

公司研究/公告点评

2017年06月26日

通信/通信设备制造 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 27.26  
合理价格区间(元): 42.00~50.40

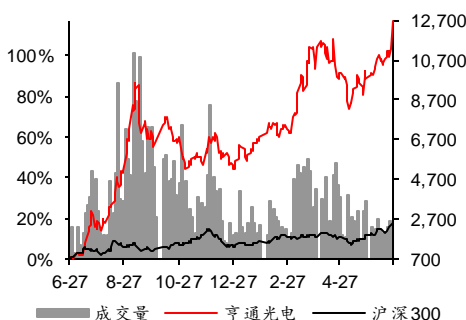
周明 执业证书编号: S0570517030002  
研究员 0755-23950856  
zhouming2017@htsc.com

赵蓬 010-56793961  
联系人 zhao.peng@htsc.com

相关研究

- 1《亨通光电(600487,买入): 员工持股提前完成彰显公司信心》2017.05
- 2《亨通光电(600487,买入): 主营持续增长, 新业务快速放量》2017.04
- 3《亨通光电(600487,买入): 海洋装备研发成果转化加快》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

# 光纤光缆景气, 低估值高增长典范

## 亨通光电(600487)

### 公司中标中国联通 17-18 年光缆集采项目点评

2017年6月21日晚间公司发布公告, 中标中国联通 2017-2018 年光缆集中采购, 普通光缆为第一中标人, 中标份额为第一阶梯 14.60%, 第二阶梯 1.10%; 带状光缆为第二中标人, 中标份额为第一阶梯 15.80%, 第二阶梯 3.00%。随着宽带中国战略不断推进, 中移动宽带用户数超越联通, 推动联通加固定宽带建设; 从此前运营商光纤光缆招标结果看, 亨通光电基本包揽前两名, 此次招标基本符合预期。在整体光纤光缆行业供需缺口全年维持的情况下, 继续推荐拥有自主光棒产能的亨通光电, 截至6月26日收盘日, 公司目前动态 PE 只有 13 倍。

### 整体光纤光缆行业供需缺口全年维持

市场普遍对光纤光缆行业未来景气度存在担忧, 担心随着产能的落地光纤光缆价格会下滑, 但是我们认为光纤光缆供需缺口全年维持, 短期光纤光缆价格有可能上涨, 利好自主光棒产能充足的龙头公司亨通光电。我们与市场不同的逻辑有: 1、产能扩展周期长, 国内供需仍趋紧; 2、海外供需紧缺印证全球供需紧张。

### 与市场不同的逻辑 1: 产能扩产周期长, 国内供需仍趋紧

中国移动在大连接战略下不断加大全国固定宽带建设, 整年度光缆需求预计全年集采量超 1.5 亿芯公里, 在宽带中国建设背景下, 势必反过来推动联通及电信对有线宽带接入支出的加大。根据公司调研反映, 光棒产能扩产周期一般在 18-24 个月, 主要是设备调试及产能爬坡需要较长时间, 很多新建产能虽然完成点火, 但是从点火试运行到真正达到量产要求至少还要一年, 因此国内供需缺口短时间无法平衡。

### 与市场不同的逻辑 2: 海外供需紧缺印证全球供需紧张

Verizon 一次性与康宁签订三年的光纤光缆供应合同显示出对光纤光缆供应趋紧的担忧, 同时调研发现海外光纤光缆集采价格目前已与国内相当, 由于海外厂商光棒产能处于恒定状态, 需求不断加大光纤光缆供应处于紧张状态。同时商务部光纤反倾销发函给海外厂商, 海外厂商基本没有回应进一步说明海外光纤光缆供需紧张, 全球光纤光缆供需处于紧张状态。

### 光纤光缆龙头企业, 维持“买入”

除了光通信业务继续受益于运营商大规模集采带来的行业性机会以外, 公司也在大数据、量子通信、海缆、特高压、新能源、通信工程服务、网络优化、电力工程等领域提前布局。预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 26.0/33.5/41.6 亿元, 对应的 PE 分别为 13/10/8x。公司上市以来的平均 PE 为 24x, 我们认为公司 17 年合理估值区间在 20-24x, 合理价格区间在 42.0-50.4 元, 重申“买入”评级。

风险提示: 运营商集采低于预期, 新兴业务发展受国家政策影响低于预期。

公司基本资料

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股)     | 1,241       |
| 流通 A 股(百万股)  | 1,241       |
| 52 周内股价区间(元) | 12.58-27.26 |
| 总市值(百万元)     | 33,837      |
| 总资产(百万元)     | 21,065      |
| 每股净资产(元)     | 4.97        |

资料来源: 公司公告

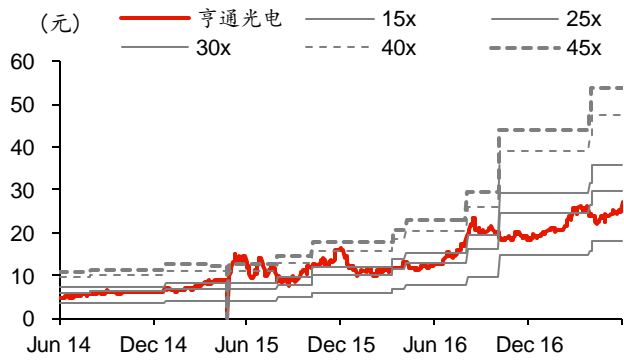
经营预测指标与估值

| 会计年度          | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 13,622 | 19,308 | 23,141 | 27,641 | 33,101 |
| +/-%          | 30.09  | 41.74  | 19.86  | 19.44  | 19.75  |
| 净利润(百万元)      | 572.82 | 1,316  | 2,603  | 3,350  | 4,164  |
| +/-%          | 66.44  | 129.81 | 97.77  | 28.66  | 24.32  |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.46   | 1.06   | 2.10   | 2.70   | 3.35   |
| PE (倍)        | 59.07  | 25.70  | 13.00  | 10.10  | 8.13   |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

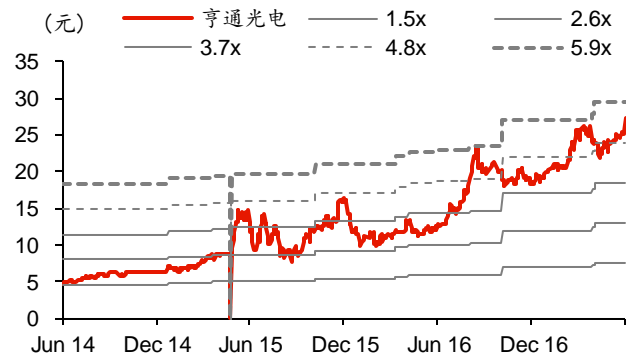
**PE/PB – Bands**

**图表1: 亨通光电历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表2: 亨通光电历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度(百万元) | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 10,271 | 13,441 | 16,513 | 21,164 | 27,039 |
| 现金        | 2,335  | 3,105  | 4,822  | 7,221  | 10,448 |
| 应收账款      | 3,250  | 4,192  | 5,375  | 6,416  | 7,685  |
| 其他应收账款    | 274.78 | 336.78 | 393.07 | 480.65 | 594.89 |
| 预付账款      | 235.63 | 539.04 | 456.11 | 566.83 | 725.52 |
| 存货        | 3,326  | 3,934  | 5,112  | 6,108  | 7,218  |
| 其他流动资产    | 849.71 | 1,335  | 354.27 | 371.61 | 367.75 |
| 非流动资产     | 5,211  | 6,293  | 5,890  | 5,712  | 5,417  |
| 长期投资      | 473.59 | 885.89 | 885.89 | 885.89 | 885.89 |
| 固定资产投资    | 3,146  | 3,500  | 3,277  | 2,977  | 2,640  |
| 无形资产      | 389.34 | 622.03 | 695.22 | 785.72 | 885.20 |
| 其他非流动资产   | 1,202  | 1,285  | 1,032  | 1,064  | 1,006  |
| 资产总计      | 15,482 | 19,734 | 22,403 | 26,876 | 32,455 |
| 流动负债      | 8,082  | 10,552 | 10,736 | 11,856 | 13,267 |
| 短期借款      | 3,375  | 4,414  | 3,943  | 4,005  | 4,052  |
| 应付账款      | 1,602  | 1,905  | 2,306  | 2,709  | 3,274  |
| 其他流动负债    | 3,104  | 4,233  | 4,487  | 5,142  | 5,941  |
| 非流动负债     | 2,094  | 2,394  | 2,274  | 2,279  | 2,282  |
| 长期借款      | 501.00 | 673.00 | 673.00 | 673.00 | 673.00 |
| 其他非流动负债   | 1,593  | 1,721  | 1,601  | 1,606  | 1,609  |
| 负债合计      | 10,175 | 12,946 | 13,011 | 14,135 | 15,550 |
| 少数股东权益    | 690.54 | 939.44 | 939.44 | 939.44 | 939.44 |
| 股本        | 1,241  | 1,241  | 1,241  | 1,241  | 1,241  |
| 资本公积      | 937.09 | 838.32 | 838.32 | 838.32 | 838.32 |
| 留存公积      | 2,453  | 3,711  | 6,373  | 9,723  | 13,887 |
| 归属母公司股    | 4,616  | 5,849  | 8,453  | 11,802 | 15,966 |
| 负债和股东权益   | 15,482 | 19,734 | 22,403 | 26,876 | 32,455 |

### 现金流量表

| 会计年度(百万元) | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金    | 1,157    | 2,579    | 2,695    | 2,927    | 3,693    |
| 净利润       | 693.28   | 1,523    | 2,603    | 3,350    | 4,164    |
| 折旧摊销      | 353.00   | 432.38   | 415.51   | 425.70   | 430.48   |
| 财务费用      | 389.70   | 347.70   | 370.13   | 347.61   | 341.88   |
| 投资损失      | (56.24)  | (271.55) | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营运资金变动    | (347.23) | 450.73   | (486.87) | (1,293)  | (1,396)  |
| 其他经营现金    | 124.31   | 96.50    | (207.04) | 97.07    | 151.77   |
| 投资活动现金    | (1,130)  | (1,560)  | 85.75    | (244.78) | (172.06) |
| 资本支出      | 577.38   | 830.74   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期投资      | 297.16   | 260.64   | (21.65)  | 4.50     | 1.36     |
| 其他投资现金    | (255.86) | (468.95) | 64.10    | (240.28) | (170.71) |
| 筹资活动现金    | 605.84   | 136.73   | (1,063)  | (282.99) | (293.67) |
| 短期借款      | (290.08) | 1,038    | (470.74) | 62.34    | 47.29    |
| 长期借款      | 157.02   | 172.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 普通股增加     | 827.51   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加    | (827.51) | (98.77)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金    | 738.90   | (974.68) | (592.49) | (345.33) | (340.95) |
| 现金净增加额    | 584.71   | 1,157    | 1,718    | 2,399    | 3,227    |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

| 会计年度(百万元) | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 13,622 | 19,308 | 23,141 | 27,641 | 33,101 |
| 营业成本      | 10,819 | 15,234 | 17,114 | 20,289 | 24,191 |
| 营业税金及附加   | 63.58  | 136.67 | 163.80 | 195.65 | 234.30 |
| 营业费用      | 637.76 | 794.42 | 925.66 | 1,072  | 1,283  |
| 管理费用      | 922.04 | 1,393  | 1,509  | 1,802  | 2,158  |
| 财务费用      | 389.70 | 347.70 | 370.13 | 347.61 | 341.88 |
| 资产减值损失    | 73.35  | 97.34  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 公允价值变动收益  | 2.24   | 1.14   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益     | 56.24  | 271.55 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业利润      | 741.05 | 1,573  | 3,059  | 3,935  | 4,892  |
| 营业外收入     | 84.75  | 228.54 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 营业外支出     | 11.98  | 11.88  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额      | 813.82 | 1,790  | 3,059  | 3,935  | 4,892  |
| 所得税       | 120.54 | 266.41 | 455.36 | 585.88 | 728.34 |
| 净利润       | 693.28 | 1,523  | 2,603  | 3,350  | 4,164  |
| 少数股东损益    | 120.46 | 206.74 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 归属母公司净利润  | 572.82 | 1,316  | 2,603  | 3,350  | 4,164  |
| EBITDA    | 1,484  | 2,353  | 3,844  | 4,709  | 5,665  |
| EPS(元)    | 0.46   | 1.06   | 2.10   | 2.70   | 3.35   |

### 主要财务比率

| 会计年度(%)       | 2015   | 2016   | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力          |        |        |       |       |       |
| 营业收入          | 30.09  | 41.74  | 19.86 | 19.44 | 19.75 |
| 营业利润          | 101.45 | 112.25 | 94.47 | 28.66 | 24.32 |
| 归属母公司净利润      | 66.44  | 129.81 | 97.77 | 28.66 | 24.32 |
| 获利能力(%)       |        |        |       |       |       |
| 毛利率           | 20.58  | 21.10  | 26.04 | 26.60 | 26.92 |
| 净利率           | 4.20   | 6.82   | 11.25 | 12.12 | 12.58 |
| ROE           | 12.41  | 22.51  | 30.80 | 28.38 | 26.08 |
| ROIC          | 12.99  | 17.35  | 30.98 | 34.95 | 38.90 |
| 偿债能力          |        |        |       |       |       |
| 资产负债率(%)      | 65.72  | 65.60  | 58.08 | 52.59 | 47.91 |
| 净负债比率(%)      | 38.46  | 40.91  | 35.48 | 33.10 | 30.39 |
| 流动比率          | 1.27   | 1.27   | 1.54  | 1.79  | 2.04  |
| 速动比率          | 0.86   | 0.89   | 1.06  | 1.27  | 1.49  |
| 营运能力          |        |        |       |       |       |
| 总资产周转率        | 0.98   | 1.10   | 1.10  | 1.12  | 1.12  |
| 应收账款周转率       | 4.33   | 4.82   | 4.49  | 4.35  | 4.36  |
| 应付账款周转率       | 8.12   | 8.69   | 8.13  | 8.09  | 8.09  |
| 每股指标(元)       |        |        |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.46   | 1.06   | 2.10  | 2.70  | 3.35  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.93   | 2.08   | 2.17  | 2.36  | 2.97  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 3.72   | 4.71   | 6.81  | 9.51  | 12.86 |
| 估值比率          |        |        |       |       |       |
| PE(倍)         | 59.07  | 25.70  | 13.00 | 10.10 | 8.13  |
| PB(倍)         | 7.33   | 5.78   | 4.00  | 2.87  | 2.12  |
| EV_EBITDA(倍)  | 25.07  | 15.81  | 9.67  | 7.90  | 6.57  |

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com