

亨通光电（600487）研究报告

光通信行业白马，新兴业务厚积薄发 买入（维持）

2017年7月19日

证券分析师 徐力

执业资格证书号码：S0600515080001

xul@dwzq.com.cn

010-66573632

研究助理 孙云翔

sunyx@dwzq.com.cn

投资要点

- **光通信行业持续景气，光纤产品量价齐升：**光纤光缆行业景气的一个重要因素是来自需求侧网络投资的拉动，近年来数据流量暴增，电信运营商持续加大光网络投资。2016年国内光纤光缆总长达到3230万公里，同比增长达到30%。2017年1-3月，全国新建光缆线路188.8万公里，同比增长23.9%，继续保持较快增长态势。光纤光缆供给持续紧缺，是推升行业景气度的另一个原因。一方面光纤和光纤预制棒反倾销持续，大量的光纤需求基本只能依靠国内产能；另一方面国内光棒扩产和产能爬坡还需要过程，短期内供给提升难以满足需求。受益光通信行业景气，国内光纤光缆需求量继续稳步放量增长，光纤产品量价齐升，预计公司2017年光通信板块收入和毛利率还将持续上涨。
- **公司光通信主业棒-纤-缆实力雄厚，新兴业务厚积薄发：**公司主业光纤光缆有力支撑着公司业绩，同时公司还制定了新兴发展计划，海洋工程、量子通信、新能源汽车、网络安全与大数据业务齐发展，为公司未来布局提供战略支撑。在技术创新方面，公司超低损耗光纤中标国家工业强基工程，海缆项目获得国开基金注资，500kV超高压大截面海底电缆测试成功，并在2017年成功中标国网海底输电工程项目。新能源汽车高压线获得德国TUV认证，海缆获得国际UQJ、UJ认证全系列证书，有望进一步打开国际市场。2017年6月28日，公司非公开发行获证监会核准，此次定增拟投资项目分别针对海底光电复合缆、新能源汽车业务、智慧社区和大数据分析及应用等新兴领域，将进一步提升公司的成长能力。
- **积极拓展海外业务，初步实现“一带一路”产业布局：**公司在西班牙、葡萄牙、南非、巴西、印尼等地建立了生产研发基地，与公司34个海外营销技术服务分公司相呼应，形成了立足国内、面向世界、沿着一带一路走出去的产业布局。2015年公司在海外并购了印尼Voksel、南非Aberdare、西班牙Cablescom、葡萄牙Alcobre等公司，并于2016年先后完成股权交割；2016年巴西工厂建成投产，向里约奥运供应光缆用于场馆通讯建设。2016年经过融合，最早实现交割的印尼Voksel公司净利润同比增长26倍。2016年公司海外业务同比增长111.29%，海外业务已成为公司重要的市场组成部分。公司业务已覆盖全球130个国家和地区，初步实现“一带一路”沿线的产业布局，将进一步打开公司未来业绩持续增长的空间。
- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑已在近期获批的非公开发行情况，预计公司2017-2019年的EPS为1.72元、2.27元、2.73元，对应PE 15/11/9 X。公司在国内光纤光缆行业属于龙头企业，估值相对最低，业绩增速较快，未来具备十分可观的成长空间，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1.光纤光缆景气度不及预期；2.海外业务拓展不及预期，部分业务受“一带一路”政策影响较大，或有政策风险；3.部分新业务推进不及预期，例如量子通信、新能源技术产品研发不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	25.53
一年最低价/最高价	12.49/29.04
市净率	5.25
流通A股市值（百万元）	31683

基础数据

每股净资产（元）	4.97
资产负债率（%）	66.47
总股本（百万股）	1241
流通A股（百万股）	1241

相关研究

1. 亨通光电：中标500KV海缆大单，经营业绩持续向好
2017年3月21日
2. 亨通光电：光通信的王者，新兴业务拓展谋求全面战略升级
2017年4月24日

目录

1. 公司近期财务情况	4
1.1. 公司基本概况	4
1.2. 公司近期募投项目	5
2. 光通信行业持续景气，公司主业极具竞争力	5
2.1. 供需失衡，光纤产品量价齐升	5
2.2. 公司主业棒-纤-缆纵向一体化，行业龙头地位稳固	7
3. 制定庞大新兴产业计划，新兴业务厚积薄发	9
3.1. 海洋工程	9
3.2. 新能源汽车	11
3.3. 量子通信	11
4. 公司战略转型推动加速发展	12
5. 盈利预测及投资建议	12
5.1. 关键假设	12
5.2. 盈利预测	13
5.3. 投资建议	13
6. 风险提示	14

图表目录

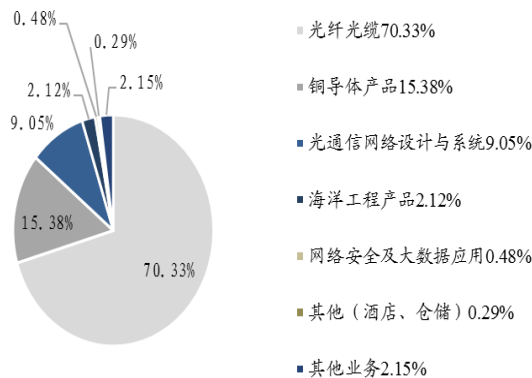
图表 1: 2016 年公司各业务营收占比.....	4
图表 2: 新兴业务 2016 年营收增速 (%)	4
图表 3: 2012-2016 年公司营业收入及增速	4
图表 4: 2012-2016 年公司净利润及增速	4
图表 5: 公司定增募投项目	5
图表 6: 2017 年三大运营商光纤光缆招标项目	6
图表 7: 2017 年公司光纤光缆主要中标项目	6
图表 8: 2010-2016 年中国光纤光缆总长及增长趋势	6
图表 9: 亨通光电单模光纤 (新产品) 系列产品特点	8
图表 10: 2016 年三家公司海洋工程营收及增速对比	10
图表 11: 2016 年三家公司海洋工程营收占总营收比例与产品毛利率	10
图表 12: 子公司亨通高压近年海缆业务中标情况	10
图表 13: 2015-2016 年公司新能源智能线控产品营收、增速与毛利率	11
图表 14: 公司各主要业务板块盈利预测	13
图表 15: 增发股本摊薄后的可比公司估值	14

1. 公司近期财务情况

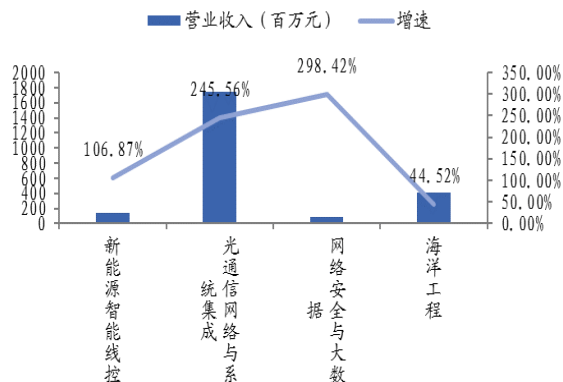
1.1. 公司基本概况

亨通光电是亨通集团的核心企业之一，是全球光纤光缆的龙头企业，在 2016 年全球光纤光缆最具竞争力企业排名中跃居第三，成为跻身全球前五强的中国民营企业。

图表 1: 2016 年公司各业务营收占比



图表 2: 新兴业务 2016 年营收增速 (%)

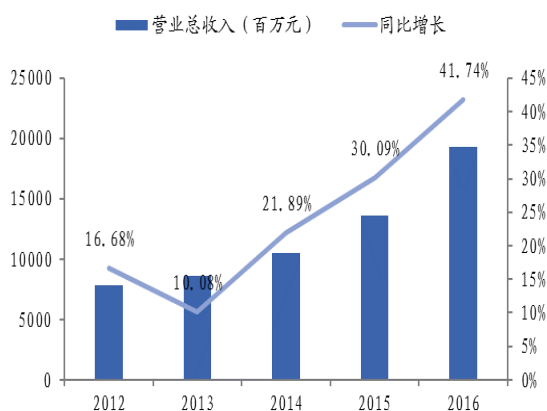


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

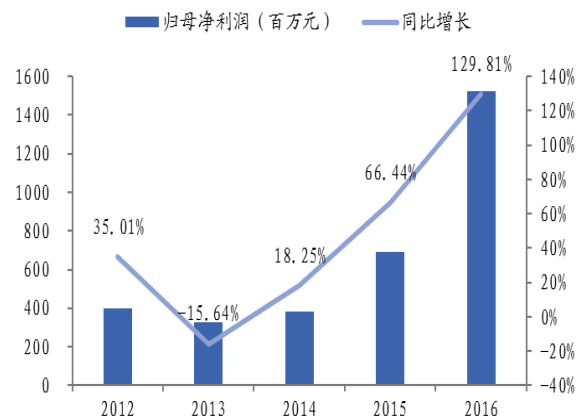
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

近年来，公司业绩良好，营收与净利润呈现良好的增长态势，2016 年实现总营收 193.08 亿元，增速达到 41.74%；2016 年实现归母净利润 13.16 亿，增速达到 129.81%。公司主业光纤光缆有力支撑着公司业绩，同时公司还制定了新兴发展计划，海洋工程、量子通信、新能源汽车、网络安全与大数据齐发展，为公司未来布局提供战略支撑。2016 年公司光纤光缆业务营收占比达 70.33%，铜导体产品营收占 15.38%，光通信网络设计与系统、海洋工程、网络安全及大数据占比共计 11.65%。在光纤光缆及相关产品的细分中，网络安全及大数据应用营收增速高达 298.42%。此外，光通信网络设计与系统集成营收增速达到 245.56%，新能源智能线控产品与服务的营收增速达到 106.87%。

图表 3: 2012-2016 年公司营业收入及增速



图表 4: 2012-2016 年公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 公司近期募投项目

2017 年 6 月 28 日，公司拟非公开发行不超过 301,673,228 股新股获证监会核准。此次定增合计 30 亿元，大股东认购不低于 6 亿元，拟投项目为海底光电复合缆、新能源汽车业务、智慧社区和大数据分析及应用，募投项目均属于快速成长的业务领域。2017 年 7 月 7 日，公司在网络安全业务方面再发力，与国家信息安全工程技术研究中心江苏分中心共同设立江苏亨通信息安全技术有限公司。通过本次合作，亨通光电将建立以江苏地区为核心，辐射周边地区和企业，加强公司对于关键信息安全、工控安全相关课题和产品的研发能力，推进构建产、学、研一体的产业链。

图表 5: 公司定增募投项目

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	募集资金投资额(万元)
1	能源互联网领域海底光电复合缆扩能项目	90,174.20	77,187.60
2	新能源汽车传导、充电设施生产及智能充电运营项目	—	—
2.1	新能源汽车传导、充电设施生产	46,646.60	39,095.30
2.2	智能充电运营项目(一期)	17,939.10	17,249.10
3	智慧社区(一期)——苏锡常宽带接入项目	49,817.80	42,354.00
4	大数据分析平台及行业应用服务项目	38,661.10	35,414.00
5	补充流动资金	90,000.00	90,000.00
合计		333,238.80	301,300.00

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 光通信行业持续景气，公司主业极具竞争力

2.1. 供需失衡，光纤产品量价齐升

随着宽带中国、光纤入户等相关政策的推动，光通信领域处于持续景气的状态。根据运营商 2016-2017 年光纤光缆集采公布的信息，规模和价格都有明显提升。2016 年 9 月，中国移动启动 2016 年度 2156965 皮长公里普通光缆产品集采，执行光缆价格，价格在 115~125 元/芯公里，各厂商按份额执行各自的中标价，对应的光纤价格在 60~70 元/芯公里。2016 年 12 月，中国电信启动 2016 年 3500 万芯公里 G.652D 光纤集采，设置最高投标限价为 60 元/芯公里。2017 年 3 月，中国联通启动 2017-2018 年 5830 万芯公里光缆集采，第一阶梯标包一普通光缆光纤限价为 62 元/芯公里(含税)，加工费用限价为 1357 元/皮长公里(含税)；标包二带状光缆光纤限价 62 元/芯公里(含税)，加工费用限价 7585 元/皮长公里(含税)。步入 2017 年 4 月-5 月，中国移动启动 2017—2018 年蝶形光缆产品集采，以及非骨架带缆(第一批次)集采和 2016 年度普通光缆第二批次集采，且均不设最高投标限价。

图表 6: 2017年三大运营商光纤光缆招标项目

运营商	项目	需求 (万芯公里)
中国移动	2017-2018 非骨架式带状光缆	1249.22
	2017-2018 蝶形光缆	337
	2016 年度普通光缆 (第二批次)	6760.49
中国联通	2017-2018 普通光缆+带状光缆	5830
	2017-2018 蝶形光缆	77.8
中国电信	2016-G.652D 光缆	3500

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2017年以来, 公司光纤光缆在国内外频频中标。2017年2月, 公司以20%份额中标中国电信2016年G.652D光纤集中采购项目。3月份开始, 公司及子公司巴西亨通相继中标泰国FTTH项目、斯里兰卡FTTH、拉脱维亚国家宽带等项目, 凸显了亨通光电在全球光纤光缆领域的技术能力及制造能力。2017年6月, 在中国联通2017—2018年光缆集中采购中, 公司以第一中标人中标普通光缆15.7%、以第二中标人中标带状光缆18.8%。2017年7月, 公司在中国移动2016年度普通光缆产品集中采购项目(第二批次)中以中标份额12.43%, 排列第三。公司在三大运营商采购项目中频频大额中标, 充分彰显了公司光通信行业龙头的实力。

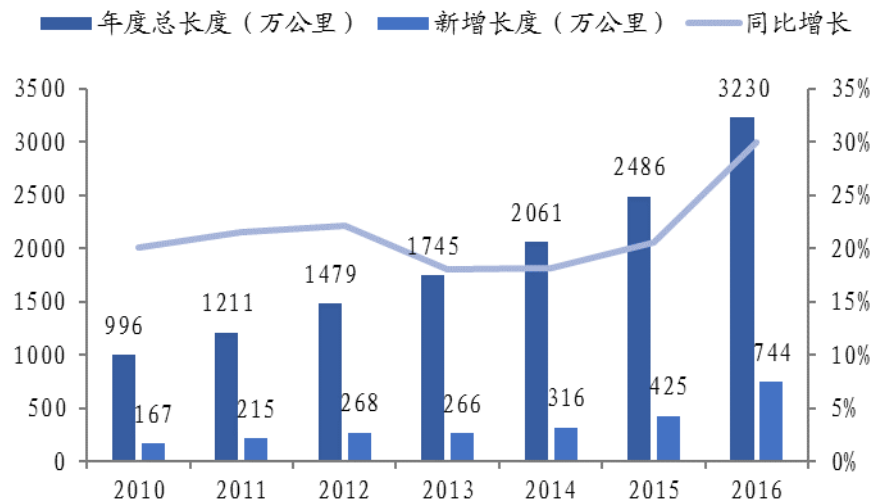
图表 7: 2017年公司光纤光缆主要中标项目

序号	项目名称	中标量	中标份额或金额
1	中国电信2016年G.652D光纤集中采购项目	702.1万芯公里	20.06%; 排列第一
2	中国联通2017年-2018年光缆集中采购项目	标包一 617.48万芯公里; 标包二 62.24万芯公里	标包一: 第一阶梯14.60%, 第二阶梯1.10%; 排列第一; 标包二: 第一阶梯15.80%, 第二阶梯3.00%; 排列第二
3	中国移动2016年度普通光缆产品集中采购项目(第二批次)	840.33万芯公里	12.43%; 排列第三

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

光纤光缆行业景气的一个重要因素是来自需求侧网络投资的拉动: 2016年国内光纤光缆总长达到3230万公里, 同比增长率达到30%。2017年1-3月, 全国新建光缆线路188.8万公里, 同比增长23.9%, 继续保持较快增长态势。加之政府对信息基础设施的重视, 以及云计算、大数据、物联网等新技术、新应用的迅速普及, 有望持续牵引光纤光缆市场增长。2017年1月, 发改委、工信部联合发布《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》, 预计2016年-2018年, 信息基础设施建设共需投资1.2万亿元, 其中重点推进骨干网、城域网、固定宽带接入网、移动宽带接入网等92项重点建设项目, 设计总投资9022亿元。中国信息产业网预计2017年国内光纤需求量有望增长20%。

图表 8: 2010-2016年中国光纤光缆总长及增长趋势



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

光纤光缆供给持续紧缺, 是推升行业景气度的另一个原因。一方面光纤和光纤预制棒反倾销持续, 大量的光纤需求基本只能依靠国内产能; 另一方面国内光棒扩产和产能爬坡还需要过程, 短期内供给提升难以满足需求。

受益光通信行业景气, 国内光纤光缆需求量继续稳步放量增长, 光纤产品量价齐升, 预计公司 2017 年光通信板块收入和毛利率还将持续上涨。对于更长期的需求, 市场研究机构 Research and Markets 预测, 2017-2021 年全球光纤市场将以年复合增长率 11.45% 增长。我们认为国内依然保持领先全球的网络建设进度, 未来几年国内光纤市场需求增速将保持在 15% 左右。

2.2. 公司主业棒-纤-缆纵向一体化, 行业龙头地位稳固

公司是国内产业链最为完整的通信行业主力供应商之一, 掌握光棒、光纤制造的多项核心技术和自主知识产权, 拥有光棒-光纤-光缆-ODN 的纵向一体化生产能力, 产能水平国内领先, 具备良好的供货交付能力。

一、光棒业务: 公司光棒生产独具优势



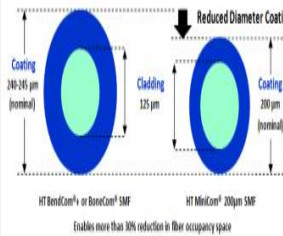

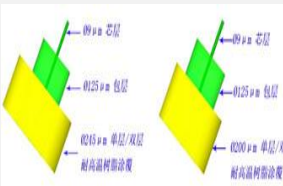
亨通光电生产的光纤预制棒具有优越、可靠的性能, 公司目前拥有唯一自主研发 CCVD 超大尺寸光棒, 其最大尺寸可达外径 200 毫米、长度 6 米 (相应的拉丝光纤近 15000 公里)。公司可生产外径从 80 毫米到 200 毫米的各种规格的光纤预制棒, 可用于拉制全波段低水峰 G.652.D 常规单模光纤、FTTx 建设的 G.657.A 低水峰弯曲不敏感单模光纤、长距离干线通信建设的低损光纤和特殊应用的低损弯曲不敏感光纤、以及海底光缆用低损耗 G.654 光纤, 国内市场占有率 25% 以上。

2015 年公司光棒产能已达到 1210 吨, 2016 年上半年, 公司投入 5 亿元设立全资子公司亨通光导, 计划继续通过技改扩产 300 吨, 规划 2017 年实现光棒产能 1500 吨。公司扩产计划推进顺利, 2016 年已经实现产能 1378 吨, 我们预计 2017 年能够实现规划目标。公司目前光棒自给率基本达到 100%, 还具备剩余产能向关联企业、战略合作企业输出光棒, 掌握产业链核心环节。

二、光纤业务：世界一流的纤维拉丝设备及光纤测试设备

公司能制造出国际先进水平的光纤产品，可满足光纤通信骨干网、城域网和接入网所需的各类高质量单模光纤（含 ITU-G.652 全部光纤系列）。所生产的单模光纤光学性能优异，而且在抗环境老化、抗氢损、抗宏弯、微弯以及 PMD 稳定性等方面具有突出优势。公司目前各类光纤的年产能已经超过 5000 万芯公里，位居全球第二。

图表 9：亨通光电单模光纤（新产品）系列产品特点

产品系列	产品代表	产品图片	产品特点	应用场景
陆地骨干网	G.654.E 低损耗大有效面积单模光纤		采用自主知识产权的 CCVD 工艺制造；110 μm^2 和 130 μm^2 两种有效面积规格；与现网光纤具备良好兼容特性；低非线性效应，传输距离提升 50% 以上；减少中继，降低了组网和运维费用	B100G 及 400Gbit/s 高速光纤通信系统；长跨距、高速率、密集波分复用网络；大容量长距离陆地干线
海洋光网	ULL-G.652.D 超低损耗单模光纤		完全消除 1383nm 水峰，实现 1260nm ~ 1625nm 全波长传输；衰减系数 1550nm \leq 0.180dB/km，1310nm \leq 0.320dB/km，1383nm \leq 0.300dB/km；精确的 MFD 特性，保障低熔接损耗与良好兼容性；满足更大带宽、更高速率、更长距离传输的要求。	B100G 高速长途长跨距骨干网；海底大容量长距离光网；大带宽城域网；适用于各类光缆结构
城域网	Mini-200 小尺寸 200 μm 单模光纤		外径尺寸变小，性能指标更优；横截面积减少 30% 以上，提高光缆布放密度 36% 以上；良好的柔性与弯曲损耗特性；与 G.652.D/G.657.A2 单模光纤良好的兼容性	高密度城域网；气吹微缆；管网光缆布放
接入网	LL-G.657.A2 接入网用低损耗弯曲不敏感单模光纤		低损耗技术+弯曲不敏感；衰减系数 1550nm \leq 0.185dB/km，1310nm \leq 0.330dB/km；优化 7.5mm 半径弯曲损耗，高于国际标准品质；优化的 MFD 与精确的几何特性；与 G.652.D 单模光纤具备良好的兼容性	千兆宽带 Ft 场景；隐形光缆等家庭应用场景；其他对弯曲半径有特殊要求的场合；适用于各种结构的光缆中
传感光纤	耐高温 150 $^{\circ}\text{C}$ 单模光纤		长时间高温（150 $^{\circ}\text{C}$ ）工作稳定；提供 200 μm /245 μm 两种外径尺寸，单层或者双层涂覆结构；与普通单模光纤能够完全兼容，并保持一致的操作便捷性	油气田/井下；拖曳光缆、医疗检测；分布式温度传感系统、光纤传感器；航天/军工

资料来源：公司官网，东吴证券研究所整理

三、光缆业务：特别开发水线光缆与海底光缆

公司具备棒-纤-缆一体化生产能力，其中光缆产品全面覆盖层绞式光缆、中心束管式光缆、光纤带光缆、室内光缆、电力光缆、海底光缆等。

随着光缆应用范围的不断扩大，公司特别开发了适合于海边、浅水、排水管道用水线光缆，为传统光缆业务进行了扩展。

近日中国移动公布 2016 年度普通光缆第二批次集采结果，亨通光电位列第三，中标份额 12.43%，中标数量超过 840 万芯公里。中标厂家中的南方通信、西安西古、宏安集团均与亨通签署光棒采购协议并建立紧密合作关系，将这些公司份额加总，与亨通相关的中标份额超过 20%。

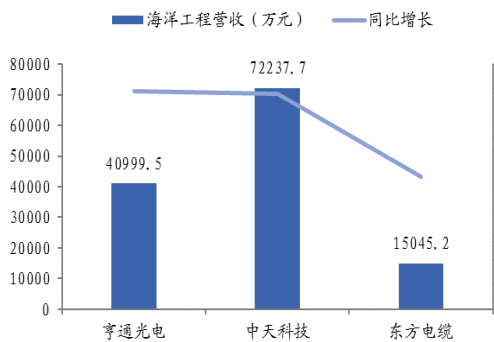
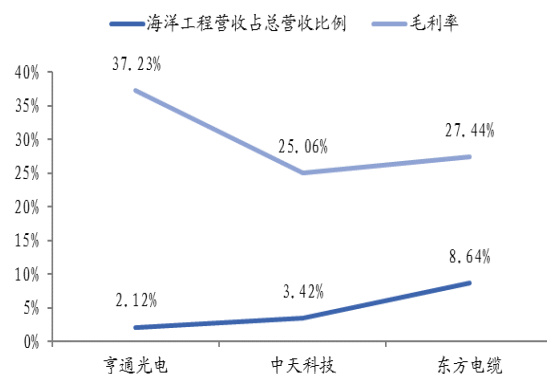
我们认为，公司光纤光缆及相关产品保持较稳定的增长速度，产品毛利保持较快增长速度，毛利率也持续走高，2016 年相关产品毛利率接近 25%。2016 年运营商光纤集采价格、数量同比大幅提升，对公司 2017 年业绩将产生积极影响。总体而言，公司在光棒、光纤、光缆、特种光缆、光器件等产品的研发和生产上，拥有产能优势和供货交付能力，是全球具备棒—纤—缆—ODN 纵向一体化生产能力的龙头。

3. 制定庞大新兴产业计划，新兴业务厚积薄发

公司发展深度受益于光通信，但又不仅仅满足于光通信，因此制定了庞大的新兴产业发展计划。海洋工程、量子通信、新能源汽车业务与大数据蓄势齐发，为公司未来布局提供战略支撑。海洋工程方面，公司已经跻身国内外一流海缆供应商，近 4 个月公司接连中标国内海缆重要工程项目总价值接近 4.5 亿。量子通信方面与多家单位实现联合研发，承建江苏省宁苏量子干线建设工程项目，在顶尖通信技术领域实现成功卡位，具有广阔的发展潜力。新能源汽车业务和大数据业务，已经进入业务起步期，具有可观的发展空间。公司有望在多个新兴产业线的布局逐渐进入收获期，为业绩带来更多增长点。

3.1. 海洋工程

中国“一带一路”、海洋战略的深入实施，以及全球宽带提速、海底光缆系统的扩容，给海底光缆市场带来了广阔的发展空间。总长 1200 多公里的马尔代夫海底光缆成为中国企业在海外交付最长的海底光缆项目，其中单根海缆长度达 312 公里，创造了世界纪录。国家即将启动海洋立体观测网重大工程、建设 10-20 个海洋经济示范区。我们预测 2017-2018 年国内海底光缆市场年规模有望快速增长到 20 亿左右。相关公司海底光缆业务贡献的比例也将快速提升，逐步成为拉动相关公司业绩增长的重要来源。

图表 10: 2016 年三家公司海洋工程营收及增速对比

图表 11: 2016 年三家公司海洋工程营收占总营收比例与产品毛利率


资料来源: Wind, 东吴证券研究所整理

资料来源: Wind, 东吴证券研究所整理

与中天科技、东方电缆的海洋业务对比, 2016 年亨通光电的海洋工程营收达 4 亿, 占总营收的比例虽然并不高, 但相关产品毛利率高达 37.23%, 说明公司的海洋工程系列产品具有较强的竞争力。

图表 12: 子公司亨通高压近年海缆业务中标情况

公告日期	项目	业务类型	项目金额 (亿元)	执行期
2017/3/21	国家电网公司 2017 年浙江舟山 500kV 联网输变电工程海底电缆招标采购	海缆	1.658	亨通高压 2018 年上半年交付
2017/1/3	龙源江苏大丰(H12)200MW 海上风电项目 35kV 海底光电复合电缆及附件采购招标	海缆	0.97	亨通高压 2017 年交付
2016/12/29	龙源江苏大丰(H12)200MW 海上风电项目 220kV 交联聚乙烯交流海底电缆采购招标	海缆	1.815	亨通高压 2017 年交付
2015/12/14	上海临港海上风电二期项目 35kV 光纤复合海底电缆、电力电缆和光缆供货及技术服务项目	海缆	1.2247	亨通高压 2016 年上半年交付

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

亨通海缆业务优势在于:

1、本次定增资金将首先投入到以海底光电复合缆业务为代表的新兴业务领域, 海底光电复合缆扩能项目投资总额约为 9.02 亿, 募集资金投资额约为 7.72 亿, 在所有募投项目中资金投入最大, 占募投资金总额的 25.62%。这将为公司的海缆产品研发、业务拓展注入很大的推动力。

2、公司产线技术水平高, 产能强大。从 2016 年底开始, 公司海缆业务频中标, 中标金额近 4.5 亿元, 成为国内海缆业务发展最快的公司之一。

3、相关认证多而且持续扩充。公司全资子公司江苏亨通海洋的有中继海底光缆和无中继海底光缆均通过环球海缆接头联盟 (UJC) 认证,

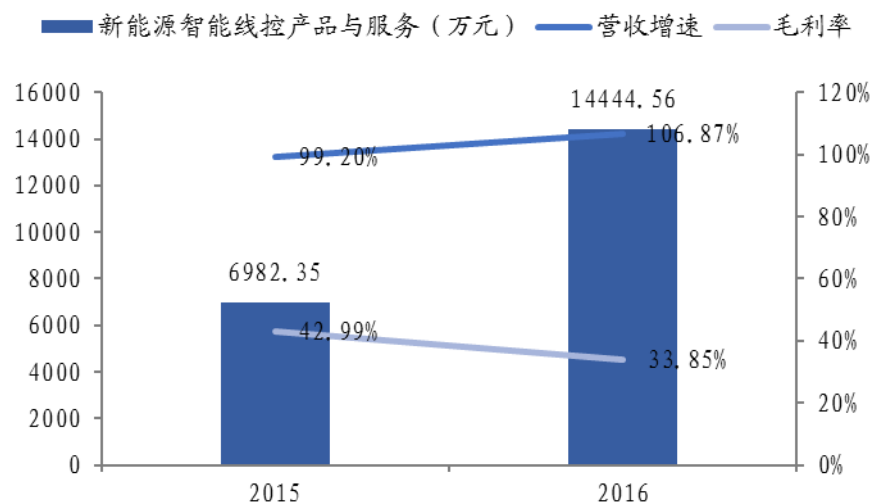
取得全系列认证证书，使得亨通海洋成为国内获 UJC 证书组合最多、认证缆型最多的海缆制造商之一。

4、海缆业务可扩展性强。投资设立上海亨通海洋装备有限公司，近期以海底观测网为核心，推动智能化海洋立体观测网产业化，远期致力于打造集水下观测网的硬件研发生产、软件开发、工程施工、数据采集、系统集成及大数据服务为一体的海洋光网产业链。

3.2. 新能源汽车

公司凭借高压线缆制造技术优势强势发力新能源汽车产业，并通过定增并购等方式向产业链上下游延伸，形成线缆制造、智能线控系统集成、充电设备制造和运营等全产业链布局。公司的高压线束产品“新能源汽车用主电路电力传输屏蔽电缆”成功通过了德国 TUV 产品认证，并于 2016 年 7 月 5 日获得德国 TUV 集团颁发的 TUV 认证证书。2016 年，公司新能源汽车线控产品向比亚迪、巴斯巴、长江汽车供货，公司新能源汽车高压线全年出货量在国内排名第一。德国 TUV 集团颁发的 TUV 认证证书肯定了公司在新能源汽车用线缆的技术优势，并有望打开欧洲市场。

图表 13: 2015-2016 年公司新能源智能线控产品营收、增速与毛利率



资料来源：Wind，东吴证券研究所

新能源汽车智能线控产品与服务板块主要包括新能源汽车用线缆等产品与充电运营服务，2016 年公司该项业务收入同比增长 106.87%，毛利为 4,889 万元，较 2015 年增加 62.87%，成为公司增长最强劲的板块之一。目前公司还在大力扩展新能源汽车产业线。面对中国新能源汽车市场的有力需求，新能源汽车线控产品将成为公司下一个增长点。

3.3. 量子通信

公司瞄准量子通信行业利好，于 2016 年布局量子通信业务。2016 年 6 月，公司与北京邮电大学共建“北邮-亨通量子光子学与凝聚态联合实验室”。北京邮电大学申请的“晶体电子态系中能级弥散及分数维度效应的理论与实验研究”获得国家自然科学基金立项。**2017 年初，公司承担了宁苏通沪量子通信干线建设，并与中国联通电信网络研究院合作**

在现网开展量子通信在网测试，是A股上市公司中第一家承担量子通信干线建设的企业。

2017年4月，公司与世纪互联共同建设量子数据中心和智慧社区；双方聚焦大数据网络平台建设、运营与安全保密，共同构建智慧城市的数据中心节点，打造中国领先的智慧城市量子安全保密数据中心与大数据基础设施服务运营平台。借助世纪互联在全国骨干网数据中心建设、管理、运营和CND内容方面的优势，公司在量子通信领域的业务发展有望实现进一步突破。

4. 公司战略转型推动加速发展

在光通信主业处于量价齐升红利之下，公司积极推动战略发展的进一步转型，为公司长期发展注入前进动力。

1. 创新创造转型方面，公司超低损耗光纤中标国家工业强基工程；新能源汽车高压线获得德国TUV认证；海缆项目获得国开基金注资，500kV超高压大截面海底电缆测试成功，并在2017年成功中标国网海底输电工程项目；公司还获得国际海缆UQJ、UJ认证全系列证书，是国际上为数不多的能够参与国际海缆项目投标的企业之一。

2. 向系统集成转型方面，系统集成业务已占公司总收入的10.47%，已成为公司收入的重要组成部分。

3. 向运营服务平台转型方面，公司在西安拥有覆盖100多个小区、30万家庭的城域网、驻地网，已为67家政企用户、11640户居民提供智慧社区服务；大数据业务已为中国城市和小城镇改革发展中心、上海迪士尼乐园提供大数据服务；大数据挖掘和支持平台搭建成效显著，开始提供试运营服务，向运营服务转型起步良好。

4. 向国际化转型方面，公司业务已覆盖全球130个国家和地区，初步实现“一带一路”沿线的产业布局。公司在西班牙、葡萄牙、南非、巴西、印尼等地建立了生产研发基地，与公司34个海外营销技术服务分公司相呼应，及时响应国际业务需求，形成了立足国内、面向世界、沿着一带一路走出去的产业布局。2015年公司在海外并购了印尼Voksel、南非Aberdare、西班牙Cablescom、葡萄牙Alcobre等公司，并于2016年先后完成股权交割；2016年巴西工厂建成投产，向里约奥运供应光缆用于场馆通讯建设。2016年经过融合，最早实现交割的印尼Voksel公司净利润同比增长26倍。2016年公司海外业务同比增长111.29%，海外业务已成为公司重要的市场组成部分。同时，公司密切跟踪新技术、新产业，持续加大资本投入，将进一步打开公司未来业绩的可持续增长空间。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 关键假设

1、未来2-3年光纤光缆行业需求保持旺盛，需求驱动因素包括：宽带中国国家战略继续实施，工信部对运营商持续督导推进提速降费，并继续鼓励光网络建设；广电接力网络投资，按照规划推动全国互联互通网络建设；三大运营商为5G提前储备传输容量，提前对基站回传网络和传输网络进行投资；一带一路网络建设输出。因此，未来光通信行业景

气度获得较好支撑。

2、中移动本次光缆招标按规划使用，到年底使用完。中移动明年一季度继续开展下一批次光缆招标。

3、国家对美国和日本的光纤预制棒继续开展反倾销措施，国内光棒供应持续紧张。

4、本次移动实际中标份额与预设份额发生较大偏差，体现当前市场光棒、光纤产能高度紧张，和各主要厂家以产定销的局面。假定国内产能扩张还需要建设周期和生产爬坡过程，产能释放还需要较长时间。

5、公司海洋工程、量子通信、新能源汽车、网络安全与大数据等新兴业务发展顺利。

6、暂不考虑公司非公开发行的影响。

5.2. 盈利预测

基于假设，我们对公司各主要业务线条发展情况进行预测，对未来盈利情况进行估计：光纤光缆产品量价齐升，对公司营收和毛利率改善会起到明显的作用。预计 2017 年毛利率达到 43%，2018-2019 年将保持较高的毛利率水平；通信网设计实施业务整体发展稳定，预计毛利率和 2016 年持平；海缆产品因募投项目实施及市场前景利好，将在未来几年显著增长，预计毛利率也会处于较高水平，维持在 40% 左右。由于数据流量爆发及网络安全业务发展空间广阔，预计 2017-2019 年公司网络安全与大数据业务仍然会保持相当高的毛利率，高达 70% 以上。电缆、其他线缆业务保持较稳定的低增长水平。

我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 229.79 亿 (+19.0%)、273.92 亿 (+19.2%)、320.23 亿 (+16.9%)，归母净利润分别为 21.35 亿 (+62.2%)、28.18 亿 (+32.0%)、33.84 亿 (+20.1%)，在不考虑近期获批非公开发行情况下，对应 EPS 分别为 1.72 元、2.27 元、2.73 元。

图表 14: 公司各主要业务板块盈利预测

产品线	项目	2016	2017E	2018E	2019E
光纤光缆	营收 (百万)	5981.70	8374.38	10886.69	13608.37
	毛利率	38%	43%	42%	41%
通信网设计实施	营收 (百万)	1746.20	2095.47	2409.68	2650.67
	毛利率	18%	18%	18%	17%
海缆	营收 (百万)	410.00	738.00	1107.00	1439.10
	毛利率	40%	39%	39%	39%
网络安全大数据	营收 (百万)	90.00	135.00	189.00	245.70
	毛利率	79%	76%	73%	70%
电缆、其他线缆	营收 (百万)	11045.00	11597.25	12756.98	14032.67
	毛利率	10%	11%	12%	12%
其他	营收 (百万)	35.00	38.50	42.35	46.59
	毛利率	30%	30%	30%	30%
总和	营收 (百万)	19307.90	22978.6	27391.70	32023.10
总 EPS (元)		1.06	1.72	2.27	2.73

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

5.3. 投资建议

整体行业估值在 15-25 倍区间。亨通光电作为行业龙头，享受一定的估值溢价，原因在于一方面它依靠强势的光棒光纤产能，业绩增速显著快于行业平均水平，PEG 水平相对很低；另一方面在于公司在海缆、量子通信等新技术领域有充分布局，未来增长潜力较大。综合考虑，我们认为亨通光电今年合理估值在 18-22 倍。在不考虑近期获批非公开发行情况下，预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 1.72 元、2.27 元、2.73 元；考虑增发后公司基准股本约为 154,267 万股，对增发股本摊薄后的 EPS 进行静态测算，预计 2017-2019 年的 EPS 为 1.38 元、1.83 元、2.19 元；公司股价对应 PE 15/11/9 X。与 A 股市场可比公司进行比较，如下表。

图表 15：增发股本摊薄后的可比公司估值

公司	总市值 (百万元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			15A	16A	17E	15A	16A	17E	
中天科技	33604	10.96	0.33	0.52	0.75	33.21	21.08	14.61	2.02
通鼎互联	16099	12.76	0.17	0.45	0.68	75.06	28.36	18.76	3.92
特发信息	6351	10.13	0.18	0.37	0.49	56.28	27.38	20.67	3.56
永鼎股份	7286	7.71	0.21	0.31	0.37	36.71	24.87	20.96	2.82

资料来源：东吴证券研究所

我们认为，公司在国内光纤光缆行业属于龙头企业，估值相对最低，业绩增速较快，未来具备十分可观的成长空间，给予“买入”评级。

6. 风险提示

公司未来面临风险主要包括：

1. 光纤光缆景气度不及预期；
2. 海外业务拓展不及预期，部分业务受“一带一路”政策影响较大，或有政策风险；
3. 部分新业务推进不及预期，例如量子通信、新能源技术产品研发不及预期的风险。

亨通光电盈利预测与估值摘要表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	13440.9	15968.1	18878.5	21856.3	营业收入	19307.9	22978.6	27391.7	32023.1
现金	3104.5	3400.0	4000.0	4500.0	营业成本	15233.6	17322.8	20272.4	23562.0
应收款项	5484.2	6673.2	7954.9	9299.8	营业税金及附加	136.7	160.8	191.7	224.2
存货	3933.7	4746.0	5554.1	6455.3	营业费用	794.4	919.1	1040.9	1184.9
其他	918.6	1148.9	1369.6	1601.2	管理费用	1446.4	1629.2	1882.7	2164.9
非流动资产	6293.4	7278.7	8240.3	8957.9	财务费用	347.7	304.4	381.5	451.3
长期股权投资	885.9	1298.2	1710.5	1710.5	投资净收益	271.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	3763.3	4357.0	4926.4	5663.3	其他	-47.8	20.7	20.0	19.4
无形资产	622.0	601.3	581.3	561.9	营业利润	1572.9	2662.9	3642.6	4455.2
其他	1022.2	1022.2	1022.2	1022.2	营业外净收支	216.7	400.0	400.0	400.0
资产总计	19734.3	23246.8	27118.8	30814.2	利润总额	1789.5	3062.9	4042.6	4855.2
流动负债	10552.2	12525.0	14610.3	16654.9	所得税费用	266.4	459.4	606.4	728.3
短期借款	4623.6	6665.6	7757.5	8693.7	少数股东损益	206.7	468.6	618.5	742.9
应付账款	3746.4	4271.4	4998.7	5809.8	归属母公司净利润	1316.4	2134.82	2817.66	3384.10
其他	2182.2	1588.0	1854.1	2151.4	EBIT	1750.5	2967.3	4024.1	4906.5
非流动负债	2393.5	2393.5	2393.5	2393.5	EBITDA	2175.3	3371.5	4478.2	5418.9
长期借款	673.0	673.0	673.0	673.0					
其他	1720.5	1720.5	1720.5	1720.5	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	12945.7	14918.6	17003.8	19048.4	每股收益(元)	1.06	1.72	2.27	2.73
少数股东权益	939.4	1126.9	1374.3	1671.4	每股净资产(元)	4.71	5.80	7.04	8.13
归属母公司股东权益	5849.1	7201.4	8740.7	10094.4	发行在外股份(百万股)	1241.3	1241.3	1241.3	1241.3
负债和股东权益总计	19734.3	23246.8	27118.8	30814.2	ROIC(%)	13.0%	17.7%	20.0%	21.3%
					ROE(%)	22.5%	29.6%	32.2%	33.5%
					毛利率(%)	20.4%	23.9%	25.3%	25.7%
					EBIT Margin(%)	9.1%	12.9%	14.7%	15.3%
					销售净利率(%)	6.8%	9.3%	10.3%	10.6%
					资产负债率(%)	65.6%	64.2%	62.7%	61.8%
					收入增长率(%)	41.7%	19.0%	19.2%	16.9%
					净利润增长率(%)	129.8%	62.2%	32.0%	20.1%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

