

“光”景依旧，未雨绸缪转型正当时

——亨通光电（600487）深度报告

2016年06月03日

强烈推荐/首次

亨通光电 深度报告

报告摘要：

行业持续景气，内生主业“光通信+电力电缆”有望实现高增长。

- ◆ **光通信：**受益“政策利好”、“存量替代”、“需求主体多元化”三重利好，预计未来2-3年光通信行业可维持高景气。目前国内光通信市场“量价齐升”，公司作为全球第二大光纤制造商，光棒产能释放，大份额中标中移动集采，毛利率将稳中上升，驱动光通信业务高增长；
- ◆ **电力电缆：**跨区送电及近万亿的特高压工程支撑电缆市场需求持续旺盛。公司拥有从陆缆到海缆、从中低压到超高压、从电力到光电复合缆全系列产品，预计可分享较高市场份额，实现20%左右的增长。

公司未雨绸缪，“主业升级+外延并购”多措并举，通过研发“新产品”、开拓“新市场”、布局“新领域”，为可持续发展注入新动力。

- ◆ **新产品：**公司紧跟市场发展潮流，研发超100G低损耗光纤及海缆产品。其中，海缆获得了国际权威的UQJ和UJ认证，并在2015年取得超预期地市场突破，我们认为今年有望实现100%以上的增长；
- ◆ **新市场：**公司借“一带一路”政策东风加快产能转移和国际化拓展，重点布局市场潜力较大的东南亚、南非、南美市场，先后收购印尼、南非等地线缆厂商。我们预计公司今年的海外收入有望翻番；
- ◆ **新领域：**公司通过并购+定增方式积极布局大数据、系统集成服务、新能源汽车传导及充电设施领域。我们认为，受益市场需求爆发，所并购公司预计可以完成业绩承诺，未来将成为公司新的利润增长点。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.71元、0.90元和1.12元，对应PE分别为17倍、13倍和11倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，6个月目标价17.75元，对应25倍PE。

风险提示：行业竞争加剧，线缆产品价格快速下降；海外市场拓展缓慢；大数据、新能源汽车、系统集成服务等转型业务发展不达预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10,471.1	13,622.3	16,943.0	20,700.8	24,918.1
增长率(%)	21.89%	30.09%	24.38%	22.18%	20.37%
净利润(百万元)	383.44	693.28	1,079.41	1,332.23	1,614.68
增长率(%)	17.37%	80.80%	55.70%	23.42%	21.20%
净资产收益率(%)	8.41%	12.41%	17.65%	20.58%	23.29%
每股收益(元)	0.87	0.46	0.71	0.90	1.12
PE	13.93	26.20	17.06	13.43	10.76
PB	1.22	3.25	3.01	2.76	2.51

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

阎贵成

010-66554039

yangc@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116040051

张志峰

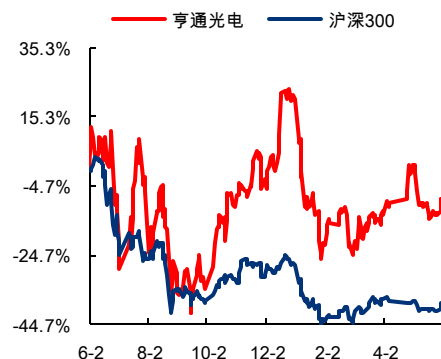
010-66554067

zhangzf@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	7.75-16.33
总市值(亿元)	142.99
流通市值(亿元)	132.63
总股本/流通A股(万股)	124127/115127
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.2

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 崛起中的线缆行业领军企业	5
1.1 综合性线缆行业巨头，产业链完整	5
1.2 业绩快速增长，盈利能力不断增强	6
1.3 员工持股实现利益绑定，推动公司快速发展	7
2. 行业持续景气，内生主业“光通信+电力电缆”有望持续增长	8
2.1 光通信板块：“光”景依旧，仍具持续性，增长可期	8
2.1.1 三重利好推动国内光纤光缆市场“量价齐升”	9
2.1.2 光棒产能释放，利润贡献加速，集采份额第一确保业绩	13
2.2 电力电缆板块：跨区送电及特高压工程支撑市场需求持续旺盛	15
3. 战略转型落地，主业升级+外延并购，“三新”布局大有可期	17
3.1 研发“新产品”，巩固线缆行业领先优势	17
3.1.1 成功研发国际领先的超低损耗大有效面积单模光纤	17
3.1.2 海缆市场空间大，公司已获突破，定增加码提升竞争力	17
3.2 开拓“新市场”，促进海外业务快速发展	19
3.3 布局“新领域”，确保公司业绩持续增长	21
3.3.1 收购优网科技进军大数据行业，受益“国家大数据战略”发展红利	21
3.3.2 多措并举布局新能源汽车传导、充电设施生产及智能充电运营项目	25
3.3.3 从产品供应商向全价值链集成服务商转型，发力海外 EPC 项目总包	27
4. 盈利预测及估值	28
5. 风险提示	30

表格目录

表 1：“宽带中国”发展目标及其时间表	9
表 2：我国光通信有关的支持政策	10
表 3：我国有关民营资本进入宽带接入市场的支持政策	12
表 4：国内主要光纤光缆企业的光棒产能	14
表 5：公司在中国移动 2015-2016 年光纤光缆集采的中标情况	14
表 6：防治大气污染 12 条输电通道中的“四交五直”投资规模及投运时间	15
表 7：优网科技业绩承诺（单位：万元）	25
表 8：万山电力的项目经验	28
表 9：电信国脉和万山电力业绩承诺（单位：万元）	28

表 10: 公司主营业务收入预测 (单位: 百万元)	29
表 11: 同类型上市公司市盈率比较表	30
表 12: 公司盈利预测表	31

插图目录

图 1: 2015 年公司收入构成	5
图 2: 2015 年公司毛利构成	5
图 3: 公司光通信产业链	5
图 4: 公司电力电缆产业链	5
图 5: 公司历年营业收入情况 (单位: 亿元)	6
图 6: 公司历年归母净利润情况 (单位: 亿元)	6
图 7: 公司 2015 年毛利率和净利率明显提升	6
图 8: 海洋工程及新能源线控产品收入 (单位: 百万元)	6
图 9: 公司的控股股东	7
图 10: 第一期员工持股激励对象构成	7
图 11: 第一期员工持股激励配股比例	7
图 12: 公司光通信历年收入情况 (单位: 百万元)	8
图 13: 公司光通信历年毛利情况 (单位: 百万元)	8
图 14: 三大运营商资本开支 (单位: 亿元)	9
图 15: 中国移动资本开支维持高位 (单位: 亿元)	9
图 16: 全球及我国光纤光缆需求 (单位: 百万芯公里)	13
图 17: 国内光纤价格走势 (元/芯公里)	13
图 18: 公司电力电缆历年收入情况 (单位: 百万元)	15
图 19: 公司电力电缆历年毛利情况 (单位: 百万元)	15
图 20: 公司参与实施的部分输变电工程	16
图 21: 我国海底电缆市场需求 (单位: 公里)	18
图 22: 公司的海缆产品及解决方案	18
图 23: 东南亚、非洲和拉丁美洲的光缆需求预测	19
图 24: 公司的海外市场分布	20
图 25: 公司的国际化战略实施举措	21
图 26: 中国大数据产业市场规模 (单位: 亿元)	22
图 27: 2015 年和 2018 年中国大数据产业细分市场占比	22
图 28: 中国通信大数据产业及细分市场的市场规模 (单位: 亿元)	22
图 29: 通信大数据“里应外合”商务模式	23
图 30: 优网科技的大数据产品	24

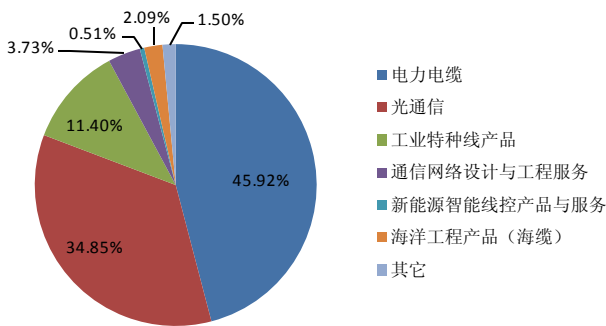
图 31: 大数据分析平台及行业应用服务项目框架	24
图 32: 程序化购买示意图	25
图 33: 我国新能源汽车的产量（单位：万辆）	26
图 34: 电信国脉的通信网络服务业务	27

1. 崛起中的线缆行业领军企业

1.1 综合性线缆行业巨头, 产业链完整

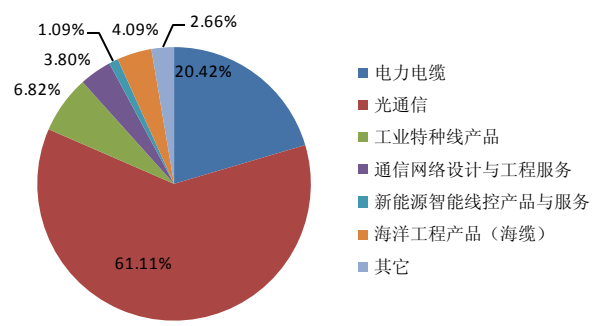
江苏亨通光电股份有限公司 (以下简称“公司”) 是国内规模最大、产业链最完整的综合性线缆生产企业之一、全球第二大光纤制造厂商, 全球市场占有率 15%, 国内占有率 25%, 也是超高压电力系统全球前 5 强。公司主营业务涵盖“光通信”和“电力电缆”两大行业, 2015 年收入占比 34.9%和 45.9%, 毛利占比 61.1%和 20.4%。

图 1: 2015 年公司收入构成



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

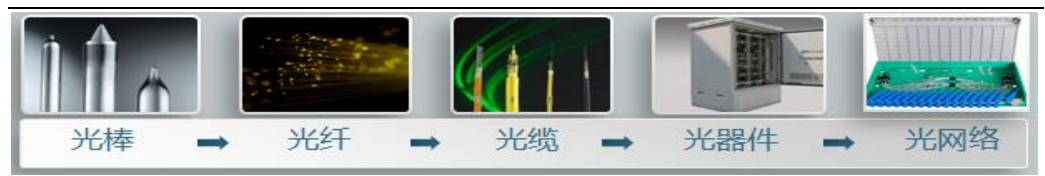
图 2: 2015 年公司毛利构成



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

- ◆ **光通信行业:** 公司具备“光棒-光纤-光缆-光器件-光网络”全产业链, 拥有光棒、光纤制造的多项核心技术和自主知识产权。此外, 公司通过收购黑龙江电信国脉工程股份有限公司, 实现了由“光通信产品供应商向全价值链集成服务商”的转型, 目前可以提供通信工程设计施工总承包 (EPC) 及网络优化运维等服务。

图 3: 公司光通信产业链



资料来源: 公司公告, 公司网站, 东兴证券研究所

- ◆ **电力电缆行业:** 公司的电力电缆产品涉及从陆缆到海缆、从中低压到超高压、从电力到光电复合缆产品等门类, 还提供电力工程设计总承包服务。目前已经形成了铜铝杆连铸连轧、导线、中低压、超高压、海底光电复合缆等完整产业链。

图 4: 公司电力电缆产业链



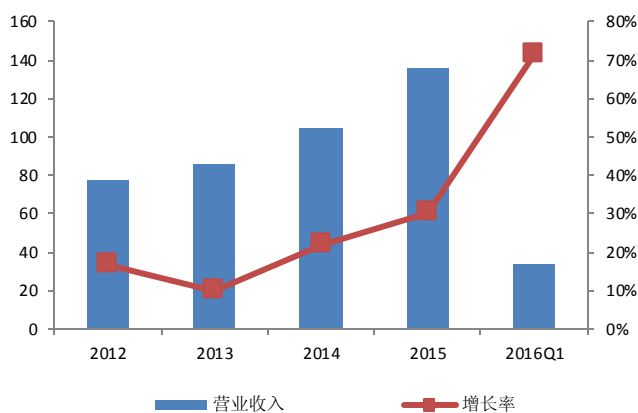
资料来源: 公司公告, 公司网站, 东兴证券研究所

1.2 业绩快速增长, 盈利能力不断增强

2015 年和 2016 年 Q1, 公司业绩实现高速增长。2015 年, 公司营业收入 136.22 亿元、归母净利润 5.73 亿元, 较 2014 年分别增长 30.09% 和 66.44%; 2016 年 Q1, 公司实现营业收入 33.27 亿元、归母净利润 1.15 亿元, 同比大增 71.57% 和 128.80%。

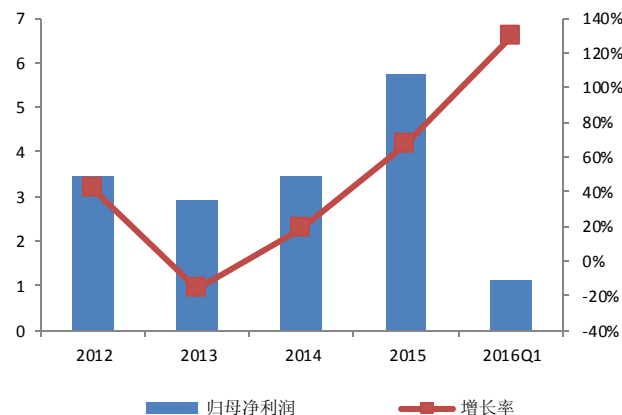
公司业绩实现快速增长的主要原因是: 光通信产品、海洋工程产品、通信网络设计与工程施工业务、新能源智能线控产品毛利率较高, 且营收实现大幅增长。

图 5: 公司历年营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 6: 公司历年归母净利润情况 (单位: 亿元)

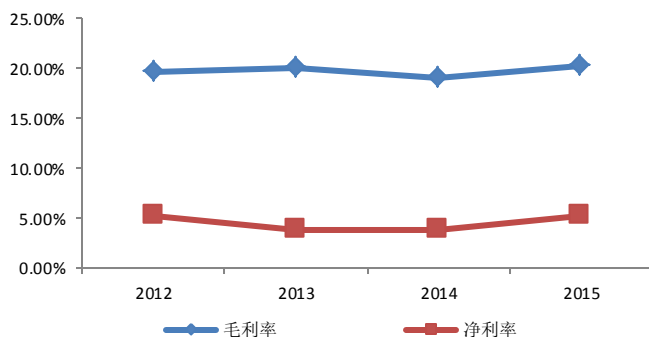


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

受益光通信高景气, 光纤量价齐升, 高毛利产品销量大增, 公司毛利率和净利率提高。

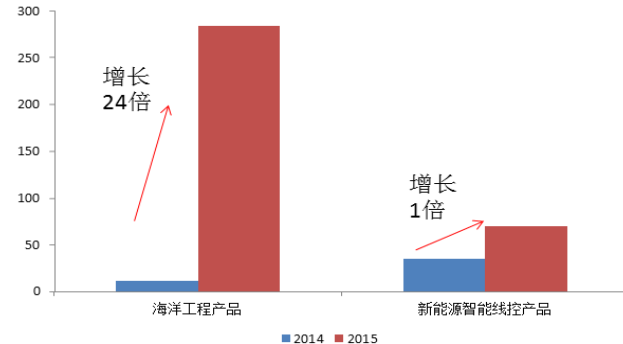
- ◆ 国内光通信行业呈现高景气度, CRU 数据显示, 2015 年我国光纤光缆消耗超过 2 亿芯公里, 增长 29%。受此激发, 光纤供不应求, 价格上涨 6% 左右。
- ◆ 公司加大海洋工程产品 (海缆) 及新能源智能线控产品的研发和推广力度, 销量大增, 毛利率又均在 40% 左右, 使得公司 2015 年毛利率和净利率分别达到 20.23% 和 5.11%, 分别较上年提升 1.2pct 和 1.4pct, 盈利能力增强。例如, 毛利率高达 39.6% 的海缆业务 2015 年取得突破, 实现收入 2.84 亿元, 较 2014 年大增 24 倍。

图 7: 公司 2015 年毛利率和净利率明显提升



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 8: 海洋工程及新能源线控产品收入 (单位: 百万元)



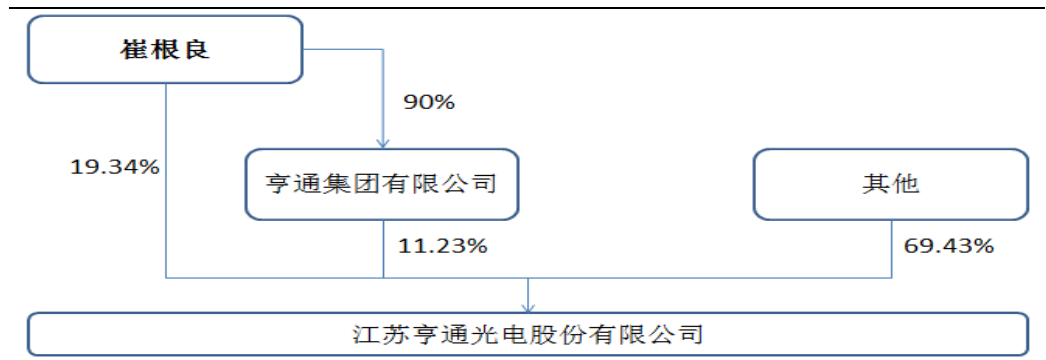
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们认为, 未来 2-3 年光通信行业可维持高景气, 近万亿的特高压工程也可支撑电缆市场需求持续旺盛, 将确保“光通信”和“电力电缆”两大主业毛利率稳定, 收入取得 20%左右的增长。此外, 海洋工程产品及新能源智能线控产品市场空间巨大, 公司有望进一步打开市场, 2016 年收入翻番有望, 未来将成为公司新的利润增长点。

1.3 员工持股实现利益绑定, 推动公司快速发展

公司的第一大股东是崔根良先生, 直接持股比例为 19.34%, 并通过亨通集团有限公司间接持股 10.11%, 合计持股比例为 29.45%, 是公司的实际控制人。

图 9: 公司的控股股东

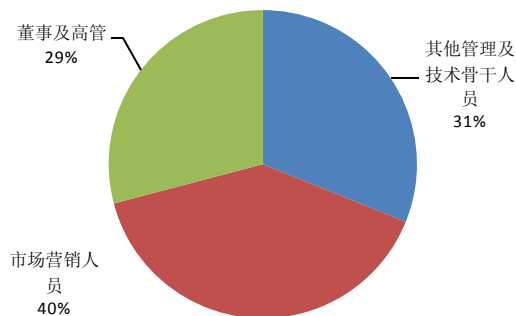


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

为充分调动公司管理层及核心骨干员工的发展积极, 公司积极推行员工持股计划, 目前第一期员工持股激励方案已经完成, 第二期持股激励方案部分完成。

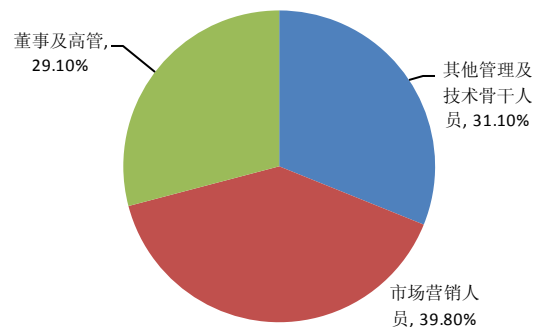
第一期员工持股激励方案为: 公司运用 2005 年至 2012 年的奖励基金, 委托苏州信托设立的“苏信财富·华彩 H1402 单一资金信托”通过上海证券交易所交易系统累计增持公司股份 3,836,515 股, 并将其分配给 63 位激励对象。激励对象中, 高管之外的其它管理及技术骨干人员和市场营销人员共计 55 名, 配股比例达 76.9%。

图 10: 第一期员工持股激励对象构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 第一期员工持股激励配股比例



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

第二期员工持股激励方案为：公司运用 2013 年至 2017 年的奖励基金，委托苏州信托设立“苏信财富·华彩 H1503 单一资金信托”（以下简称“华彩 H1503 信托”），并择机通过二级市场购买公司股份用于员工奖励。2015 年 9 月 14 日，公司将 2013 年和 2014 年的奖励基金共计 3176 万元汇至华彩 H1503 信托专用资金账户。2015 年 9 月 16 日，公司收到苏州信托的首次股票购入通知，华彩 H1503 信托通过上海证券交易所证券交易系统购入本公司股份 1,333,400 股，共使用约 3100 万元资金。2015 年至 2017 年计提的奖励基金将在对应的年度股东大会审议通过后由公司汇至华彩 H1503 信托专用资金账户并择机通过二级市场购买公司股份用于员工奖励。

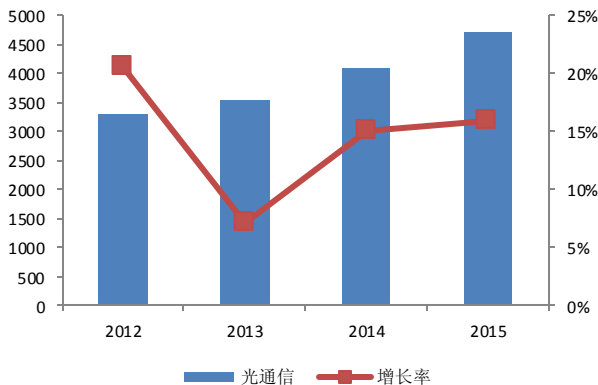
我们认为，股权奖金基金和员工持股计划的实施，建立了公司管理层长效激励机制，将股东与员工利益绑定，将调动公司骨干员工的积极性，推动公司持续发展。

2. 行业持续景气，内生主业“光通信+电力电缆”有望持续增长

2.1 光通信板块：“光”景依旧，仍具持续性，增长可期

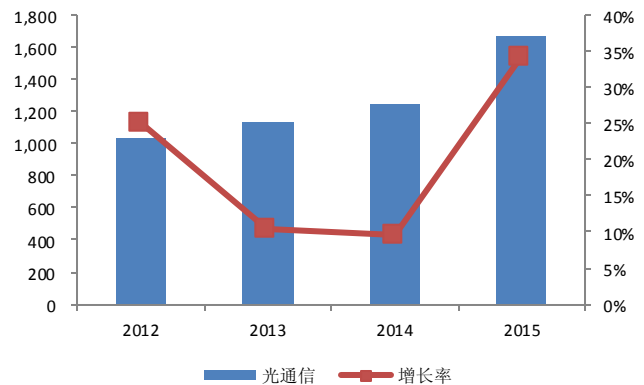
2015 年，公司光通信业务实现营业收入 47.27 亿元，较 2014 年增长 15.91%，毛利率达到 35.48%，较 2014 年提升 4.87 个百分点，实现毛利 16.77 亿元，较 2014 年增长 34.33%，占比公司整体毛利 61.11%。因此，光通信是公司最主要的利润来源。

图 12：公司光通信历年收入情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 13：公司光通信历年毛利情况（单位：百万元）



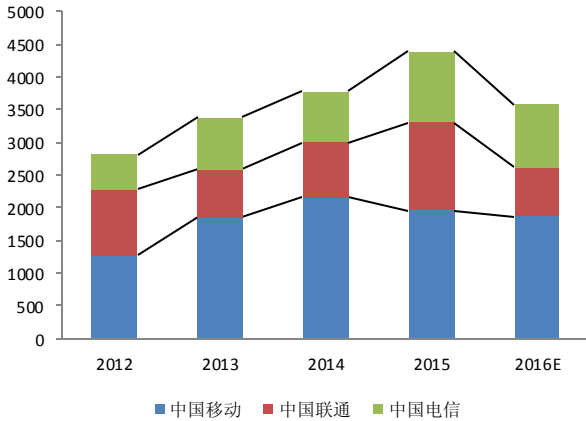
资料来源：Wind，东兴证券研究所

市场可能会有疑问：2016 年，三大电信运营商资本开支下降 18%，且预计 5G 商用之前投资规模仍可能持续下降，光通信高景气阶段是否会在 2016 年面临拐点？

我们认为，受益“宽带中国政策利好”、“骨干光缆存量替代”、“光纤光缆需求主体多元化”三重利好，以及公司在中国移动的市场份额领先，而未来几年中国移动的有线宽带投资将维持高位，预计未来 2-3 年公司的光通信业务增长具有可持续性。2016 年，三大电信运营商预计资本开支 3582 亿元，较 2014 年下降约 18%，大幅下降的主要原因是中国联通资本开支下降 44%。中国移动的实际降幅仅 5%，降幅主要来自移动

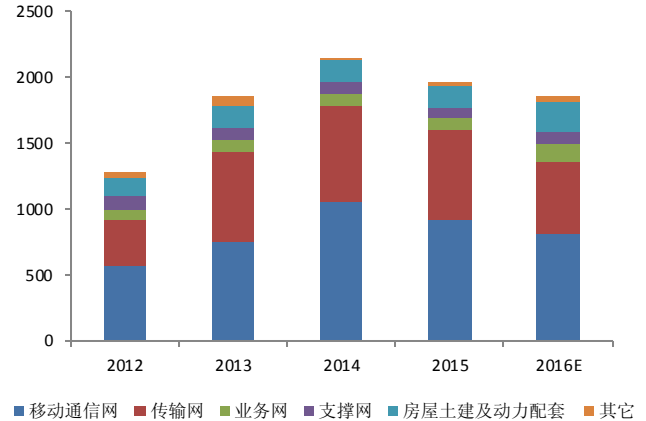
通信网络投资, 下降 12%, 实际上有线宽带相关的投资增长 67%。

图 14: 三大运营商资本开支 (单位: 亿元)



资料来源: 中国移动, 中国电信, 中国联通, 东兴证券研究所

图 15: 中国移动资本开支维持高位 (单位: 亿元)



资料来源: 中国移动, 东兴证券研究所

2.1.1 三重利好推动国内光纤光缆市场“量价齐升”

• 政策利好频发, 推动光纤光缆市场持续景气

作为国家战略性公共基础设施, 宽带网络建设得到政府高度关注。2013 年, 我国提出“宽带中国”战略, 之后又陆续颁布了“提速降费”、“互联网+”等一系列产业政策, 这些都为国内光纤光缆市场需求的快速增长提供了政策红利与现实基础。

2013 年 8 月, 国务院印发的《“宽带中国”战略及实施方案》明确要求: 要以多种方式推进光纤向用户端延伸, 逐步建成以光纤为主、同轴电缆和双绞线等接入资源有效利用的固定宽带接入网络, 实现光纤网络覆盖城市家庭。到 2020 年, 要基本建成覆盖城乡、服务便捷、高速畅通、技术先进的宽带网络基础设施, 固定宽带用户要达到 4 亿户, 城市和农村家庭宽带接入能力分别要达到 50Mbps 和 12Mbps, 50%的城市家庭用户要达到 100Mbps, 发达城市部分家庭用户宽带速率可达 1Gbps。

表 1: “宽带中国”发展目标及其时间表

指标	单位	2013 年	2015 年	2020 年
1. 宽带用户规模				
固定宽带接入用户	亿户	2.1	2.7	4
其中: 光纤到户	亿户	0.3	0.7	--
其中: 城市宽带用户	亿户	1.6	2	--
农村宽带用户	亿户	0.5	0.7	--
3G/LTE 用户	亿户	3.3	4.5	12
2. 宽带普及水平				
固定宽带家庭普及率	%	40	50	70

其中：城市家庭普及率	%	55	65	--
农村家庭普及率	%	20	30	--
3G/LTE 用户普及率	%	25	32.5	85
3.宽带网络能力				
城市宽带接入能力	Mbps	20（80%用户）	20	50
其中：发达城市	Mbps	--	100（部分城市）	1000（部分用户）
农村宽带接入能力	Mbps	4（85%用户）	4	12
大型企事业单位接入带宽	Mbps	--	大于 100	大于 1000
互联网国际出口带宽	Gbps	2500	6500	--
FTTH 覆盖家庭	亿个	1.3	2	3
3G/LTE 基站规模	万个	95	120	--
行政村通宽带比例	%	90	95	>98
全国有线电视网络互联互通平台覆盖有线电视网络用户比例	%	60	80	>95
4.宽带信息应用				
网民数量	亿人	7	8.5	11
其中：农村网民	亿人	1.8	2	--
互联网数据量（网页总字节）	太字节	7800	15000	--
电子商务交易额	万亿元	10	18	--

资料来源：国务院，工信部，东兴证券研究所

2015 年 5 月，国务院印发《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》，明确提出：加快基础设施建设，2016-2017 年网络建设累计投资不低于 7000 亿元，到 2017 年底，全国所有设区市城区和大部分非设区市城区家庭要具备 100Mbps 光纤接入能力。2016 年 3 月，工信部办公厅和财政部办公厅发布《关于组织实施电信普遍服务试点工作的指导意见》，要求试点工程中的所有行政村实现光纤通达，对于原采取铜缆接入宽带的行政村，应改造升级实现光纤通达。2016 年，支持不超过 1.5 万个未通村、2.2 万个升级村宽带建设和运行。工信部闻库司长在 2016 年工作思路中指出，要加快建设网络强国，2016 年基本实现所有设区市光纤全覆盖。

表 2：我国光通信有关的支持政策

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2016 年 3 月	工信部 财政部	《关于组织实施电信普遍服务试点工作的指导意见》	试点工程中的所有行政村实现光纤通达，对原采取铜缆接入宽带的行政村，应改造升级实现光纤通达。2016 年，支持不超过 1.5 万个未通村、2.2 万个升级村宽带建设和运行
2015 年 10 月	国务院	加快农村宽带建设	2020 年宽带覆盖 98% 的行政村，80% 以

			上的行政村实现光纤到村, 总投入超过 1400 亿元
2015 年 7 月	国务院	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	加快实施“宽带中国”战略, 组织实施国家新一代信息基础设施建设工程, 推进宽带网络光纤化改造
2015 年 5 月	工信部	《关于实施“宽带中国”2015 专项行动的意见》	新建 4G 基站 60 万个, 4G 网络覆盖县城和发达乡镇, 新增光纤到户宽带用户 4000 万
2015 年 5 月	国务院	《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》	加快基础设施建设, 2016-2017 年网络建设累计投资将不低于 7000 亿元, 到 2017 年底, 全国所有设区市城区和大部分非设区市城区家庭要具备 100Mbps 光纤接入能力
2013 年 8 月	国务院	《“宽带中国”战略及实施方案》	以多种方式推进光纤向用户端延伸, 逐步建成以光纤为主、同轴电缆和双绞线等接入资源有效利用的固定宽带接入网络, 实现光纤网络覆盖城市家庭

资料来源: 工信部, 互联网, 东兴证券研究所

◆ 骨干光缆存量替代, 超 100G 网络部署带来更大机会

目前, 国内的光缆网全网总长度已经达到了 774 万皮长公里, 1.44 亿纤芯公里, 骨干网总长度 25 万皮长公里, 640 万纤芯公里。工信部科技委常务副主任韦乐平表示: 到 2015 年, 约有 40% 的骨干网光缆达到了 20 年的设计寿命, 已经出现了部分老化的问题, 物理和传输性能劣化, 包括缆膏干涸、涂层松脱、PMD 太高等, 现有的光缆还存在着部分路由芯数太少、迁改和抢修太多、衰耗过大的问题。

此外, 信息发展日新月异, 移动互联网、大数据、4K、VR 等对带宽的需求持续增长, 消耗大带宽的杀手级应用不断涌现, 推动骨干网继续升级。目前, 100G 网络已大规模部署并成为骨干网的主导, 下一代 400G 乃至 1T 网络也已提上日程。例如, 移动数据流量的不断增长也会促进骨干网的建设。预计 2017 年, 骨干最大截面传输带宽约为 38Tb/s, 需要 5 个 80 波分 100G 系统, 400G 将成为更合理的选择; 未来 5 年, 随着网络流量大爆发, 高流量地区将需要 45-125Tb/s, 400G 便会成为主导速率。

因此, 我们认为骨干网光纤光缆将迎来替代潮, 支撑光通信维持高景气。

◆ 光纤光缆需求主体多元化, 弥补三大电信运营商资本开支的下滑

我们认为, 除三大电信运营商外, 铁塔公司、民营宽带运营商、广电、互联网企业(如 IDC 云服务企业)等行业用户也有大量光纤光缆需求, 可进一步推动市场繁荣。实际上, 三大运营商降低资本开支一部分原因是部分原来需要运营商进行的投资转移到铁塔公司。此外, 为有效推进“宽带中国”战略, 我国宽带接入市场开始向民营资本开放。此外, 2016 年 5 月, 中国广播电视网络有限公司获得《基础电信业务经营许可证》, 可以在全国范围内经营互联网国内数据传送业务、国内通信设施服务业务。

以民营资本进入宽带接入市场为例, 预计可以新增 100 亿元以上的投资。

2014年12月, 工信部下发《宽带接入网业务开放试点方案》, 允许民营企业自建基础设施并以自有品牌为用户提供宽带上网服务, 首批试点城市共16个, 包括太原、沈阳、哈尔滨、上海、南京、杭州、宁波、厦门、青岛、郑州、武汉、长沙、广州、深圳、重庆、成都, 试点时间为三年, 2015年3月1日起正式实施。

2015年5月, 《国务院办公厅关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》发布, 文件指出, 将有序开放电信市场, 充分发挥民间资本的创新活力, 推动形成多种主体相互竞争、优势互补、共同发展的市场格局。根据指导意见, 宽带接入业务开放试点企业2015年底前超过100家, 带动民间资本投资超过100亿元, 试点城市由16个增加到30个以上, 2017年试点城市范围扩大到全国各地区。

2016年4月, 国务院新闻发布会上, 工信部相关领导答记者问时提到, 截至2016年2月底, 民营企业宽带接入网业务试点城市已扩大到61个, 向148家(次)民营企业发放了试点批文, 民间资本在宽带领域投资超过百亿元。2016年, 工信部将继续加大开放措施, 不论是在数量上还是地域上, 鼓励更多的民营资本进入这个领域, 形成竞争态势。同时, 工信部将加强跟踪分析和监管, 促进公平竞争。

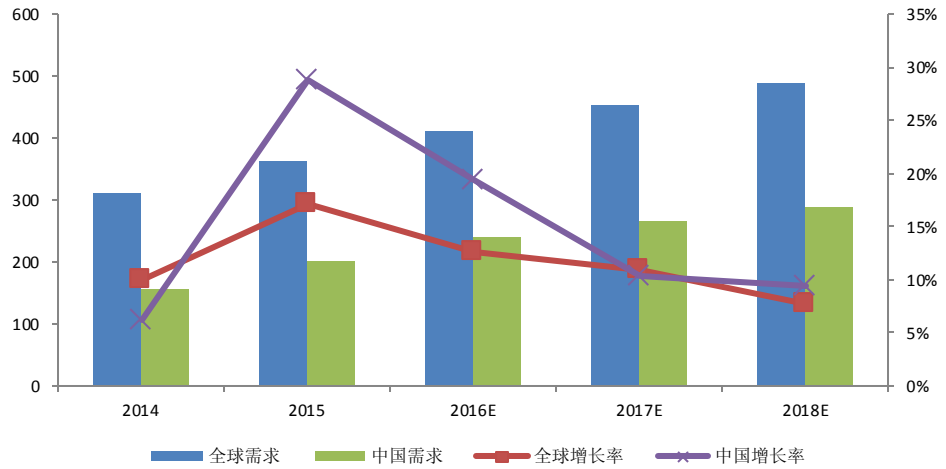
表 3: 我国有关民营资本进入宽带接入市场的支持政策

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2016年4月	工信部	民营资本进入宽带市场	鼓励更多民营资本进入宽带接入领域, 开放更多区域, 促进公平竞争
2016年3月	全国两会	《十三五规划纲要》	推进宽带网络提速降费, 开放民间资本进入基础电信领域竞争性业务, 形成基础设施共建共享、业务服务相互竞争的市场格局。
2015年5月	国务院	《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》	宽带接入业务开放试点企业2015年底前超过100家, 带动民间资本投资超过100亿元, 试点城市由16个增加到30个以上, 2017年试点城市范围扩大到全国各地区
2014年12月	工信部	《宽带接入网业务开放试点方案》	2015年3月1日起正式启动民营资本进入宽带接入市场, 首批试点城市共16个, 试点时间为三年
2001年6月	信产部	《关于开放宽带用户驻地网运营市场的框架意见》	在北京、上海、重庆、广州、深圳等13个城市开放宽带用户驻地网运营, 允许非基础电信运营企业进入宽带用户驻地网运营市场, 最后一公里由此向民资打开大门

资料来源: 工信部, 互联网, 东兴证券研究所

受益上述三大因素, 2015年国内光纤光缆市场需求大幅增长。根据CRU数据, 2015年我国光纤光缆总需求为2.01亿芯公里, 较2014年增长29%。得益于中国市场的快速发展, 全球光纤光缆需求达到3.64亿芯公里, 较2014年增长17%。我们预计, 2016年, 我国光纤光缆市场需求有望取得20%左右的增长, 达到2.4亿芯公里。

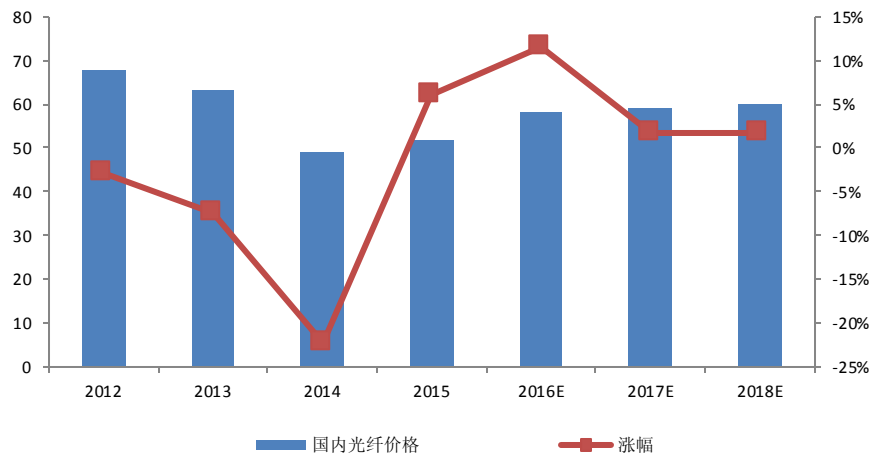
图 16: 全球及我国光纤光缆需求 (单位: 百万芯公里)



资料来源: CRU, 中国产业信息网, 东兴证券研究所

随着光纤光缆需求的稳定增长, 尤其是受到中国移动 2015 年近亿芯公里超大规模光纤采购的刺激, 加之 2015 年 8 月 19 日起, 中国对原产于日本和美国的进口光棒征收反倾销税, 使得国内光纤价格企稳回升。2015 年 Q4, 电信运营商的光纤集采价格从 2014 年的 49 元左右上涨到 52 元左右, 涨幅 6%。我们预计, 随着光纤光缆行业需求的持续回暖, 供求关系将明显改善, 而受益于反倾销等因素的积极影响, 2016 年国内光纤价格仍将显著提高, 预计可以达到 60 元/芯公里左右, 涨幅约 15%左右。

图 17: 国内光纤价格走势 (元/芯公里)



资料来源: CI14, 东兴证券研究所

2.1.2 光棒产能释放, 利润贡献加速, 集采份额第一确保业绩

公司作为全球第二大光纤制造厂商, 全球市场占有率 15%, 国内市场占有率 25%, 受益光纤光缆市场量价齐升, 预计光通信板块收入和利润将会有较好表现。

一方面，公司掌握了光棒制造核心技术，可有效提高产能、降低成本。

光棒，即光纤预制棒，作为光纤光缆生产的核心原材料，可以直接制约光纤光缆生产企业的产能与利润。原因在于光棒、光纤、光缆的利润分配一般为 7:2:1。因此，未来光通信行业的竞争将逐渐转化为光棒的竞争，是否拥有光棒生产技术以及能否实现光棒的低成本量产将决定光纤光缆生产企业的行业地位和盈利能力。

公司是国内少数拥有光棒产业化生产能力的光纤光缆企业之一，是国内唯一一家拥有独立自主的光棒技术、独立自主的光棒装备技术、独立自主的光棒工艺技术的企业，并首创了连续化学气相沉积（CCVD）制造工艺。2014 年底，公司“大尺寸光棒”开始量产，单棒长度 6 米、外径 200 毫米，能拉丝 1.5 万公里，创下三项世界第一。

目前，公司光棒产能已达 1200 吨/年，国内排名第二，不仅可以满足自身光纤光缆的生产需求，还有部分可以外销。近期，公司以自有资金 5 亿元投资设立全资子公司“亨通光导”，规划光棒产能 1500 吨，将分期建设。此外，公司为有效整合原有光棒业务，进一步提升光棒产品的核心竞争力，实现资源的优化配置，将原光棒相关业务，包括相关的资产、技术专利、人员、债权、债务统一重组与整合到亨通光导。

我们认为，随着公司光棒的独立量产，将在降低公司对国外厂商原材料依赖的同时，有效降低成本，提高盈利能力。此外，公司光棒未来将可以实现批量外销，既能带来新的利润增长点，还可增强公司的行业话语权，利于开拓海外光通信市场。

表 4：国内主要光纤光缆企业的光棒产能

类型	光棒产能（吨/年）	光棒技术
武汉长飞	1900	与日本信越化学合作
亨通光电	1200	自主研发
烽火通信	800	与日本藤仓合作
中天科技	600	自主研发为主，关键设备和技术引进
富通集团	600	与日本住友合作
通鼎互联	300	与美国康宁合作

资料来源：ICCSZ，C114，相关公司公告，互联网，东兴证券研究所

另一方面，公司在“中国移动 2015-2016 年光纤光缆产品集中采购”的全部四个标段中，有三个获得份额第一、一个份额第三，为 2016 年业绩奠定了坚实基础。

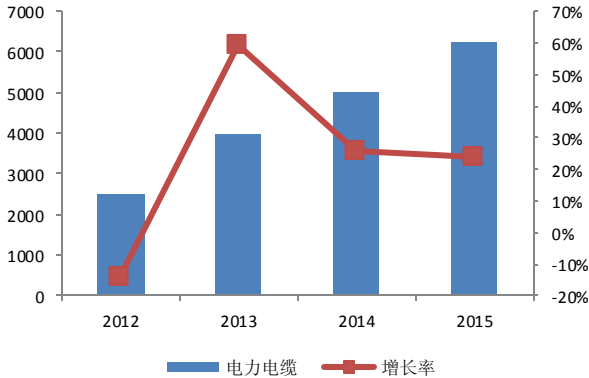
表 5：公司在中国移动 2015-2016 年光纤光缆集采的中标情况

标段	采购规模（万芯公里）	中标排名	中标份额	中标规模（万芯公里）
G.625D 光纤	9452.21	第一中标候选人	15.63%	1477.38
普通光缆	8874.5	第一中标候选人	11.05%	980.63
骨架式带状光缆	314.81	第一中标候选人	40.00%	125.92
非骨架式带状光缆	659.19	第三中标候选人	14.49%	95.52

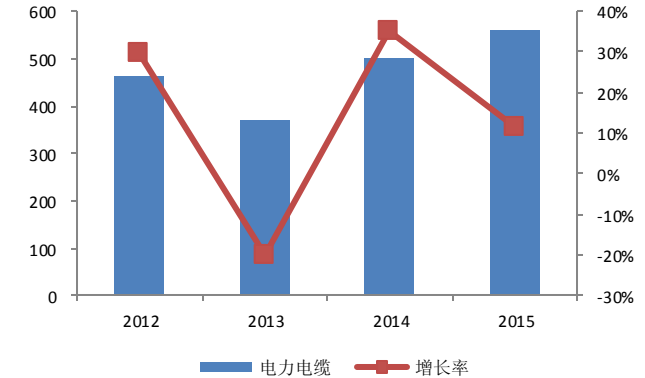
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 电力电缆板块：跨区送电及特高压工程支撑市场需求持续旺盛

2015 年, 公司电力电缆业务实现收入 62.28 亿元, 较 2014 年增长 24.11%, 毛利率 9%, 较上年降 1 个百分点 (原因是低毛利导线产品销量占比提升), 实现毛利 5.6 亿元, 较 2014 年增长 11.61%, 占比公司整体毛利 20.42%, 是公司第二大利润来源。

图 18: 公司电力电缆历年收入情况 (单位: 百万元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 19: 公司电力电缆历年毛利情况 (单位: 百万元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

电力电缆的需求与电网建设、电网改造密切相关。我国能源资源与能源消耗存在异地分布特点, 因此跨区送电成为必然。随着“智能电网”的深入推进, 西电东送、特高压走廊等重大工程的陆续开工, 将给电力电缆企业带来新的发展机遇。

在所有的电网建设项目中, 特高压跨区送电是重中之重。原因在于: 一是中低压电线电缆技术门槛低, 生产企业众多, 竞争激烈毛利较低, 而高压、特 (超) 高压电缆技术门槛高, 利润水平也比较高; 二是 2014 年以来, 我国特高压核准进度明显提速, 特高压建设迎来“井喷”, 投资规模迅速上升。因此, 我国的特种导线市场巨大。

2014 年 6 月, 国家能源局发布《关于加快推进大气污染防治行动计划 12 条重点输电通道建设的通知》, 拟于 2017 年底前建设 12 条重点输电通道, 包含 4 条特高压交流、5 条特高压直流、3 条 500 千伏输电通道, 预计投资规模约 2000 亿元。

此外, 根据国家电网的特高压发展规划, “十三五”特高压工程将分三批建设: 第一批“五交八直”, 第二批“四交两直”, 第三批“三交一直”。此外, 国家电网还细化了 2016-2017 年“九交九直”特高压前期工作计划, 投资预计超过 6000 亿元。

表 6: 防治大气污染 12 条输电通道中的“四交五直”投资规模及投运时间

名称	线长(公里)	动态投资(亿元)	核准日期	投运时间
锡盟~北京东~承德~济南特高压交流	2*730	178.2	2014.07	2016
淮南~南京~泰州~苏州~沪西特高压交流	2*780	268	2014.04	2016

蒙西~晋北~北京西~天津南 特高压交流	2*608	175	2015.01	2016
榆横~晋中~石家庄~济南~ 潍坊特高压交流	2*1048.5	241.8	2015.05	2017
宁东~ 江绍兴特高压直流	1720	237	2014.08	2016
晋北~江苏南京特高压直流	1119	162	2015.06	2017
锡盟~江苏泰州特高压直流	1620	254	2015.10	2017
上海庙~山东临沂特高压直 流	1238	221	2015.12	2017
大理~广东深圳特高压直流	1928	222	2015.12	2017

资料来源: 国家能源局, 东兴证券研究所

公司作为国内拥有从陆缆到海缆、从中低压到超高压、从电力到光电复合缆全系列产
品门类的少数企业之一, 产品已广泛用于电力系统和国家一大批重点工程:

2014年10月, 公司中标“国家电网公司2014年淮南-南京-上海1000千伏交流线路
工程铝合金导线集中招标活动”, 份额超过20%, 中标金额1.02亿元, 排名第三;

2016年1月, 公司在国家电网组织的2015年内蒙古锡盟-江苏泰州、上海庙-山东±
800kV特高压直流线路工程导地线集中招标活动中, 中标±800kV特高压直流线路工
程导地线项目, 中标金额8253万元; 在国家电网公司2016年输电线路材料导地线第
一批集中招标活动中, 中标钢芯高导电率铝绞线, 总金额1463万元;

2015年5月, 公司在国家电网集中招标活动中, 中标国家电网2016年第一批配网线
路材料协议库存招标采购、2016年输电线路材料导地线第二批集中招标及内蒙古电
力集团2016年电网工程第一批设备材料采购等项目, 累计金额近亿元。

我们认为, 公司作为国内最专业、电力电缆产品门类最齐全的电力传输系统服务商,
在电力电缆需求持续旺盛情况下, 公司的电力电缆板块有望保持20%左右的增长。

图 20: 公司参与实施的部分输变电工程



1000kV晋东-南阳-荆门特高压
交流试验示范工程光缆改造线路



110kV濮阳曹楼输变电工程-全国
首条110kV电压等级OPPC线路



张山营110千伏输变电工程全国
首条测温、双回路OPPC线路

资料来源: 公司公告, 公司网站, 互联网, 东兴证券研究所

3. 战略转型落地，主业升级+外延并购，“三新”布局大有可期

3.1 研发“新产品”，巩固线缆行业领先优势

3.1.1 成功研发国际领先的超低损耗大有效面积单模光纤

目前，我国运营商骨干网已全面进入 100G 时代，并向 400G 迈进。而传输容量的提升往往伴随着传输距离的缩短，解决这一问题的办法就是采用损耗更低的光纤。

对此，公司不断加强低损耗大面积光纤的研发。2015 年 9 月，公司发布 UUA 超低损耗超大有效面积单模光纤 G.654-135，优于 ITU-TG.654 国际标准，是我国首个独立自主开发的原创性超低损耗大有效面积单模光纤，可以满足 B100G 及 400Gbit/s 高速大容量光纤通信系统需求，显著提高了光纤的入纤光功率，拓展了光纤的跨距。

该光纤突破了 30 余项关键技术，达到了国际先进水平，形成了“装备—工艺—知识产权”的新一代大容量光纤技术体系，在 1550nm 波长的衰减优于 0.165dB/km，实现了我国高端光纤技术的自主创新与突破，是专门为 100G 及 400G 高速大容量光纤通信系统设计的高科技含量产品，引领了光纤行业的技术发展方向。

公司的超低损耗大有效面积光纤已成功应用于中国联通陆地干线“哈密-巴里坤”和“济南-青岛”工程，公司也成为世界范围内首次将其应用于陆地超长距离传输的企业，开启了中国 400G 高速大容量光纤通信新时代。因此，我们认为，在“互联网+”和数据流量爆发的今天，光纤通信正从 100G 向 400G 迈进，公司超低损耗大有效面积单模光纤的研发成功，将巩固公司的光通信领先优势，提升市场竞争力。

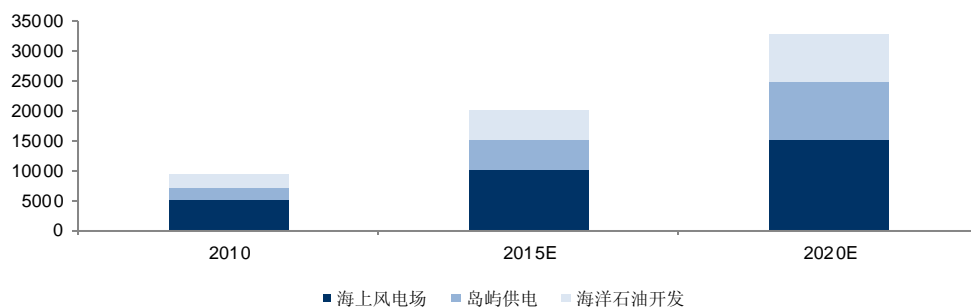
3.1.2 海缆市场空间大，公司已获突破，定增加码提升竞争力

海缆主要包括海底光缆和海底电缆。海底光缆是跨洋通信及岛屿通信的主要传输介质，海底电缆是石油、天然气、海上风电开发等所需的供电的主要产品。由于海缆技术要求高，行业资质认证难度大，资金投入多，因此行业壁垒较高。

中国是海洋大国，拥有 1.8 万公里海岸线，6000 多个岛屿。随着我国海洋大开发战略的推进，一方面我国海上风电、石油钻井平台等加快建设，对海缆需求快速增长；另一方面，20 世纪我国先后铺设近 2 万公里海底通信电缆，至今已有三四十年的历史，由于电缆通信容量小，抗干扰性差，加之使用时间太长，海底光缆的更新升级替代需求不断增加。另外，国家发展改革委等三部委联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》提出要规划建设洲际海底光缆项目。

我们预计随着“一带一路”政策的落地，我国海缆市场将迎来重大发展机遇。中国行业研究网报告显示，2020 年我国各类海底电缆的市场容量可达 3 万多公里。

图 21：我国海底电缆市场需求（单位：公里）



资料来源：南方电缆网，东兴证券研究所

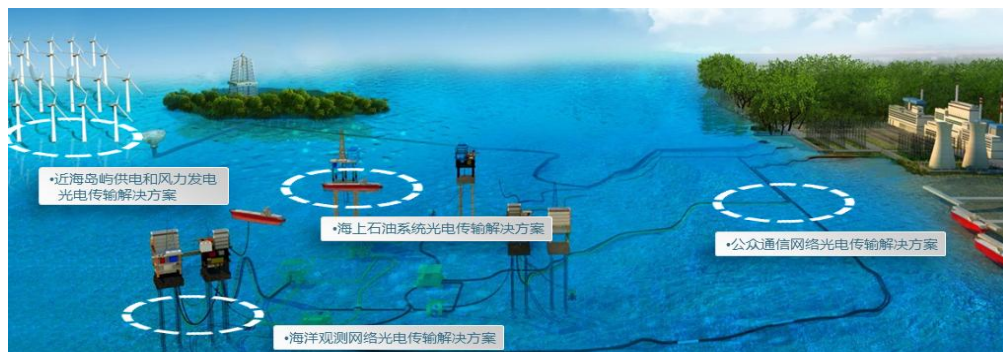
Navigant Research 报告显示，保守估计 2023 年全球海缆系统安装量将从 2013 年的 110 个上升到 304 个。预计未来 5 年，全球海缆市场都将保持高速增长态势。

对此，公司加强了海缆产品的研发、生产和销售工作。目前，公司可提供全系列海洋光电线缆系统解决方案，覆盖电力、通信传输、海上石油开采、新能源等领域。公司的海底光缆大长度制造多项技术取得重大突破，成功通过 4400 米水深海试，取得国际海缆权威平台——环球海缆接头联盟（UJC）的 UJ 认证。

2016 年 4 月，公司发布非公开发行业预案，拟投资 9 亿元开展“能源互联网领域海底光电复合缆扩能项目”，设计产能为 775 公里海底光电复合缆，预计总产值 12.8 亿元。我们认为，该项目将有效提升公司的海缆生产装备水平、提高生产能力，满足当前我国乃至全球海洋工程发展对超高压、大长度海底电缆的需求。

总体来看，公司的海缆产品具有四大优势：一是自主研发、技术领先。公司的海底光缆及附件均为自主研发，并可以生产我国最高电压等级、最大截面光电复合海底电缆；二是权威认证、资质齐全，公司的海缆通过国际权威的 UQJ 和 UJ 认证、泰尔检测中心的认证、质量体系认证、环境体系认证等；三是产品齐全，性能优越，覆盖有中继和无中继海底光缆系列产品及所有附件，可应用最大水深 8000m；四是拥有优越的码头条件，公司拥有两个万吨级码头，可实现海缆短距离直线输缆，降低运输成本。

图 22：公司的海缆产品及解决方案



资料来源：公司公告，互联网，东兴证券研究所

2015年, 公司的海缆业务取得从0到1的重大突破, 实现收入2.84亿元, 较2014年大增24倍, 虽然仅占比公司营业收入2.1%, 但由于毛利率近40%, 实现毛利1.12亿元, 占公司整体毛利的比例达到4.1%, 成为公司的第四大利润来源。

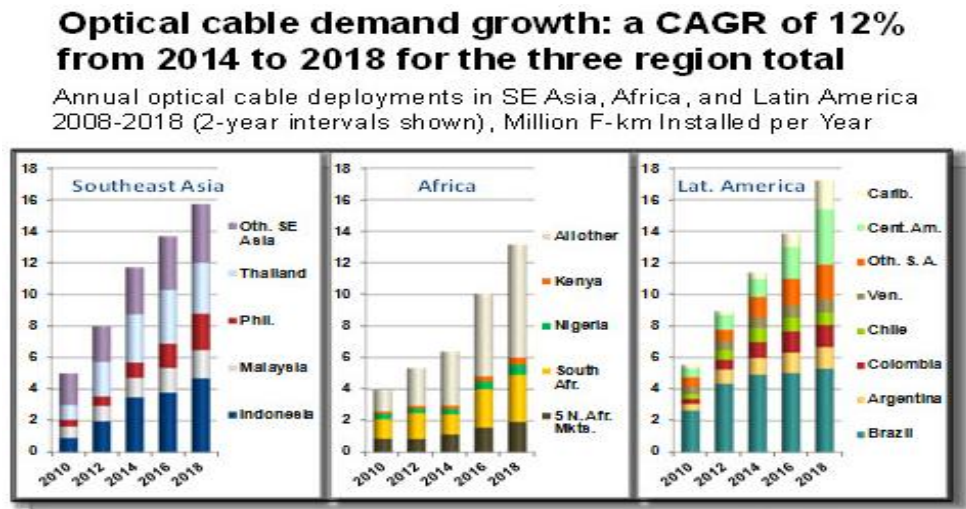
2015年12月, 公司中标上海临港海上风电二期项目35KV光纤复合海底电缆、电力电缆和光缆及技术服务项目, 金额1.2亿元, 预计2016年可以确认收入。我们认为, 海缆需求高企, 公司得益于提前布局和技术领先优势, 订单储备良好, 预计2016年海缆收入将增长100%以上, 且未来几年公司的海缆业务有望实现持续高增长。

3.2 开拓“新市场”, 促进海外业务快速发展

我国光纤光缆企业的产能居全球首位, 因此如果仅面向国内市场销售光纤光缆, 未来必然会面临产能过剩问题。因此, 开拓海外市场成为国内企业的共识。

CRU数据显示: 全球来看, 东南亚、非洲和拉丁美洲三个区域对光纤光缆的需求仍非常强烈, 目前这三个区域均为光纤光缆的纯进口国, 预计2014-2018年的年均增长率将超过10%。因此, 这三个区域也将是国内企业海外拓展的首选。

图 23: 东南亚、非洲和拉丁美洲的光缆需求预测



资料来源: CRU, 东兴证券研究所

早在2010年, 公司就提出“5·3·1”国际化战略, 即50%的产能出口海外、30%以上资本为海外资本、10%以上人才具有全球视野及国际化经营管理技能。2013年, 公司将其升级为“5·5·5”, 即50%以上产品销往海外、50%以上资本为海外资本、50%以上人才为国际化人才。目前, 公司正借“一带一路”政策东风加快推进国际化战略, 而在海外市场的布局方面, 恰恰是东南亚、南非、拉丁美洲等区域。

一是在东南亚、南亚、南美、南非和欧洲建立海外研发产业基地, 在33个国家和地区设立海外分公司或代表处, 目前公司业务覆盖范围已超过120个国家和地区;

图 24：公司的海外市场分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

二是收购电信国脉 51.9%的股权，借助其在埃及、埃塞俄比亚、孟加拉、坦桑尼亚、土库曼斯坦等 10 多个国家承接过大型通信设备工程项目的经验，拓展海外市场；

三是与中兴通讯旗下中兴能源签订《“一带一路”战略合作协议》。双方将基于各自的资源和专业技术，在“一带一路”领域内，以巴基斯坦旁遮普省 900MW 光伏电站项目为起点，开展包括但不限于光伏电站的工程咨询和设计、工程产品的采购、施工安装、运维管理等合作。目前，公司已与中兴能源（天津）签订光伏电缆框架采购合同；

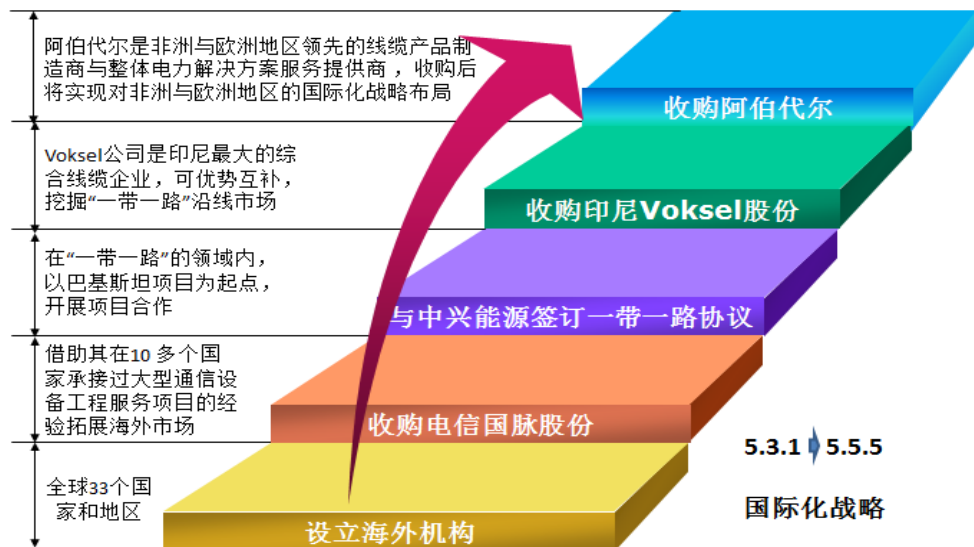
四是加快收购东南亚、南非等海外优质资产。2015 年，公司先后启动收购印尼 PT Voksel Electric Tbk 30.08% 股权和南非阿伯代尔电缆有限公司 75% 股权及阿伯代尔欧洲控股有限公司的 100% 股权。目前，PT Voksel Electric Tbk 的股权已经完成交割，公司也与南非阿伯代尔电缆有限公司及阿伯代尔欧洲控股有限公司签署了股权转让协议，预计在 2016 年 7 月底之前可以完成股权交割。

- ◆ PT Voksel Electric Tbk 是印尼最大的综合线缆企业，市场覆盖印尼本土及东南亚、南亚、中东、南美等地。印尼作为“海上丝绸之路”沿线国家、东盟最大经济体，在“一带一路”建设上发挥着互联互通的重要作用。公司斥资 1.56 亿元收购其 30.08% 的股权后，成为其第一大股东，利于公司挖掘“一带一路”沿线市场机遇。
- ◆ 阿伯代尔电缆有限公司是南非最大的电线电缆制造商，在南非的市场占有率为 37%。其在约翰内斯堡、伊丽莎白港和彼得马里茨堡拥有三大块生产基地，主要生产 66KV 及以下交联聚乙烯绝缘电力电缆、42KV 及以下油浸纸绝缘电力电缆、架空线、通用 PVC/XLPE 绝缘电力电缆、耐火或阻燃电线电缆、软电缆、布电线等产品。
- ◆ 阿伯代尔欧洲控股有限公司拥有两家全资子公司，分别为西班牙萨拉戈萨通信线缆有限公司（以下简称“萨拉戈萨”）和葡萄牙阿尔卡布拉电缆有限公司（以下简称“阿尔卡布拉”）。其中，萨拉戈萨是西班牙领先的光学、金属、铁路、信号、通信和控制电缆制造商和经销商，产品主要供应给电信、运输和工业部门；阿尔卡布拉

位于葡萄牙，制造和销售中低压铝和铜电力电缆，客户主要分布在葡萄牙和法国。

- ◆ 东南亚、非洲与欧洲地区是公司重点开发的区域，市场需求巨大。公司通过收购当地领先的线缆制造企业，既可以实现对该区域的国际化战略布局，又可以资源整合、优势互补。尤其是阿伯代尔电缆有限公司和阿伯代尔欧洲控股有限公司的生产体系和工艺是南非标准、英联邦标准和欧盟标准，且在欧洲拥有两座工厂，对公司进入英联邦、欧盟、非洲及中南美洲等海外市场具有重要的桥头堡意义。收购完成后，将极大加快公司的海外市场拓展和国际化进程。

图 25：公司的国际化战略实施举措



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2015年，公司海外收入9.12亿元，较2014年增长44.4%，占比公司营业收入6.7%，同比提升0.66个百分点。我们认为，公司目前的海外收入虽增长较快，但占比较低，距公司“5·5·5”战略的目标仍有差距，预计随着海外收购并表、海外拓展持续推进，今年海外收入有望翻番，海外市场有望成为公司新的收入和利润增长点。

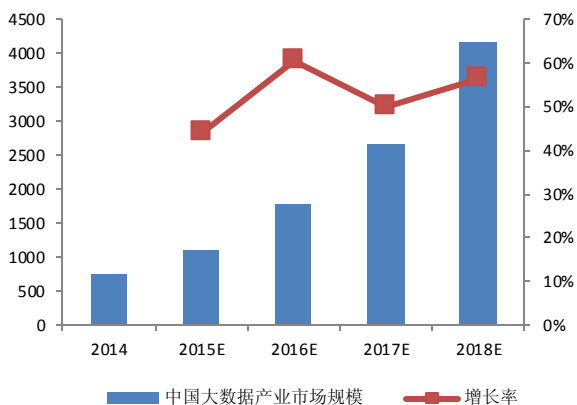
3.3 布局“新领域”，确保公司业绩持续增长

3.3.1 收购优网科技进军大数据行业，受益“国家大数据战略”发展红利

我国的大数据市场，正式起步于2009年，经过近几年的发展磨砺，目前已进入高速发展期。随着十三五规划将大数据上升至国家战略层面，未来市场空间巨大。

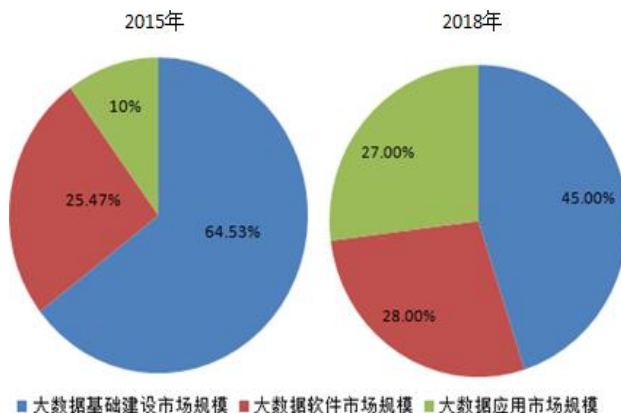
贵阳大数据交易所数据显示：2015年我国大数据产业市场规模已达1105.6亿元，较2014年增长44.15%，其中大数据基础设施建设、大数据软件和大数据应用分别占比64.53%、25.47%和10%。预计2018年，中国大数据产业市场规模将达4163亿元，其中大数据软件与应用的市场规模累计占比将提升至55%，达到2290亿元。

图 26：中国大数据产业市场规模（单位：亿元）



资料来源：贵阳大数据交易所，东兴证券研究所

图 27：2015 年和 2018 年中国大数据产业细分市场占比



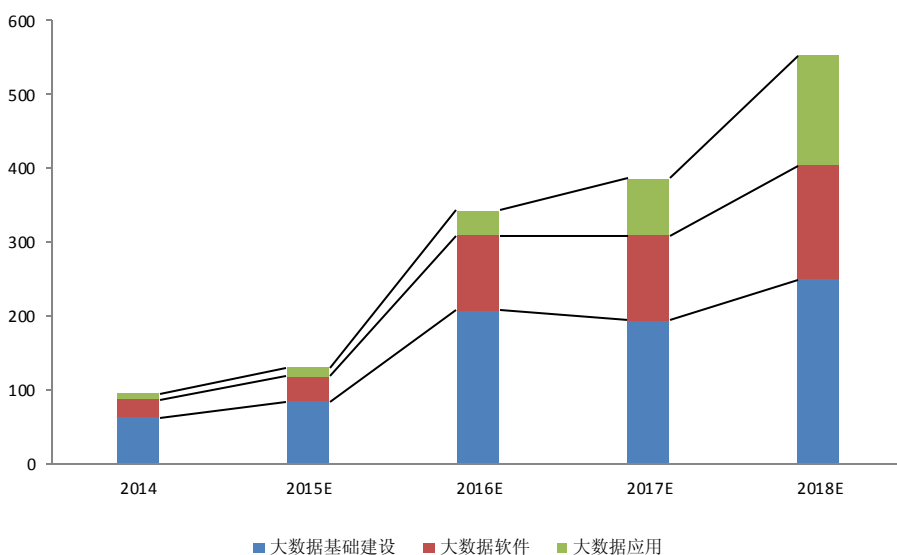
资料来源：贵阳大数据交易所，东兴证券研究所

对于通信大数据市场而言，2015 年是破局，2016 年将起航，之后会迅速腾飞。

2015 年 9 月，中国电信启动“集团大数据汇聚平台项目”，11 月发布“天翼大数据”品牌；中国联通 2015 年底发布“沃指数”大数据产品，并宣称已建成“覆盖全国 3 亿用户数据、包含 2000 个数据节点，4PB 数据量的大数据平台”，将开始对外运营。

据了解，2016 年中国电信和中国联通明确提出了通信大数据的变现收入目标。因此，我们预计随着十三五期间国家大数据战略的深入推进，通信大数据市场将迎来飞跃。2016 年，通信大数据产业市场规模将达 342 亿元，较 2015 年增长 163%，其中大数据软件和大数据应用分别占比 29.5%和 10%，累计市场规模将达 135 亿元。

图 28：中国通信大数据产业及细分市场的市场规模（单位：亿元）



资料来源：贵阳大数据交易所，艾瑞咨询，赛迪顾问，东兴证券研究所

我们认为，通信大数据业务与电信运营商的传统业务有很大不同，数据量庞大，对采集分析及安全管理的技术要求高，客户的需求也复杂多样，而三大运营商在现有的体制下，缺乏大数据思维，很难完全独立开展大数据业务。因此，**运营商在通信大数据业务的运营上，将“里应外合”，以“授权开放+合作共赢”模式为主，独立运营为辅。**实际上，中国电信在“天翼大数据”品牌发布时就宣称：在中国电信看来，大数据产业链比较长，中国电信必须聚焦自己的核心优势，成为产业链的一环，将自身定位为“大数据基础设施运营和数据资源提供商”就是最好的例证。

所谓“授权开放+合作共赢”，是指电信运营商向合作伙伴（包括独立的第三方大数据公司和运营商与第三方合资的大数据公司）进行数据授权，然后由合作伙伴为客户提供大数据服务并收费，之后按一定比例与运营商进行收益分成。该模式下，我们认为**电信运营商将可以基于数据授权获得约 40% 的分成，其余 60% 归合作伙伴。**

图 29：通信大数据“里应外合”商务模式



资料来源：东兴证券研究所

那么，通信大数据产业中最可能的合作伙伴是谁？

我们认为，**最可能的合作伙伴应该是各类通信行业应用软件厂商**，例如大数据采集、大数据挖掘等应用软件服务商。原因是，这些应用软件厂商具有天然的卡位优势，他们既是行业应用软件的开发提供者，也是运营维护者，更是大数据的接触者。行业应用软件本身就是重要的数据来源，虽然软件公司不拥有数据，但可以直接接触到数据，且天然拥有大数据思维和大数据技术，加之客户关系良好，从信息系统建设延伸至大数据运营顺理成章，既可以独立运营，也可以合资成立公司。

2015 年 12 月，**公司通过收购优网科技 51% 股权迈出大数据外延第一步**。近期，公司发布非公开发行预案，拟投资 3.87 亿元开展“大数据分析平台及行业应用服务项目”。我们认为，**公司积极布局大数据业务，有望受益“国家大数据战略”发展红利，为公司未来可持续发展 and 开拓新的业绩增长空间打下坚实基础。**

优网科技从 2005 年成立起就一直致力于移动通信行业中信令数据的采集、解码、挖掘和对通信网络行业应用的开发，目前已经成为国内领先的涉及通信大数据的采集、处理、分析、应用的企业，尤其在分词技术、多维度用户精准画像技术、用户行为识别技术、用户生活圈和工作圈识别技术、用户路径识别技术、构建基础标签体系和相关接口调用等基础技术上都取得了一定的成果。

优网科技主要有平台软件产品的研发与销售、垂直行业应用、精准营销服务、基于大数据的新互联网应用四种业务形式，已经研发的产品包括：基于大数据技术的室内、室外广告分析产品和服务，基于 DMP 能力的互联网广告支撑产品等。

图 30: 优网科技的大数据产品

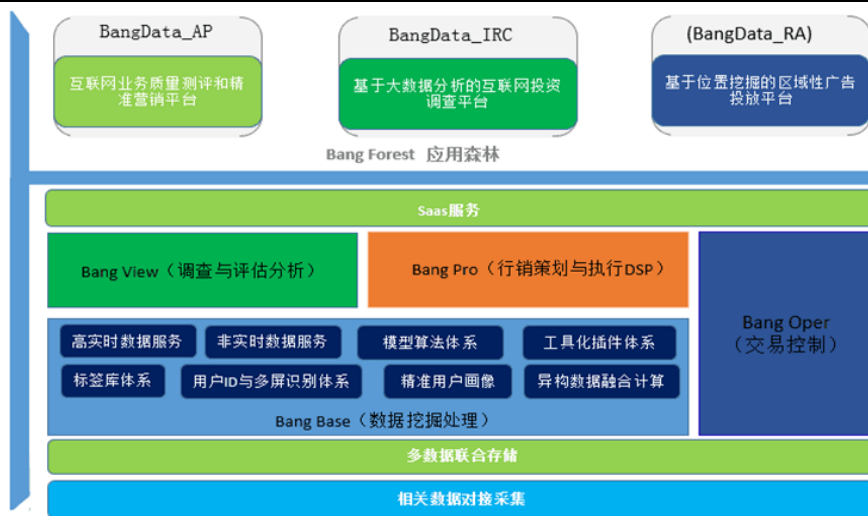


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2015 年, 优网科技在信令和大数据应用技术方面同华为、中兴等建立了广泛合作, 并在中国移动、中国电信、中国联通的项目中进行了应用, 并与中国联通云数据有限公司、联通宽带在线有限公司和北京新时讯无限传媒广告有限公司签订了大数据应用领域战略合作协议。此外, 优网科技还与分众传媒、搜狐视频等在互联网传媒、政府大数据应用、互联网应用优化等方面取得了众多的应用创新和突破。

拟非公开发行投资的“大数据分析平台及行业应用服务项目”, 将基于优网科技的数据采集挖掘技术, 搭建大数据挖掘支撑平台和行业应用模块, 包括四个基础模块和三个应用模块。基础模块指, 数据挖掘处理模块 (Bang Base)、调查与评估分析模块 (Bang View)、行销策划与执行模块 (Bang Pro)、交易控制与流程模块 (Bang Oper), 应用模块指, 互联网业务质量测评和精准营销 (BangData-AP)、基于位置的区域性广告投放 (BangData-RA) 和基于大数据分析的互联网投资调查 (BangData-IRC)。

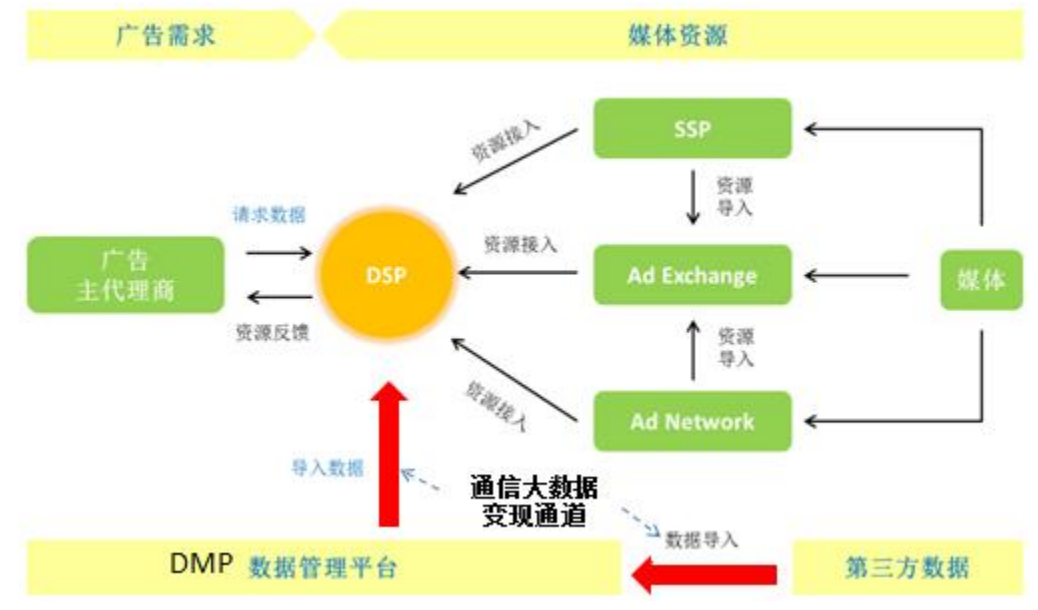
图 31: 大数据分析平台及行业应用服务项目框架



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们认为，公司与电信运营商的关系良好，通过收购优网科技，增强了公司在大数据领域的技术实力，优势互补，有望卡位通信大数据的采集入口、获得数据使用授权。此外，公司拟通过非公开发行推进“大数据分析平台及行业应用服务项目”，有望进一步构建多元化的大数据生态圈和产业链，通过开展精准画像分析，提供 DSP 程序化购买和精准投放等大数据精准营销应用服务，获得快速发展。

图 32：程序化购买示意图



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

2015 年，优网科技实现扣非后净利润 3610 万元，业绩承诺完成率 116%。考虑到目前国内通信大数据市场已进入快速变现通道，优网科技 2016 年完成 4100 万元的业绩承诺应该是大概率事件，且 2016 年正式并表，将可以明显增厚公司业绩。

表 7：优网科技业绩承诺（单位：万元）

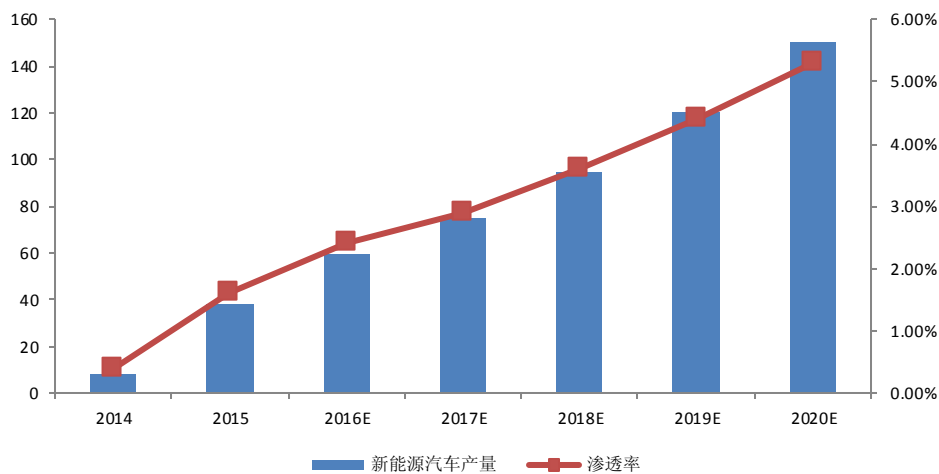
业绩承诺	2015	2016	2017
扣非后净利润	3100	4100	5350
其中：大数据及网络安全业务	1860	2870	4280

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3.2 多措并举布局新能源汽车传导、充电设施生产及智能充电运营项目

当前，在中央及地方多重利好政策的催化下，中国新能源车市场处于“井喷”状态。根据工信部数据，2015 年我国新能源汽车产量达到 37.9 万辆，同比增长 3.5 倍，已经超越美国成为全球最大的新能源汽车市场。按照政府规划，到 2020 年中国的新能源汽车保有量要达到 500 万辆，当年的新能源汽车销量也要达到 100 万到 200 万辆，充电基础设施体系要满足超过 500 万辆电动汽车的充电需求。

图 33：我国新能源汽车的产量（单位：万辆）



资料来源：工信部，搜狐汽车网，东兴证券研究所

新能源汽车产量爆发式增长，将为新能源汽车线控组件及充电设施企业带来发展机遇。

一方面，新能源汽车线控组件是电气系统的重要部件，在汽车电气系统中起着能量输送和信号传递的作用，是连接汽车各个电气部件的“血脉”。新能源汽车中的线控组件主要由电缆、连接器构成，是新能源汽车高压电气系统关键的组成部分，是新能源汽车安全可靠运行的重要保证。

另一方面，充电设备设施的生产建设也成为新能源汽车产业的迫切需求。目前，充电设施的不足已成为制约新能源汽车行业发展的主要瓶颈，客观上要求加速推进充电设施的建设。2014年5月，国家电网宣布向非国有资本开放电动汽车充换电设施市场，社会资本开始陆续进入，进一步推动了充电设施的建设进程。据统计，截至2015年底，我国的车桩比约为9:1，充电桩严重不足。充电桩生产扩能已成为新能源汽车推广的迫切需求。为此，《国务院办公厅关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》明确提出：新建住宅停车位应100%建设充电设施或预留安装条件，大型公共建筑物配建停车场、社会公共停车场建设比例不低于10%，每2000辆电动汽车至少配套建设一座公共充电站。

对此，公司积极开展新能源汽车传导及充电设施生产。

一是2015年6月，投资8000万元用于“新能源汽车传导充电系统用电缆项目”；

二是2015年10月，与清华大学苏州汽车研究院共同出资发起设立“亨通清研新能源汽车研究院有限公司”，首期注册资本1000万，亨通光电占比75%。双方将在新能源汽车控制系统、充电设备系统集成和充电桩系统解决方案等领域建立战略合作关系；

三是2016年4月发布非公开发行预案，拟投资4.66亿元开展“新能源汽车传导、充电设施生产及智能充电运营项目”，计划形成年产新能源汽车线控组件9.7万套、充电设施3.6万台的生产能力。并计划率先在苏州吴江区内集中或分点布置充电设施，

形成能够覆盖吴江地区的智能充电网络体系，并为周边新能源汽车推广城市和潜力地区的新能源汽车应用提供智能服务，推动公司新能源汽车事业的发展。

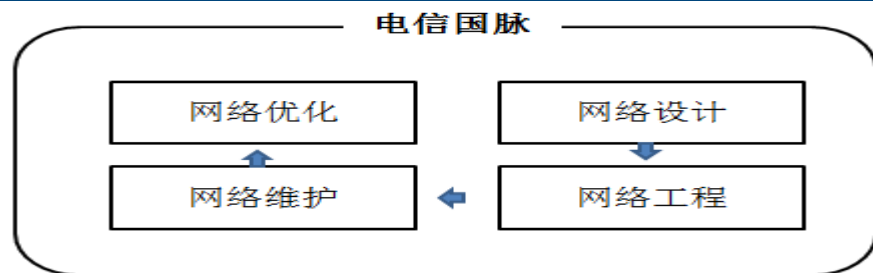
我们认为，目前新能源汽车产业链条仍处于“垦荒期”。公司作为线缆行业领军企业，已经成为新能源汽车线缆市场的主要供应商之一，其新能源汽车特种系列电缆产品已进入新能源汽车核心部件市场，客户包括新能源汽车销量领先的比亚迪。随着新能源汽车产销量的爆发，公司在现有汽车线缆业务的带动下，通过布局新能源汽车传导、充电设施生产及智能充电运营，未来在新能源汽车领域的发展值得期待。

3.3.3 从产品供应商向全价值链集成服务商转型，发力海外 EPC 项目总包

公司传统上以线缆产品的生产和销售为主，为实现“从产品制造商到综合系统解决方案提供商”的战略布局，2015年6月和12月，公司先后分别斥资4.02亿元和1.38亿元收购电信国脉41%的股权和万山电力51%的股权，使公司一举成为了国内唯一一家在光通信和电力两个产业均形成从硬件到系统集成全产业链布局的企业。

电信国脉是国内领先的通信网络技术服务商，具备“通信网络工程施工总承包壹级”和“通信信息网络系统集成甲级”等高级资质，面向三大电信运营商及华为、中兴、诺基亚西门子等设备商提供“网络设计、网络工程、网络维护、网络优化”全方位服务，客户覆盖黑龙江、江苏、广西等20个省及国外埃及、埃塞俄比亚、孟加拉、尼日利亚等10多个国家。公司收购电信国脉后，将具备从光通信制造到设计、总包和系统集成全产业链能力，有望分享通信网络服务市场的增长机会。

图 34：电信国脉的通信网络服务业务



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

万山电力是国内专业的电力设计技术服务商，具有电力行业（送电工程、变电工程）专业甲级设计资质、电力行业（新能源发电）专业乙级设计资质、工程勘察专业类（岩土工程、工程测量）乙级勘察等资质，主营业务覆盖了电力行业的规划、咨询、勘察、设计、施工、工程总包、运营维护七个领域，其中勘察、设计、施工等是其核心业务，主要客户为国家电网、南方电网、五大发电集团及大量的电力用户。

公司通过对万山电力的收购，将在电力工程行业形成覆盖电力工程勘察设计、电力工程总包、施工、电力工程材料与设备制造等较为完善的产业链体系。公司与国网、南网及各省电力公司以及海外多个国家有着长期的业务往来，通过收购福州万山电力，基于双方资源的整合，公司将可以进入国内外电力工程 EPC 项目总承包等领域，实现在电力行业的全产业链发展，有助于公司在电力产业形成新的盈利增长点。

表 8：万山电力的项目经验

序号	
1	福建省南安市“十三五”配电网滚动规划
2	晋江市城市配电网 2015 年电缆线路专项规划
3	国网福建省电力公司漳州美彭（岩溪）220kV 变电工程
4	国网江西省电力公司吉安遂川 220kV 输变电工程
5	国网福建电力公司 10kV 东洛岛海缆工程
6	南网广东电网公司连州 2010、2011、2012 年度的新建配网工程
7	湖南郴电国际公司投资建设的 220kV 变电站和多项海底电缆工程，如黄瓜岛 10kV 海底电缆工程、东冲半岛-小西洋岛-大西洋岛 10kV 海底电缆工程
8	长期配合华东院、西南院及 15 个省级电力设计院，共同完成 1000kV、+800kV、750kV、500kV、220kV、110kV 等铁塔结构设计制图工作

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为，公司收购电信国脉和万山电力后，不仅可以在光通信和电力两大产业均形成“产品+服务”的产业链布局，加快向系统集成服务商的转型，还可以借其资质全面切入国内及海外的 EPC 项目工程总包领域，直接增厚业绩。

2015 年，电信国脉和万山电力均完成了业绩承诺。考虑到公司的海外布局已经比较完善，且收购了印尼、南非、西班牙、葡萄牙等地的电缆公司，EPC 总包工程具有发展潜力。因此，我们预计 2016 年两家子公司应该也可以完成业绩承诺。

表 9：电信国脉和万山电力业绩承诺（单位：万元）

公司	2015	2016	2017
电信国脉承诺净利润	8000	9600	11500
万山电力承诺净利润	3000	3600	4320

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

核心假设：

- ◆ **光通信业务：**考虑到国内光通信景气度可持续 2-3 年，公司受益量价齐升，预计毛利率将稳中略升，2016 年收入增长提速，后续缓慢下降。同时，考虑到公司的国际化布局，预计未来光通信海外收入将明显增长，支撑增速维持 10%以上；
- ◆ **电力电缆业务：**跨区送电和特高压工程投资规模高企，公司的电力电缆业务未来 3 年有望维持 20%左右的增速，考虑国内市场竞争压力，毛利率将略有下滑；
- ◆ **通信网络及电力传输设计与工程服务：**这两项业务主要指公司并购的电信国脉和万山电力的业务。考虑到其资质齐全、经验丰富，国内外 EPC 总包项目需求也相对旺

盛, 且母公司海内外布局相对完善, 双方优势互补, 预计可以完成业绩承诺;

- ◆ **海洋工程产品和新能源智能线控产品:** 受益市场需求旺盛, 公司业务布局及技术比较领先, 订单储备较好, 因此预计毛利率稳中略升, 收入增幅可达 100% 左右。
- ◆ **大数据相关业务:** 主要指优网科技主营业务, 未区分大数据、网络优化、网络安全等。考虑到目前国内大数据市场已进入快速变现通道, 优网科技 2015 年业绩承诺完成较好, 预计未来 3 年公司毛利率可以维持稳定, 并实现 40% 左右的增长。

表 10: 公司主营业务收入预测 (单位: 百万元)

主营业务	2015	2016E	2017E	2018E
光通信	4726.58	5577.36	6413.96	7183.64
收入增长率 (%)	15.91	18.00	15.00	12.00
毛利率 (%)	35.48	36.00	36.00	35.00
电力电缆	6228.12	7598.30	9041.98	10488.70
收入增长率 (%)	24.11	22.00	19.00	16.00
毛利率 (%)	9.00	8.50	8.50	8.00
工业特种导线产品与服务	1545.71	1932.14	2357.21	2781.51
收入增长率 (%)	30.08	25.00	22.00	18.00
毛利率 (%)	12.11	12.00	12.00	11.50
海洋工程产品 (海缆)	283.69	709.23	1418.46	2553.23
收入增长率 (%)	2408.94	150.00	100.00	80.00
毛利率 (%)	39.61	40.50	40.50	40.00
通信网络设计与工程服务	505.50	606.60	727.92	858.95
收入增长率 (%)	20423.34	20.00	20.00	18.00
毛利率 (%)	20.62	21.00	21.50	22.00
电力传输设计与工程服务	-	183.00	228.75	285.94
收入增长率 (%)	-	-	20.00	16.00
毛利率 (%)	45.00	45.00	45.50	46.00
大数据及相关 (优网科技)	-	125.80	176.12	239.53
收入增长率 (%)	-	-	40.00	36.00
毛利率 (%)	78.00	78.00	78.00	78.00
新能源智能线控产品与服务	69.82	139.65	251.36	427.32
收入增长率 (%)	99.20	100.00	80.00	70.00
毛利率 (%)	42.99	43.00	42.50	42.00

资料来源: 东兴证券研究所

基于上述假设, 我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 169 亿元、207 亿元和 249 亿元, 归母净利润分别为 8.79 亿元、11.17 亿元和 13.95 亿元, EPS 分别为 0.71 元、0.90 元和 1.12 元, 对应 PE 分别为 17 倍、13 倍和 11 倍。

我们选取了烽火通信、中天科技、永鼎股份 3 家与公司经营业务类似的 A 股上市公司进行比较，2016 年平均 PE 为 25 倍，高于公司的 17 倍。不考虑溢价，给予公司 25 倍 PE，6 个月目标价 17.75 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表 11：同类型上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2015PE	2016PE	2017PE	2018PE
600498	烽火通信	23.94	0.63	0.88	1.10	1.42	38.13	27.17	21.77	16.89
600522	中天科技	22.65	0.95	1.15	1.47	1.91	23.95	19.64	15.36	11.88
600105	永鼎股份	17.70	0.38	0.65	0.86	0.99	46.27	27.17	20.47	17.79
	平均 PE							24.66		
600487	亨通光电	12.06	0.46	0.71	0.90	1.12	26.20	17.06	13.43	10.76

资料来源：Wind、东兴证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧，线缆产品价格快速下降；

海外市场拓展缓慢；

大数据、新能源汽车、系统集成服务等转型业务不达预期。

表 12: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	8094	10271	12919	15886	19242	营业收入	10471	13622	16943	20701	24918
货币资金	1900	2335	2880	3519	4236	营业成本	8436	10819	13379	16234	19505
应收账款	2633	3250	4085	4991	6008	营业税金及附加	35	64	85	104	125
其他应收款	156	275	342	418	503	营业费用	497	638	847	1035	1246
预付款项	192	236	289	354	432	管理费用	733	922	1152	1449	1744
存货	2662	3326	4105	4981	5985	财务费用	333	390	254	349	414
其他流动资产	174	410	659	941	1257	资产减值损失	48.34	73.35	88.02	105.62	126.75
非流动资产合计	4294	5211	4359	4021	3683	公允价值变动收益	-2.91	2.24	2.00	2.00	2.00
长期股权投资	304	474	629	629	629	投资净收益	9.86	56.24	60.00	70.00	70.00
固定资产	3047.17	3146.03	2803.79	2546.42	2275.21	营业利润	368	741	1200	1497	1830
无形资产	370	389	350	311	273	营业外收入	107.20	84.75	85.00	85.00	85.00
其他非流动资产	0	233	0	0	0	营业外支出	17.41	11.98	15.00	15.00	15.00
资产总计	12388	15482	17278	19908	22925	利润总额	458	814	1270	1567	1900
流动负债合计	7385	8082	10701	12667	14904	所得税	74	121	190	235	285
短期借款	3665	3375	5605	6730	7997	净利润	383	693	1079	1332	1615
应付账款	1064	1602	1979	2402	2886	少数股东损益	39	120	200	215	220
预收款项	234	989	1073	1177	1301	归属母公司净利润	344	573	879	1117	1395
一年内到期的非	131	38	38	38	38	EBITDA	967	1473	1787	2183	2582
非流动负债合计	440	2094	503	505	507	EPS (元)	0.87	0.46	0.71	0.90	1.12
长期借款	344	501	501	501	501	主要财务比率					
应付债券	0	1489	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	7825	10175	11204	13172	15411	成长能力					
少数股东权益	469	691	891	1106	1326	营业收入增长	21.89%	30.09%	24.38%	22.18%	20.37%
实收资本 (或股	414	1241	1241	1241	1241	营业利润增长	20.96%	101.45%	61.92%	24.79%	22.19%
资本公积	1765	937	937	937	937	归属于母公司净利	53.52%	27.04%	53.52%	27.04%	24.83%
未分配利润	1733	2238	2282	2338	2408	获利能力					
归属母公司股东	4094	4616	4983	5430	5988	毛利率 (%)	19.43%	20.58%	21.03%	21.58%	21.72%
负债和所有者权	12388	15482	17077	19707	22724	净利率 (%)	3.66%	5.09%	6.37%	6.44%	6.48%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	2.78%	3.70%	5.09%	5.61%	6.08%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	8.41%	12.41%	17.65%	20.58%	23.29%
经营活动现金流	228	1157	354	565	752	偿债能力					
净利润	383	693	1079	1332	1615	资产负债率 (%)	63%	66%	66%	67%	68%
折旧摊销	266.55	342.74	333.25	337.13	338.48	流动比率	1.10	1.27	1.21	1.25	1.29
财务费用	333	390	254	349	414	速动比率	0.74	0.86	0.82	0.86	0.89
应收账款减少	0	0	-835	-906	-1017	营运能力					
预收帐款增加	0	0	85	104	125	总资产周转率	0.94	0.98	1.04	1.13	1.17
投资活动现金流	-750	-1130	282	-34	-55	应收账款周转率	4	5	5	5	5
公允价值变动收	-3	2	2	2	2	应付账款周转率	10.35	10.22	9.46	9.45	9.43
长期股权投资减	0	0	-30	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	10	56	60	70	70	每股收益 (最新摊	0.87	0.46	0.71	0.90	1.12
筹资活动现金流	393	606	-90	108	19	每股净现金流 (最新	-0.31	0.51	0.44	0.51	0.58
应付债券增加	0	0	-1489	0	0	每股净资产 (最新摊	9.90	3.72	4.01	4.37	4.82
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	207	828	0	0	0	P/E	13.93	26.20	17.06	13.43	10.76
资本公积增加	890	-828	0	0	0	P/B	1.22	3.25	3.01	2.76	2.51
现金净增加额	-129	632	546	639	717	EV/EBITDA	7.49	12.27	10.22	8.59	7.48

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

阎贵成

北京大学学士、MBA，7年通信产业工作经验。2008年起在中国移动从事市场运营、策略研究工作，涉及行业信息化、海外通信、移动转售和资费策略等。2016年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

张志峰

北京邮电大学硕士，具有多年通信行业咨询工作经验，自2012年起从事通信行业咨询，涉及战略规划、网络规划、移动转售和流量经营等专题研究。2016年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。