

中信证券研究部



顾海波
 首席通信分析师
 S1010517100003

核心观点

公司 2019H1 实现营收/归母净利润 154/7.3 亿元，同比+0.92%/-37.65%。公司营收基本稳定，但利润大幅下滑。光纤光缆供过于求，5G 需求释放仍需时间；能源互联空间广阔，海洋业务有望成为增长新动能。预测 2019/2020/2021 年 EPS 为 1.11/1.35/1.62 元，维持“增持”评级。

■ **营收维持稳定，利润大幅下滑。**上半年，通信网络板块受运营商固网侧资本开支大幅缩减影响，核心业务营收 35.29 亿元，同比下降 28.32%，毛利率从 2018 年的 39.48% 下降至 33.09%；能源互联板块受特高压电网和海上风电建设提振，核心业务实现营业收入 50.44 亿元，同比增长 35.21%，毛利率从 12.58% 上升至 14.47%。此外，重要项目投建及新兴产业培育使公司销售/管理/财务费用同比上升 4.3%/4.1%/46.4%，研发投入上升 13.9%。综合来看，由于能源互联业务净利润率低于通信网络业务，公司归母净利润大幅下降。

■ **光纤光缆供过于求，5G 需求释放仍需时间。**中短期来看，4G 建设/宽带中国已达尾声，需求端运营商固网侧资本开支大幅下降，而供给端产能扩张短期难以消化，行业供过于求造成光纤光缆集采量价双杀，公司短期业绩承压。长期来看，5G 频率高覆盖面小，为保证覆盖深度和质量，预计小基站/室分需求将大幅提升，未来随着 5G 建设大规模启动有望拉升光纤光缆需求。公司目前加大研发布局，多元延伸应对行业变化，打造特种光纤、超低损耗光纤、多模光纤等光通信产品的成本竞争力，加快物联网传感、量子通信、太赫兹通信等前瞻性领域的产业化布局，上半年公司一体化边缘数据中心项目顺利通过验收，100G 硅光模块逐步量产，未来相关进展值得关注。

■ **能源互联空间广阔，海洋业务有望成为增长新动能。**发改委/能源局/工信部提出到 2025 年我国要初步建成能源互联网产业体系，国家电网承诺 2019 年投资同比增 4.8% 达 5126 亿元，其中特高压电网预计今年落地投资总额达 1270 亿元，能源互联空间广阔。此外，海缆市场空间巨大，Research&Markets 预测亚太市场规模将从 2017 年 56 亿美元增至 2027 年 147 亿美元；海上风电发展迅速，预计装机容量将从 2018 年 1.6GW 增长至 2020 年的 10GW。上半年公司海洋业务表现亮眼，中标累计金额超 2018 年全年达 26 亿元，营收同比增长 205.69% 至 10.31 亿元，海洋业务未来有望成为公司增长新引擎。

■ **风险因素：**5G 光通信需求低于预期；海洋业务拓展不及预期。

■ **投资建议：**由于通信网络板块下滑幅度高于预期，下调 2019/2020/2021 年 EPS 预测为 1.11/1.35/1.62 元（原值为 1.49/1.81/2.05 元），看好公司海洋业务快速增长，维持“增持”评级。

亨通光电	600487
评级	增持（维持）
当前价	15.26 元
总股本	1,904 百万股
流通股本	1,860 百万股
52 周最高/最低价	24.12/14.05 元
近 1 月绝对涨幅	-2.55%
近 6 月绝对涨幅	-29.33%
近 12 月绝对涨幅	-33.80%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,950.27	33,865.76	34,174.85	38,016.03	43,762.92
营业收入增长率	34%	31%	1%	11%	15%
净利润(百万元)	2,108.83	2,531.59	2,109.15	2,564.70	3,090.05
净利润增长率	60%	20%	-17%	22%	20%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.63	1.33	1.11	1.35	1.62
毛利率%	20%	19%	17%	18%	19%
净资产收益率 ROE%	20.38%	20.38%	14.81%	15.46%	15.93%
每股净资产(元)	5.44	6.52	7.48	8.71	10.19
PE	9	11	14	11	9
PB	3	2	2	2	1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 9 月 3 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,950	33,866	34,175	38,016	43,763
营业成本	20,738	27,460	28,294	31,213	35,628
毛利率	20.08%	18.92%	17.21%	17.90%	18.59%
营业税金及附加	118	128	176	190	203
销售费用	917	1,066	1,230	1,369	1,619
营业费用率	3.53%	3.15%	3.60%	3.60%	3.70%
管理费用	1,660	920	928	1,032	1,189
管理费用率	6.40%	2.72%	2.72%	2.72%	2.72%
财务费用	388	504	397	424	407
财务费用率	1.49%	1.49%	1.16%	1.12%	0.93%
投资收益	186	108	188	161	152
营业利润	2,513	3,048	2,500	3,089	3,762
营业利润率	9.69%	9.00%	7.31%	8.13%	8.60%
营业外收入	63	10	54	42	35
营业外支出	11	15	13	13	13
利润总额	2,565	3,043	2,541	3,119	3,784
所得税	330	396	335	437	552
所得税率	12.85%	13.01%	13.20%	14.00%	14.60%
少数股东损益	127	116	96	117	141
归属于母公司股东的净利润	2,109	2,532	2,109	2,565	3,090
净利率	8.13%	7.48%	6.17%	6.75%	7.06%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,389	5,054	5,020	5,407	6,395
存货	4,889	4,505	6,212	6,447	7,011
应收账款	7,258	9,614	9,458	10,649	12,265
其他流动资产	4,369	4,736	4,178	5,076	5,497
流动资产	19,905	23,909	24,869	27,579	31,168
固定资产	4,129	5,775	7,307	8,441	9,284
长期股权投资	1,133	1,321	1,321	1,321	1,321
无形资产	735	1,112	1,112	1,112	1,112
其他长期资产	2,326	4,246	4,246	4,246	4,246
非流动资产	8,323	12,453	13,986	15,120	15,963
资产总计	28,228	36,363	38,855	42,699	47,131
短期借款	5,750	8,942	10,132	10,308	10,016
应付账款	5,839	8,068	7,746	8,835	10,102
其他流动负债	2,703	3,696	3,400	3,522	4,024
流动负债	14,293	20,706	21,278	22,665	24,141
长期借款	1,109	1,340	1,340	1,340	1,340
其他长期负债	1,764	815	815	815	815
非流动性负债	2,873	2,156	2,156	2,156	2,156
负债合计	17,166	22,862	23,434	24,820	26,297
股本	1,360	1,904	1,904	1,904	1,904
资本公积	3,203	3,196	3,196	3,196	3,196
归属于母公司所有者权益合计	10,347	12,421	14,244	16,584	19,399
少数股东权益	716	1,080	1,177	1,294	1,436
股东权益合计	11,062	13,501	15,421	17,878	20,834
负债股东权益总计	28,228	36,363	38,855	42,699	47,131

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,565	3,043	2,541	3,119	3,784
所得税支出	-330	-396	-335	-437	-552
折旧和摊销	491	625	767	967	1,157
营运资金的变化	-2,690	-2,092	-1,659	-1,097	-836
其他经营现金流	257	673	258	252	259
经营现金流合计	294	1,853	1,572	2,803	3,812
资本支出	-2,233	-3,800	-2,300	-2,100	-2,000
投资收益	186	108	188	161	152
其他投资现金流	-1,301	-617	-2	-3	-2
投资现金流合计	-3,348	-4,309	-2,113	-1,942	-1,850
发行股票	3,038	13	0	0	0
负债变化	24,846	36,665	1,190	176	-292
股息支出	-218	-286	-286	-225	-276
其他融资现金流	-24,491	-33,507	-397	-424	-407
融资现金流合计	3,175	2,886	507	-473	-975
现金及现金等价物净增加额	122	430	-34	387	987

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	34.40%	30.50%	0.91%	11.24%	15.12%
营业利润增长率	59.80%	21.27%	-18.00%	23.59%	21.78%
净利润增长率	60.20%	20.05%	-16.69%	21.60%	20.48%
毛利率	20.08%	18.92%	17.21%	17.90%	18.59%
EBITDA Margin	12.95%	12.15%	10.56%	11.55%	11.90%
净利率	8.13%	7.48%	6.17%	6.75%	7.06%
净资产收益率	20.38%	20.38%	14.81%	15.46%	15.93%
总资产收益率	7.47%	6.96%	5.43%	6.01%	6.56%
资产负债率	60.81%	62.87%	60.31%	58.13%	55.80%
所得税率	12.85%	13.01%	13.20%	14.00%	14.60%
股利支付率	10.32%	11.28%	10.66%	10.75%	10.90%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500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20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。