

强烈推荐-A (维持)

亨通光电 600487.SH

目标估值: 23.76-29.04 元

当前股价: 24.73 元

2017年03月30日

增持电信国脉剩余股权, 电信EPC整合效应初现

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 3241 |
| 总股本(万股) | 124127 |
| 已上市流通股(万股) | 124127 |
| 总市值(亿元) | 307 |
| 流通市值(亿元) | 307 |
| 每股净资产(MRQ) | 4.6 |
| ROE(TTM) | 21.5 |
| 资产负债率 | 66.2% |
| 主要股东 | 崔根良 |
| 主要股东持股比例 | 19.34% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《亨通光电(600487)——蓝筹典范, 景气高涨》2017-03-20
- 2、《亨通光电(600487)——量价齐升逻辑持续验证, 未来延续高增长征程》2017-02-07
- 3、《亨通光电(600487)——业绩符合预期, 低估值高增长》2017-01-26

王林

010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

周炎

0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

唐婉珊

021-33938892
tangws@cmschina.com.cn
S1090516030001

事件: 1) 公司 2017-03-30 公告, 拟收购电信国脉 31.4169%股权。2) 公司 2017-03-29 公告, 子公司电信国脉中标中国移动 2017 年至 2018 年传输管线工程施工服务集中采购(新疆)项目。本次项目地址全疆 16 个地州, 预算金额 76,083 万元, 公司中标份额 12%。

评论:

- **电信 EPC 大单持续落地, 整合协同效应初步显现。** 公司持有电信国脉股权 51.9%, 近期电信国脉大单不断, 此前, 电信国脉陆续中标中国移动吉林省 2017-2018 传输管线工程施工服务集中采购项目的 8 个标段, 中标份额 8%-20%不等; 中标中国移动 2017-2018 传输管线工程施工服务集中采购项目, 中标省份为北京、河北、云南、黑龙江、辽宁、河南、吉林等 7 省, 中标份额 8-100%不等, 由于尚未有投资预算无法估计金额, 我们预计总金额将不少于本次中标金额。本次中标中移动新疆项目, 预计收入 9130 万元, 利润 1839 万元左右, 毛利率 20%左右, 而按照总包设计口径计算毛利率更高。公司内部整合效应的力量, 电信国脉由一家区域型公司向全国型发展, 由产品供应商向全价值链集成服务商的战略转型。
- **被忽视的明珠电信国脉, 未来有望持续超预期。** 此前, 市场热捧公司光纤光缆业务, 而忽略了其他业务板块。事实上, 电信国脉表现非常亮眼, 2016 年收入同比增长 54.6%, 净利润同比增长 69.2%, 通信 EPC 业务快速增长, 我们估计 2016 年全年电信国脉利润 2 亿左右, 近期连续中标大单, 2017 年公司无论是收入、利润都将继续迅猛增长, 我们预计将大幅超过承诺利润 1.15 亿; 本次收购, 相关方面承诺保证 2018、2019 年电信国脉扣非后净利润增速不低于 20%, 2018、2019 年电信国脉实现的净利润分别不低于 1.38 亿元、1.66 亿元。而随着公司对于电信国脉权益的增加, 更将增厚并表收益。随着公司与电信国脉的深度融合、资源共享、优势互补, 我们认为后续持续超预期是大概率事件。我们认为, 电信 EPC 业务就像一颗被市场忽视的明珠, 但时间的玫瑰一定会让真正的瑰宝在世人眼前展现最美丽的一面。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 10471 | 13622 | 17434 | 22476 | 27828 |
| 同比增长 | 22% | 30% | 28% | 29% | 24% |
| 营业利润(百万元) | 395 | 775 | 1877 | 3056 | 3915 |
| 同比增长 | 30% | 96% | 142% | 63% | 28% |
| 净利润(百万元) | 371 | 607 | 1393 | 2234 | 2842 |
| 同比增长 | 28% | 64% | 129% | 60% | 27% |
| 每股收益(元) | 0.30 | 0.49 | 1.12 | 1.80 | 2.29 |
| PE | 82.7 | 50.6 | 22.0 | 13.7 | 10.8 |
| PB | 7.5 | 6.6 | 5.3 | 3.9 | 2.9 |

资料来源: 公司数据、招商证券

□ **一带一路不断发力，逐渐进入高端市场。**公司 2015 年 12 月收购的 PT Voksel Electric Tbk 30.08% 股权，公司 2016 年 8 月收购阿伯代尔线缆 75% 股权和阿伯代尔欧洲 100% 股权。公司积极响应一带一路走出去，收购公司协同效应显著，近期公告中标泰国电信项目光缆，5.4 万公里皮长，金额 1800 万美元。2016 年海外销售收入保守估计超过 18 亿，2017 年海外收入有望达到 30-35 亿。本次中标中移动新疆项目，也是公司在一带一路沿线布局的重要布局之一。公司还中标得拉脱维亚国家宽带 EPC 项目，拉脱维亚是一个位于欧洲东北部的议会共和制国家，波罗的海三国之一，本次中标标志着公司除了在东南亚、非洲等布局之外，开始进入欧洲高端市场。未来公司电力及电信 EPC 大单持续超预期落地值得期待。

□ **光棒供求关系紧张，光纤维持高景气。**根据我们的产业链调研，光纤行业景气度维持高位，光棒缺口巨大，由于缺乏预制棒供应，许多光纤厂商产能开工率不足 60%，光纤预制棒市场价已经超过 170 美元/公斤，没有光纤预制棒产能的光纤拉丝企业毛利率不足 20%。公司光棒产能年底预计提升至 1500 吨，光纤产能 5000 万芯公里，产能开足。公司光纤毛利率将保持 40% 以上，光通信业务利润占比高达 70%，下半年中移动招标，价格大概率维持高位。

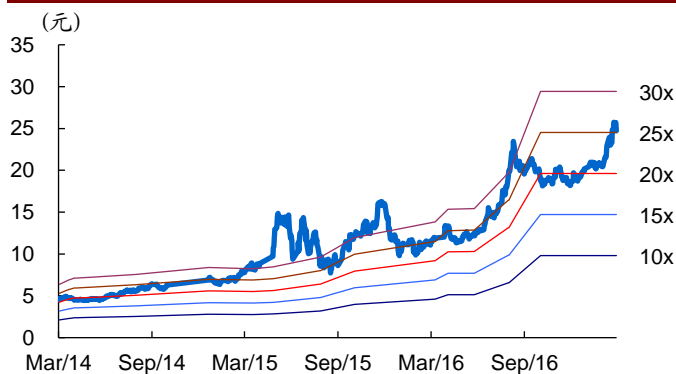
□ **新业务提升公司估值。**在公司光纤光缆业务景气度超预期背景下，量子通信、电信 EPC、电力 EPC、海缆/海底观测网、能源互联网、智慧社区&大数据等项目的持续落地，我们认为公司估值有向上空间。昨天公司股价下跌 3.81%，我们坚定看好公司机会，市场可能的调整过程将带来介入良机。

□ **盈利预测&评级。**我们预计公司 2016-2018 年净利润至 13.93、22.34、28.42 亿；考虑到增发摊薄，公司 2016-2018 年 EPS 1.02、1.63、2.11 元/股，6 个月目标价区间至 29.38-33.20 元，对应 2017 年 PE 区间（增发摊薄）18.X-20.X 倍，维持强烈推荐-A 投资评级。

□ **风险提示：中移动下半年招标量价不达预期、新业务落地不达预期等。**

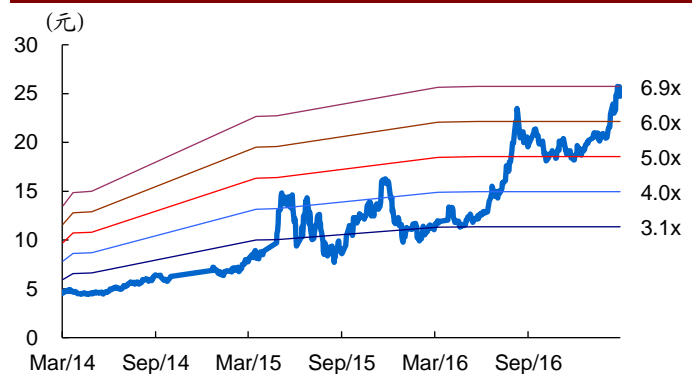
PE-PB Band

图 1：亨通光电历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：亨通光电历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《亨通光电（600487）—蓝筹典范，景气高涨》2017-03-20
- 2、《亨通光电（600487）—量价齐升逻辑持续验证，未来延续高增长征程》2017-02-07
- 3、《亨通光电（600487）—控股股东增持彰显信心》2016-11-29
- 4、《亨通光电（600487）—业绩符合预期，强强联合布局海底观测》2016-11-02
- 5、《亨通光电（600487）—尽享光通信高景气盛宴》2016-08-30
- 6、《亨通光电（600487）—海外市场持续布局，掘金“一带一路”红利》2016-08-26
- 7、《亨通光电（600487）—全面布局量子通信产业化》2016-08-21
- 8、《亨通光电（600487）—投资收益减少导致业绩下滑，增发重启促长期增长》2013-08-23

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 8094 | 10271 | 11994 | 15861 | 18860 |
| 现金 | 1900 | 2335 | 2300 | 3500 | 3614 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 370 | 438 | 560 | 722 | 894 |
| 应收款项 | 2633 | 3250 | 3935 | 5074 | 6282 |
| 其它应收款 | 156 | 275 | 352 | 453 | 561 |
| 存货 | 2662 | 3326 | 4032 | 5071 | 6224 |
| 其他 | 374 | 647 | 814 | 1041 | 1285 |
| 非流动资产 | 4294 | 5211 | 5849 | 6635 | 7402 |
| 长期股权投资 | 304 | 474 | 474 | 474 | 474 |
| 固定资产 | 3047 | 3146 | 3395 | 3619 | 3820 |
| 无形资产 | 370 | 389 | 350 | 315 | 284 |
| 其他 | 572 | 1202 | 1630 | 2228 | 2825 |
| 资产总计 | 12388 | 15482 | 17843 | 22497 | 26262 |
| 流动负债 | 7385 | 8082 | 8959 | 11121 | 11667 |
| 短期借款 | 3665 | 3375 | 3388 | 4261 | 3375 |
| 应付账款 | 1064 | 1602 | 1954 | 2458 | 3017 |
| 预收账款 | 234 | 989 | 1206 | 1517 | 1862 |
| 其他 | 2421 | 2116 | 2410 | 2886 | 3413 |
| 长期负债 | 440 | 2094 | 2094 | 2094 | 2094 |
| 长期借款 | 344 | 501 | 501 | 501 | 501 |
| 其他 | 96 | 1593 | 1593 | 1593 | 1593 |
| 负债合计 | 7825 | 10175 | 11053 | 13215 | 13761 |
| 股本 | 414 | 1241 | 1241 | 1241 | 1241 |
| 资本公积金 | 1765 | 937 | 937 | 937 | 937 |
| 留存收益 | 1920 | 2438 | 3645 | 5693 | 8349 |
| 少数股东权益 | 469 | 691 | 967 | 1410 | 1974 |
| 归属于母公司所有者权益 | 4092 | 4616 | 5823 | 7871 | 10528 |
| 负债及权益合计 | 12386 | 15482 | 17843 | 22497 | 26262 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------------|------------|-------------|-------------|------------|
| 经营活动现金流 | 228 | 1157 | 1330 | 1797 | 2463 |
| 净利润 | 371 | 607 | 1393 | 2234 | 2842 |
| 折旧摊销 | 277 | 353 | 393 | 414 | 433 |
| 财务费用 | 297 | 455 | 230 | 251 | 246 |
| 投资收益 | (10) | (56) | (108) | (168) | (168) |
| 营运资金变动 | (757) | (324) | (899) | (1449) | (1530) |
| 其它 | 49 | 122 | 320 | 515 | 640 |
| 投资活动现金流 | (750) | (1130) | (1031) | (1200) | (1200) |
| 资本支出 | (588) | (577) | (1031) | (1200) | (1200) |
| 其他投资 | (162) | (553) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 393 | 606 | (333) | 603 | (1149) |
| 借款变动 | (161) | (271) | (25) | 872 | (885) |
| 普通股增加 | 207 | 828 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 890 | (828) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (211) | (285) | (186) | (186) | (186) |
| 其他 | (331) | 1162 | (122) | (83) | (78) |
| 现金净增加额 | (129) | 632 | (35) | 1200 | 114 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 10471 | 13622 | 17434 | 22476 | 27828 |
| 营业成本 | 8436 | 10819 | 13198 | 16601 | 20375 |
| 营业税金及附加 | 35 | 64 | 81 | 105 | 130 |
| 营业费用 | 497 | 638 | 872 | 1124 | 1391 |
| 管理费用 | 733 | 922 | 1210 | 1434 | 1865 |
| 财务费用 | 333 | 390 | 230 | 251 | 246 |
| 资产减值损失 | 48 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| 公允价值变动收益 | (3) | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 投资收益 | 10 | 56 | 106 | 166 | 166 |
| 营业利润 | 395 | 775 | 1877 | 3056 | 3915 |
| 营业外收入 | 107 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 营业外支出 | 17 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 利润总额 | 485 | 848 | 1950 | 3129 | 3988 |
| 所得税 | 74 | 121 | 281 | 451 | 582 |
| 净利润 | 410 | 728 | 1669 | 2678 | 3406 |
| 少数股东损益 | 39 | 120 | 276 | 443 | 564 |
| 归属于母公司净利润 | 371 | 607 | 1393 | 2234 | 2842 |
| EPS (元) | 0.30 | 0.49 | 1.12 | 1.80 | 2.29 |

主要财务比率

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 22% | 30% | 28% | 29% | 24% |
| 营业利润 | 30% | 96% | 142% | 63% | 28% |
| 净利润 | 28% | 64% | 129% | 60% | 27% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 19.4% | 20.6% | 24.3% | 26.1% | 26.8% |
| 净利率 | 3.5% | 4.5% | 8.0% | 9.9% | 10.2% |
| ROE | 9.1% | 13.2% | 23.9% | 28.4% | 27.0% |
| ROIC | 7.1% | 10.7% | 16.7% | 20.0% | 21.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 63.2% | 65.7% | 61.9% | 58.7% | 52.4% |
| 净负债比率 | 33.4% | 25.3% | 21.8% | 21.2% | 14.8% |
| 流动比率 | 1.1 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.6 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 存货周转率 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| 应收帐款周转率 | 4.4 | 4.6 | 4.9 | 5.0 | 4.9 |
| 应付帐款周转率 | 8.3 | 8.1 | 7.4 | 7.5 | 7.4 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.30 | 0.49 | 1.12 | 1.80 | 2.29 |
| 每股经营现金 | 0.18 | 0.93 | 1.07 | 1.45 | 1.98 |
| 每股净资产 | 3.30 | 3.72 | 4.69 | 6.34 | 8.48 |
| 每股股利 | 0.23 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 82.7 | 50.6 | 22.0 | 13.7 | 10.8 |
| PB | 7.5 | 6.6 | 5.3 | 3.9 | 2.9 |
| EV/EBITDA | 61.5 | 40.8 | 24.4 | 16.4 | 13.3 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15年通信行业工作经验，7年证券行业经验，2016年新财富第三，水晶球第二；2015年新财富第五，水晶球第四

周炎 招商证券通信行业高级分析师 理学硕士，3年运营商从业经历，6年证券研究经验，2016年新财富第三，水晶球第二；2015年新财富第五，水晶球第四

冯骋 招商证券通信行业分析师 理学博士，2年工信部及电信研究院工作经历，2016年新财富第三，水晶球第二；2015年新财富第五，水晶球第四

唐婉珊 招商证券通信行业分析师 金融学硕士，计算机学士，2016年新财富第三，水晶球第二

余俊 招商证券通信行业分析师 理学硕士，民航航空管局7年工作经历，2016年新财富第三，水晶球第二

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。