

## 亨通光电(600487)/通信设备

## 连续中标海缆、光缆项目, 加速转型集成服务商

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 23.34

目标价格: 28

分析师: 李伟

执业证书编号: S0740516110001

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

Email: chenning@r.qlzq.com.cn

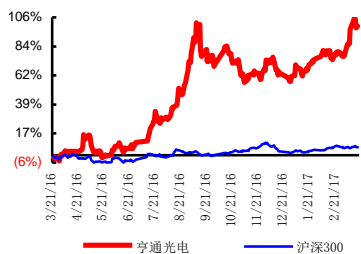
联系人: 樊生龙

电话: 021-20315180

Email: fansl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,241
流通股本(百万股)	1,241
市价(元)	23.34
市值(百万元)	28,971
流通市值(百万元)	28,971

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 量子通信商用加速, 集成服务商转型战略稳步推进

**公司盈利预测及估值**

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10471.13	13622.31	20246.39	26320.31	31584.37
增长率 yoy%	21.9%	30.09%	48.63%	30.00%	20.00%
净利润	344.16	572.82	1390.57	2201.53	2801.62
增长率 yoy%	18.25%	66.44%	142.76%	58.32%	27.26%
每股收益(元)	0.28	0.46	1.12	1.77	2.26
每股现金流量	-0.31	0.51	0.60	1.29	2.07
净资产收益率	8.4%	13.1%	25.0%	29.7%	28.8%
P/E	77.9	46.8	19.3	12.2	9.6
PEG	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
P/B	6.5	5.8	4.7	3.6	2.8

备注:

**投资要点**

- 事件:** 公司近期再次发布公告, 连续中标多个重大项目工程: 1) 公司中标泰国电信基础设施升级项目, 2) 子公司电信国脉收到中国移动吉林省 2017-2018 年传输管线工程施工服务项目 8 份中标通知书, 3) 子公司亨通高压海缆中标国家电网公司 2017 年浙江舟山 500 kV 联网输变电工程海底电缆招标采购项目。
- 550 kV 海缆项目确立行业地位, 推动公司海缆业务快速发展。** 500 kV 海底输电是目前海缆输电的最高电压等级, 公司在 2016 年攻克了 500 kV 交联海缆的超高压材料洁净度控制、超厚绝缘挤出工艺等多项世界性技术难题, 并通过专业权威检测机构的型式试验。自 2016 年 12 月以来, 公司接连中标 220 kV、35 kV 海缆项目, 已经反映出公司在海缆领域良好的发展势头。500 kV 海缆项目的再次落地确立了公司在超高压海缆领域的行业地位, 为公司后续海缆业务的持续拓展奠定了坚实的基础。
- 光纤光缆供需缺口依旧, 光纤价格有望继续坚挺。** 由于商务部自 2015 年以来对上游光棒实施反倾销政策, 进口光棒价格上涨 15%-30%, 国内光棒自给率不到 80%, 光棒的紧缺直接导致光纤光缆的产出与实际需求之间存在缺口。根据移动和电信公布的集采方案, 2017 年光纤光缆的需求较 2016 年上升 15%-20%, 在商务部反倾销政策有望延续的预期之下, 光纤光缆的供需缺口依然难以填补, 相应地, 光纤价格有望继续坚挺, 光纤市场景气度亦将持续。
- “光棒-光纤-光缆-ODN”一体化优势明显, 业绩弹性较大。** 亨通光电是国内光纤光缆行业六巨头之一, 光纤光缆产销量连续多年稳居全国前三甲, 全球市场份额位列第四, 逐步完成“光棒-光纤-光缆-ODN”产业链一体化布局, 在产业链的核心环节光预制棒领域, 预计 2017 年产能约 1500 吨, 位居全国前二。在 2017 年中国电信集采招标中, 中标份额第一, 体现了公司在行业内的领先地位。公司光纤光缆主业拥有完整的“产品-运营-服务”产业链优势, 在光棒供应吃紧的情况下, 业绩弹性较大。
- 连续中标电缆、光缆项目, 加速转型集成服务商。** 公司完成对电信国脉及万山电力的控股收购, 实现从通信、电力产品向系统集成和工程规划、勘察、设计、施工、网络优化、运维等全业务推进延伸, 使得公司由产品供应商向全价值链集成服务商战略转型。公司近期接连中标电缆、光缆项目, 同时定增草案在 2017 年 1 月获得通过, 切入新能源汽车、智慧社区、大数据分析等领域, 加速转型战略的实施和落地。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计 2017-2018 年公司的净利润分别为 22 亿元和 28 亿元, 对应摊薄 EPS 分别为 1.77 元和 2.26 元。我们维持公司“买入”评级, 6 个月目标价 28 元, 对应 2018 年 PEx15.6。
- 风险提示:** 1) 光纤光缆需求下降的风险; 新业务拓展不及预期的风险。

图表 1: 财务模型摘要

利润表		2014	2015	2016E	2017E	2018E	财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,471.1	13,622.3	20,246.4	26,320.3	31,584.4	成长性						
减: 营业成本	8,436.4	10,818.9	15,876.3	19,987.6	23,710.4	营业收入增长率	21.9%	30.1%	48.6%	30.0%	20.0%	
营业税费	35.5	63.6	70.9	92.1	110.5	营业利润增长率	21.0%	101.4%	152.4%	66.1%	28.0%	
销售费用	497.1	637.8	947.5	1,231.8	1,478.1	净利润增长率	18.2%	66.4%	142.8%	58.3%	27.3%	
管理费用	732.8	922.0	1,370.7	1,781.9	2,138.3	EBITDA增长率	17.7%	50.8%	54.0%	53.8%	24.8%	
财务费用	333.0	389.7	279.2	293.2	310.2	EBIT增长率	19.9%	60.1%	84.5%	58.2%	26.1%	
资产减值损失	48.3	73.3	88.0	105.6	126.7	NOPLAT增长率	13.8%	51.2%	76.1%	51.8%	25.5%	
加: 公允价值变动收益	-2.9	2.2	-0.5	-	-	投资资本增长率	5.8%	20.9%	28.6%	25.8%	24.4%	
投资和汇兑收益	9.9	56.2	257.3	279.7	268.7	净资产增长率	46.1%	16.3%	26.3%	33.0%	31.6%	
<b>营业利润</b>	<b>367.9</b>	<b>741.0</b>	<b>1,870.5</b>	<b>3,107.7</b>	<b>3,978.8</b>	<b>利润率</b>						
加: 营业外净收支	89.8	72.8	148.0	88.0	88.0	毛利率	19.4%	20.6%	21.6%	24.1%	24.9%	
<b>利润总额</b>	<b>457.7</b>	<b>813.8</b>	<b>2,018.5</b>	<b>3,195.7</b>	<b>4,066.8</b>	营业利润率	3.5%	5.4%	9.2%	11.8%	12.6%	
减: 所得税	74.2	120.5	343.2	543.3	691.4	净利润率	3.3%	4.2%	6.9%	8.4%	8.9%	
<b>净利润</b>	<b>344.2</b>	<b>572.8</b>	<b>1,390.6</b>	<b>2,201.5</b>	<b>2,801.6</b>	EBITDA/营业收入	9.6%	11.1%	11.5%	13.6%	14.2%	
<b>资产负债表</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>7.0%</b>	<b>8.6%</b>	<b>10.6%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.6%</b>	
货币资金	1,900.2	2,334.6	4,049.3	5,264.1	6,316.9	<b>运营效率</b>						
交易性金融资产	-	0.5	-	-	-	固定资产周转天数	94	82	55	42	34	
应收账款	2,789.1	3,524.8	5,852.0	7,607.7	9,129.2	流动营业资本周转天数	162	141	145	165	173	
应收票据	369.6	437.5	554.7	721.1	865.3	流动资产周转天数	248	243	237	256	265	
预付账款	192.3	235.6	235.6	235.6	235.6	应收账款周转天数	83	78	78	87	90	
存货	2,662.0	3,326.3	4,784.7	6,023.7	7,145.6	存货周转天数	83	80	72	74	75	
其他流动资产	181.3	411.7	875.4	1,300.6	1,669.0	总资产周转天数	384	368	330	331	330	
可供出售金融资产	110.0	125.0	110.0	110.0	110.0	投资资本周转天数	291	254	214	209	218	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>						
长期股权投资	304.1	473.6	300.0	300.0	300.0	ROE	8.4%	13.1%	25.0%	29.7%	28.8%	
投资性房地产	-	1.1	-	-	-	ROA	3.1%	4.5%	7.7%	9.9%	10.8%	
固定资产	3,047.2	3,146.0	3,090.3	3,000.1	2,891.5	ROIC	8.7%	12.5%	18.1%	21.4%	21.4%	
在建工程	263.1	120.1	60.1	30.0	15.0	<b>费用率</b>						
无形资产	370.3	389.3	368.1	348.2	329.6	销售费用率	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	
其他非流动资产	50.4	639.6	1,107.8	1,538.4	1,913.0	管理费用率	7.0%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	
<b>资产总额</b>	<b>12,388.4</b>	<b>15,482.2</b>	<b>21,647.9</b>	<b>26,739.4</b>	<b>31,180.7</b>	财务费用率	3.2%	2.9%	1.4%	1.1%	1.0%	
短期债务	3,665.5	3,375.4	7,096.2	8,795.9	10,494.7	三费/营业收入	14.9%	14.3%	12.8%	12.6%	12.4%	
应付账款	1,169.6	1,953.3	2,174.8	2,738.0	3,248.0	<b>偿债能力</b>						
应付票据	1,843.2	1,133.2	1,739.9	2,190.4	2,598.4	资产负债率	63.2%	65.7%	67.5%	65.7%	63.1%	
其他流动负债	410.2	1,195.5	1,216.2	1,238.9	1,264.0	负债权益比	171.5%	191.7%	207.6%	191.6%	171.3%	
长期借款	344.0	501.0	701.0	701.0	701.0	流动比率	1.10	1.27	1.25	1.30	1.31	
其他非流动负债	95.9	1,592.8	100.1	100.1	100.1	速动比率	0.74	0.85	0.88	0.93	0.94	
<b>负债总额</b>	<b>7,824.8</b>	<b>10,175.3</b>	<b>13,918.5</b>	<b>17,079.9</b>	<b>20,090.2</b>	利息保障倍数	2.19	2.99	7.70	11.60	13.83	
<b>少数股东权益</b>	<b>469.5</b>	<b>690.5</b>	<b>975.4</b>	<b>1,426.3</b>	<b>2,000.1</b>	<b>分红指标</b>						
股本	413.8	1,241.3	1,241.3	1,241.3	1,241.3	DPS(元)	0.04	0.03	0.22	0.35	0.45	
留存收益	3,684.9	3,390.0	4,487.4	6,248.6	8,489.9	分红比率	13.6%	6.1%	20.0%	20.0%	20.0%	
<b>股东权益</b>	<b>4,563.6</b>	<b>5,306.9</b>	<b>6,704.0</b>	<b>8,916.2</b>	<b>11,731.3</b>	股息收益率	0.2%	0.1%	1.0%	1.6%	2.1%	
<b>现金流量表</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
净利润	383.4	693.3	1,390.6	2,201.5	2,801.6	EPS(元)	0.28	0.46	1.12	1.77	2.26	
加: 折旧和摊销	277.1	353.0	182.1	185.1	187.2	BVPS(元)	3.30	3.72	4.62	6.03	7.84	
资产减值准备	48.3	73.3	88.0	105.6	126.7	PE(X)	77.9	46.8	19.3	12.2	9.6	
公允价值变动损失	-2.9	-2.2	-0.5	-	-	PB(X)	6.5	5.8	4.7	3.6	2.8	
财务费用	305.8	297.0	454.7	279.2	293.2	P/PCF	-35.0	1,244.6	-128.2	38.6	15.4	
投资收益	-9.9	-56.2	-257.3	-279.7	-268.7	P/S	2.6	2.0	1.3	1.0	0.8	
少数股东损益	39.3	120.5	284.8	450.9	573.8	EV/EBITDA	12.4	17.0	14.8	10.1	8.5	
营运资金的变动	-824.6	-599.8	-3,490.5	-2,555.1	-2,219.3	CAGR(%)	90.5%	69.5%	33.1%	22.1%	17.1%	
<b>经营活动产生现金流</b>	<b>227.5</b>	<b>1,156.8</b>	<b>-1,523.6</b>	<b>401.6</b>	<b>1,511.6</b>	PEG	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6	
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-750.2</b>	<b>-1,130.4</b>	<b>401.3</b>	<b>234.7</b>	<b>223.7</b>	ROIC/WACC	1.0	1.4	2.0	2.4	2.4	
<b>融资活动产生现金流</b>	<b>393.3</b>	<b>605.8</b>	<b>1,862.0</b>	<b>966.1</b>	<b>828.3</b>	REP	1.5	1.7	1.3	0.9	0.8	

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。