疲弱的影响将逐渐消退。除消费类电子产品外, 其他非光学网络产品业务在 2019 年一季度继续表现良好。消费电子板块的疲弱运营表现是 2018 年利润率受压的原因, 但我们预计利润率受压的情况将会缓解。

表现优于同业

在我们于 2019 年 4 月 11 日发布的最新行业报告中, 我们解释指台湾光通信设备分部 2019 年 3 月营业额同比下降的原因是: a) 电信运营商对中国 GPON/FTTH 相关产品的需求放缓; b) 企业正在过渡到 5G 产品。昂纳科技集团在 2019 年一季度表现优于同业, 这符合我们的结论, 即是昂纳科技集团并非高度依赖中国市场, 同时公司将受益于海外市场对 5G 的推广。公司在 2019 年和 2020 年的营业额增长得益于与海外和中国推出 5G 相关的光学产品的坚挺需求。

正在建立投资者的信心

展望未来, 公司承诺将为投资者提供截至财政年度三个月和九个月的最新营业额情况, 藉此提高透明度及加强沟通。我们认为, 公司的 2018 年业绩将有助投资者重建对公司的信心, 而透明度的提升将进一步提振市场情绪。

估值吸引

我们认为股份目前的估值 (12.1 倍 2019 年市盈率和 9.8 倍 2020 年市盈率) 并不昂贵。我们维持「买入」评级, 目标价为 5.63 港元 (基于 15 倍 2019 年市盈率)。

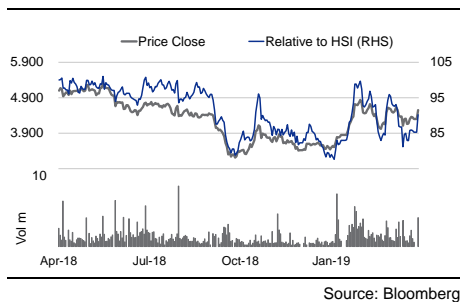
主要财务指标	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
收入 (百万港元)	2,035	2,516	3,036	3,713
经营 EBITDA (百万港元)	311.5	327.0	417.6	510.3
净利润 (百万人民币)	208.9	262.5	301.1	371.8
每股核心盈利 (港元)	0.27	0.33	0.38	0.46
每股核心盈利增长	53.0%	20.9%	14.5%	23.5%
全面摊薄市盈率 (倍)	16.77	13.87	12.12	9.81
每股派息 (港元)	-	0.020	0.056	0.070
股息率	0.00%	0.44%	1.24%	1.53%
EV/EBITDA (倍)	13.22	12.55	10.10	8.49
股价/股权自由现金流 (倍)	23.43	64.74	42.27	22.22
净负债权益比	30.1%	20.8%	23.2%	24.9%
市净率 (倍)	1.79	1.63	1.47	1.30
股本回报率	12.1%	12.3%	12.8%	14.0%
每股核心盈利预测的变动				
每股核心盈利/市场共识每股盈利 (倍)			0.93	0.91

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

Hong Kong
BUY

Consensus ratings*: Buy 7 Hold 0 Sell 0

Current price:	HK\$4.55
Target price:	HK\$5.63
Previous target:	
Up/downside:	23.8%
CGS-CIMB / Consensus:	na
Reuters:	
Bloomberg:	877 HK
Market cap:	US\$465.1m
	HK\$3,648m
Average daily turnover:	US\$0.96m
	HK\$7.67m
Current shares o/s:	802m
Free float:	44.5%
*Source: Bloomberg	



Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	-1.5	32.3	-10.8
Relative (%)	-4.4	21.4	-9.8

Major shareholders	% held
O-Net Holdings	36.3
Shenzhen Kaifa Technology	21.4

Analysts
Mark Po

 T (852) 3698 6318
 E markpo@chinastock.com.hk

Wong Chi Man

 T (852) 3698 6317
 E cmwong@chinastock.com.hk

O-Net
Outperforming its peers

- O-Net reported its first quarterly sales update, which indicates that the Company's optical networking products continue to report resilient YoY growth. Apart from the resilient YoY top-line growth, disclosure improvements will build confidence in O-Net.
- O-Net has outperformed its peers, as the Company is benefiting from demand from early 5G adoption in Korea and Japan.
- We expect the impact of the weak performance of the consumer electronics segment to fade gradually in the coming quarters and expect margin pressure to ease.
- We believe O-Net's turnover growth in 2019 and 2020 will be supported by resilient demand for optical products related to the 5G roll-out in overseas markets and China.
- Maintain BUY with a target price of HK\$5.63 based on 15x 2019 PER.

Resilient YoY growth in Q1 2019

O-Net reported its first quarterly sales update yesterday. Its unaudited revenue is expected to be HK\$642.4m for Q1 2019, up 20.1% YoY. According to the announcement, the increase in revenue was driven by strong demand from early 5G adoption in Korea and Japan, where O-Net has entered into multi-year strategic agreements to supply optical networking products, which will help secure a portion of O-Net's production output on an ongoing basis. O-Net's Q1 2019 revenue growth was still dragged down by the weak performance of the consumer electronics segment. Based on our understanding, YoY growth of optical networking products was over 30% in Q1 2019, which is higher than overall top-line growth. O-Net's Q1 2019 top-line growth is in line with our full-year estimation of 20.6% YoY growth, and we expect the impact of the weak consumer electronics segment to fade gradually. Apart from consumer electronics, other non-optical networking product segments continued to perform well in Q1 2019. The weak operating performance of the consumer electronics segment was the reason for the margin pressure in 2018, but we expect the margin pressure to ease.

Outperforming its peers

In our latest sector update released on 11 Apr 2019, we explained that the reasons the Taiwanese optical communications equipment segment reported a YoY decline in turnover in Mar 2019 were: a) slower demand for GPON/FTTH-related products in China by telecom operators, and b) the transition to 5G products. O-Net outperformed its peers in Q1 2019, which is in line with our conclusion that O-Net is not highly reliant on the China market, and that the Company will benefit from the 5G roll-out in overseas markets. O-Net's turnover growth in 2019 and 2020 was supported by resilient demand for optical products related to the 5G roll-out in overseas markets and China.

Building confidence

Going forward, O-Net has promised to endeavor to provide investors with timely revenue updates for the three and nine month fiscal periods to improve transparency and communication. We maintain the view that O-Net's 2018 results will be a good reference for investors to rebuild confidence in the Company and that improvement in transparency will further boost sentiment.

Attractive valuation

We don't believe O-Net's current valuation of 12.1x 2019E PER and 9.8x 2020E PER looks expensive. We maintain our BUY rating with a target price of HK\$5.63 (based on 15x 2019E PER).

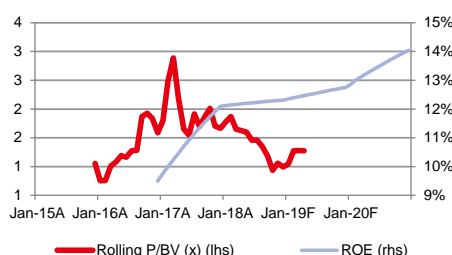
Financial Summary

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
Revenue (HK\$m)	2,035	2,516	3,036	3,713
Operating EBITDA (HK\$m)	311.5	327.0	417.6	510.3
Net Profit (HK\$m)	208.9	262.5	301.1	371.8
Normalised EPS (HK\$)	0.27	0.33	0.38	0.46
Normalised EPS Growth	53.0%	20.9%	14.5%	23.5%
FD Normalised P/E (x)	16.77	13.87	12.12	9.81
DPS (HK\$)	-	0.020	0.056	0.070
Dividend Yield	0.00%	0.44%	1.24%	1.53%
EV/EBITDA (x)	13.22	12.55	10.10	8.49
P/FCFE (x)	23.43	64.74	42.27	22.22
Net Gearing	30.1%	20.8%	23.2%	24.9%
P/BV (x)	1.79	1.63	1.47	1.30
ROE	12.1%	12.3%	12.8%	14.0%
% Change In Normalised EPS Estimates			0.93	0.91
Normalised EPS/consensus EPS (x)				

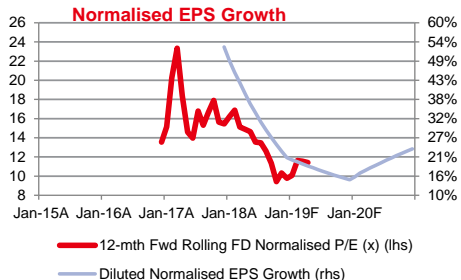
SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

BY THE NUMBERS

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Normalised P/E vs FD Normalised EPS Growth



Profit & Loss

(HK\$m)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
Total Net Revenues	2,035	2,516	3,036	3,713
Gross Profit	796	869	1,043	1,272
Operating EBITDA	312	327	418	510
Depreciation And Amortisation	(69)	(81)	(91)	(101)
Operating EBIT	242	246	326	409
Financial Income/(Expense)	(24)	(26)	(26)	(31)
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	(0)	(1)	(1)	(1)
Non-Operating Income/(Expense)	30	64	38	40
Profit Before Tax (pre-EI)	249	283	337	417
Exceptional Items	0	0	0	0
Pre-tax Profit	249	283	337	417
Taxation	(43)	(24)	(41)	(50)
Exceptional Income - post-tax				
Profit After Tax	206	259	297	367
Minority Interests	3	4	4	5
Preferred Dividends				
FX Gain/(Loss) - post tax				
Other Adjustments - post-tax				
Preference Dividends (Australia)				
Net Profit	209	262	301	372
Normalised Net Profit	206	259	297	367
Fully Diluted Normalised Profit	209	262	301	372

Cash Flow

(HK\$m)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
EBITDA	311.5	327.0	417.6	510.3
Cash Flow from Inv. & Assoc.				
Change In Working Capital	(358.8)	47.6	(193.6)	(252.5)
(Incr)/Decr in Total Provisions				
Other Non-Cash (Income)/Expense	30.9	0.0	0.0	0.0
Other Operating Cashflow	(0.5)	63.5	37.9	39.8
Net Interest (Paid)/Received	(26.0)	(32.4)	(33.2)	(40.6)
Tax Paid				
Cashflow From Operations	(42.9)	405.7	228.7	257.0
Capex	(246.5)	(180.0)	(150.0)	(150.0)
Disposals Of FAs/subsidiaries				
Acq. Of Subsidiaries/investments	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Investing Cashflow	498.6	(3.6)	(93.1)	(74.1)
Cash Flow From Investing	252.1	(183.6)	(243.1)	(224.1)
Debt Raised/(repaid)	(59.7)	(165.9)	100.7	131.3
Proceeds From Issue Of Shares				
Shares Repurchased				
Dividends Paid	0.0	0.0	(16.0)	(45.2)
Preferred Dividends				
Other Financing Cashflow	(32.9)	(31.2)	(34.3)	(41.7)
Cash Flow From Financing	(92.6)	(197.1)	50.3	44.5
Total Cash Generated	116.6	25.0	36.0	77.4
Free Cashflow To Equity	149.5	56.2	86.3	164.2
Free Cashflow To Firm	235.2	254.5	18.9	73.5

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

BY THE NUMBERS... cont'd

Balance Sheet

(HK\$m)	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
Total Cash And Equivalents	408	453	531	658
Total Debtors	975	866	1,045	1,278
Inventories	377	501	604	739
Total Other Current Assets	20	56	64	74
Total Current Assets	1,781	1,876	2,244	2,748
Fixed Assets	916	1,015	1,074	1,123
Total Investments	0	0	0	0
Intangible Assets	0	0	0	0
Total Other Non-Current Assets	407	308	316	324
Total Non-current Assets	1,323	1,323	1,390	1,447
Short-term Debt	654	488	588	720
Current Portion of Long-Term Debt	367	429	517	633
Total Creditors	0	0	0	0
Other Current Liabilities	33	32	24	26
Total Current Liabilities	1,053	948	1,130	1,379
Total Long-term Debt	0	0	0	0
Hybrid Debt - Debt Component				
Total Other Non-Current Liabilities	15	16	18	19
Total Non-current Liabilities	15	16	18	19
Total Provisions	2	3	3	3
Total Liabilities	1,071	967	1,150	1,401
Shareholders' Equity	2,032	2,233	2,489	2,805
Minority Interests	2	(2)	(6)	(12)
Total Equity	2,033	2,231	2,483	2,794

Key Ratios

	Dec-17A	Dec-18A	Dec-19F	Dec-20F
Revenue Growth	27.3%	23.7%	20.6%	22.3%
Operating EBITDA Growth	58.1%	5.0%	27.7%	22.2%
Operating EBITDA Margin	15.3%	13.0%	13.8%	13.7%
Net Cash Per Share (HK\$)	(0.77)	(0.58)	(0.72)	(0.87)
BVPS (HK\$)	2.54	2.79	3.10	3.50
Gross Interest Cover	9.34	7.59	9.83	10.08
Effective Tax Rate	17.3%	8.4%	12.0%	12.0%
Net Dividend Payout Ratio	NA	6.1%	15.0%	15.0%
Accounts Receivables Days	145.5	133.5	114.9	114.5
Inventory Days	95.3	97.3	101.2	100.7
Accounts Payables Days	-	-	-	-
ROIC (%)	12.5%	9.2%	12.0%	13.3%
ROCE (%)	8.9%	8.1%	9.9%	10.8%
Return On Average Assets	8.2%	9.0%	9.4%	10.2%

SOURCES: CGIS RESEARCH, COMPANY DATA, BLOOMBERG

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析师确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

买入 : 股价于12个月内将上升 >20%

沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%

持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中 111 号永安中心 20 楼 电话: 3698-6888