

亨通光电 (600487)

证券研究报告

2018年09月04日

硅光芯片获重大突破，有望提升公司估值

事件：公司发布关于 100Gbps 硅光模块业务进展公告，公司与英国洛克利硅光子公司合作的 100G 硅光子模块项目完成了 100Gbps 硅光芯片的首件试制和可靠性测试，完成了硅光子芯片测试平台搭建。我们点评如下：

硅光芯片获重大突破，高新技术的突破有望提升公司估值。公司与洛克立硅光合作的 100G 硅光模块项目，包括 100Gbps QSFP28 有源光缆、100G QSFP28 PSM4 光模块、100G QSFP28 CWDM4 光模块三款产品，公告完成了 100Gbps 硅光芯片的首件试制和可靠性测试，完成了硅光子芯片测试平台搭建，预计 2018Q4 将完成 100G 硅光模块的封装、测试及组装工作，2019 年实现批量供货。

我们一直认为，公司作为光纤光缆领域龙头，也具备很强的跨领域突破力，之前的海缆是证明，此次的硅光突破也具代表性，打开了新的广阔市场空间（公司有望享受数据中心和 5G 电信光模块的市场红利），另外 5G 射频通信芯片等高端领域的布局也值得积极期待，亨通光电在高新技术领域的突破，有望提升公司估值。

冰冻三尺非一日之寒，硅光技术实力深厚，砥砺前行终将开花结果

1) 去年底亨通与洛克利硅光子成立合资公司，洛克立董事长 Andrew Rickman 曾创立 Oclaro 的前身 Bookham，在光通信领域有超过 25 年技术经验。2013 年创办的洛克利硅光子具备 25G 硅光子芯片的设计和生产能力，未来合作将由洛克利提供 25G 硅光芯片，由合资公司封装成 100G 光模块并进行销售。硅光技术具有更强的规模生产潜力，良率和产量达到一定程度后相比传统分立式器件有较强成本优势。亨通已经具备光模块封装能力，此次通过合资协议绑定上游硅光芯片供应，有望较快形成 100G 光模块成熟产品生产能力，进而分享大型数据中心旺盛的 100G 光模块以及 5G 建设带来的海量 25G/100G 光模块需求。

2) 公司持有武汉光谷信息光电子创新中心 12.5% 股权，为第三大股东，与业内龙头企业共同推动国内高端光电子器件行业发展，未来也将享受相关技术成果。

3) 公司聘任“半导体教父”之称的张汝京博士、褚君浩院士进入公司新一届董事会，指导公司新一轮发展方向；聘请国家“千人计划”创新人才林福江教授、陈晓东教授担任射频芯片、太赫兹通信项目的首席科学家；聘请 Andrew Rickman 博士为硅光模块技术的首席科学家。全球一流的科技专家队伍给公司带来新的视野、新的理念、新的发展方向。

综合看，公司在硅光、光模块、5G 芯片等高新技术领域的布局，并非是“水中月、镜中花”，随着新产品新技术突破和商业落地，未来将大有可为。

投资建议：网络持续扩容升级、未来 5G 基站密集组网连接以及流量激增，将带动光纤需求持续增长，公司将充分受益。同时海缆、芯片等新技术新业务不断突破，打开未来成长空间。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 32.9 亿、43.8 亿元、54.3 亿元，对应 18 年 PE 是 13x，维持“买入”评级。

风险提示：运营商集采和光棒扩产低于预期，海外战略受阻等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	19,307.89	25,950.27	33,828.22	41,306.96	47,969.73
增长率(%)	41.74	34.40	30.36	22.11	16.13
EBITDA(百万元)	2,350.60	3,061.94	4,455.49	5,707.47	6,971.82
净利润(百万元)	1,316.39	2,108.83	3,291.59	4,380.70	5,426.95
增长率(%)	129.81	60.20	56.09	33.09	23.88
EPS(元/股)	0.69	1.11	1.73	2.30	2.85
市盈率(P/E)	33.65	21.01	13.46	10.11	8.16
市净率(P/B)	7.57	4.28	3.22	2.50	1.96
市销率(P/S)	2.29	1.71	1.31	1.07	0.92
EV/EBITDA	11.61	19.61	9.68	7.84	5.40

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.27 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)	44,298.77
流通 A 股市值(百万元)	43,289.77
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	64.41
一年内最高/最低(元)	46.87/18.92

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-半年报点评:光通信+电力+海洋推动业绩高增长，2+X 战略打开长期空间》2018-08-30
- 《亨通光电-公司点评:海洋业务持续发力，不可忽视的重要增长点》2018-08-01
- 《亨通光电-公司点评:业绩高增长持续超预期，未来更值得期待》2018-07-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,104.50	3,388.82	6,770.86	4,972.62	12,033.91
应收账款	4,528.45	5,720.21	5,555.86	10,507.96	9,479.43
预付账款	539.04	2,618.21	1,102.26	1,565.52	1,507.55
存货	3,933.67	4,889.13	6,133.49	7,205.43	8,159.94
其他	1,335.27	3,288.76	2,349.81	3,906.43	2,906.86
流动资产合计	13,440.93	19,905.12	21,912.29	28,157.96	34,087.70
长期股权投资	885.89	1,133.12	1,133.12	1,133.12	1,133.12
固定资产	3,500.48	4,128.66	4,289.20	4,328.26	4,281.42
在建工程	262.82	823.08	529.85	365.91	249.54
无形资产	654.31	877.48	791.61	705.74	619.87
其他	989.90	1,360.76	1,205.40	1,193.42	1,193.42
非流动资产合计	6,293.40	8,323.09	7,949.18	7,726.44	7,477.37
资产总计	19,734.33	28,228.22	29,861.47	35,884.40	41,565.06
短期借款	4,413.57	5,750.00	3,100.00	2,560.00	2,000.00
应付账款	2,374.66	3,787.43	3,883.32	5,413.39	5,373.07
其他	3,763.97	4,755.30	5,920.97	6,655.22	7,579.78
流动负债合计	10,552.20	14,292.73	12,904.30	14,628.61	14,952.84
长期借款	673.00	1,109.48	500.00	500.00	500.00
应付债券	1,491.37	1,493.77	1,491.37	1,492.17	1,492.44
其他	229.17	269.78	250.00	250.00	250.00
非流动负债合计	2,393.54	2,873.03	2,241.37	2,242.17	2,242.44
负债合计	12,945.74	17,165.76	15,145.66	16,870.78	17,195.28
少数股东权益	939.44	715.88	963.64	1,318.83	1,790.74
股本	1,241.27	1,359.78	1,903.68	1,903.68	1,903.68
资本公积	838.32	3,202.74	3,202.74	3,202.74	3,202.74
留存收益	4,549.34	8,886.05	11,848.48	15,791.11	20,675.36
其他	(779.78)	(3,102.00)	(3,202.74)	(3,202.74)	(3,202.74)
股东权益合计	6,788.59	11,062.46	14,715.80	19,013.62	24,369.78
负债和股东权益总	19,734.33	28,228.22	29,861.47	35,884.40	41,565.06

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,523.13	2,235.76	3,291.59	4,380.70	5,426.95
折旧摊销	432.38	490.91	278.56	290.75	299.07
财务费用	372.61	355.13	233.44	109.67	38.34
投资损失	(271.55)	(185.79)	(196.00)	(180.00)	(180.00)
营运资金变动	545.25	(4,021.24)	2,786.05	(5,767.56)	2,015.76
其它	(22.93)	1,419.42	247.76	355.13	471.95
经营活动现金流	2,578.89	294.19	6,641.40	(811.30)	8,072.06
资本支出	1,547.12	2,064.93	79.78	80.00	50.00
长期投资	412.30	247.23	0.00	0.00	0.00
其他	(3,519.74)	(5,660.09)	56.33	20.00	80.00
投资活动现金流	(1,560.32)	(3,347.93)	136.11	100.00	130.00
债权融资	6,787.94	8,653.25	5,391.37	4,852.17	4,292.44
股权融资	(341.19)	2,211.55	269.71	(49.67)	21.66
其他	(6,310.02)	(7,689.54)	(9,056.55)	(5,889.44)	(5,454.86)
筹资活动现金流	136.73	3,175.26	(3,395.47)	(1,086.94)	(1,140.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	36.00	30.00	37.00
现金净增加额	1,155.30	121.52	3,418.04	(1,768.24)	7,098.29

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,307.89	25,950.27	33,828.22	41,306.96	47,969.73
营业成本	15,233.61	20,738.41	26,454.29	32,013.41	36,876.89
营业税金及附加	136.67	118.07	135.31	185.88	239.85
营业费用	794.42	916.60	1,183.99	1,445.74	1,678.94
管理费用	1,392.69	1,660.20	2,029.69	2,375.15	2,638.34
财务费用	347.70	387.73	233.44	109.67	38.34
资产减值损失	97.34	113.06	80.00	80.00	80.00
公允价值变动收益	1.14	(4.67)	0.00	(0.06)	0.04
投资净收益	271.55	185.79	232.00	210.00	217.00
其他	(540.10)	(678.32)	(464.00)	(419.89)	(434.08)
营业利润	1,572.88	2,513.41	3,943.49	5,307.04	6,634.41
营业外收入	228.54	62.69	90.00	86.00	80.00
营业外支出	11.88	10.65	11.51	11.35	11.17
利润总额	1,789.54	2,565.45	4,021.99	5,381.69	6,703.24
所得税	266.41	329.69	482.64	645.80	804.39
净利润	1,523.13	2,235.76	3,539.35	4,735.89	5,898.85
少数股东损益	206.74	126.93	247.75	355.19	471.91
归属于母公司净利润	1,316.39	2,108.83	3,291.59	4,380.70	5,426.95
每股收益(元)	0.69	1.11	1.73	2.30	2.85

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	41.74%	34.40%	30.36%	22.11%	16.13%
营业利润	112.25%	59.80%	56.90%	34.58%	25.01%
归属于母公司净利润	129.81%	60.20%	56.09%	33.09%	23.88%
获利能力					
毛利率	21.10%	20.08%	21.80%	22.50%	23.12%
净利率	6.82%	8.13%	9.73%	10.61%	11.31%
ROE	22.51%	20.38%	23.94%	24.76%	24.04%
ROIC	21.17%	25.33%	23.82%	37.85%	32.33%
偿债能力					
资产负债率	65.60%	60.81%	50.72%	47.01%	41.37%
净负债率	35.91%	27.60%	34.82%	15.69%	28.91%
流动比率	1.27	1.39	1.70	1.92	2.28
速动比率	0.90	1.05	1.22	1.43	1.73
营运能力					
应收账款周转率	4.80	5.06	6.00	5.14	4.80
存货周转率	5.32	5.88	6.14	6.19	6.24
总资产周转率	1.10	1.08	1.16	1.26	1.24
每股指标(元)					
每股收益	0.69	1.11	1.73	2.30	2.85
每股经营现金流	1.35	0.15	3.49	-0.43	4.24
每股净资产	3.07	5.44	7.22	9.30	11.86
估值比率					
市盈率	33.65	21.01	13.46	10.11	8.16
市净率	7.57	4.28	3.22	2.50	1.96
EV/EBITDA	11.61	19.61	9.68	7.84	5.40
EV/EBIT	14.17	23.23	10.33	8.26	5.64

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com