

研究所
证券分析师：马金良 S0350510120001
联系人：梁铮
0755-83707451 liangz02@ghzq.com.cn

因退而进 价值凸显

——亨通光电投资机会点评



事件：

中国联通和中国电信光纤化投资初定：

中国联通和中国电信 2012 年在宽带投资方面的规划主要是完成宽带光纤化，即光纤到户（FTTH），拉动了光纤需求强劲增长。同时中国联通的基站建设规模翻倍，其传输投资也领传输光缆需求翻倍。亨通光电（600487）直接受益于中国联通和中国电信的光纤需求大幅增长。

公司概况与投资逻辑：

■ 亨通光电的收入构成：

江苏亨通光电股份有限公司主要从事光纤光缆的生产与销售，成为拥有光通信、通信电缆、电力电缆为一体、产品系列齐全的综合性线缆公司。其产品主要包括光纤光缆、电力电缆、特种通信电缆、光纤预制棒等。公司的光纤光缆产品直销给中国移动、中国联通、中国电信等电信运营商和广电系统的客户，电力电缆直销给电网公司等客户。

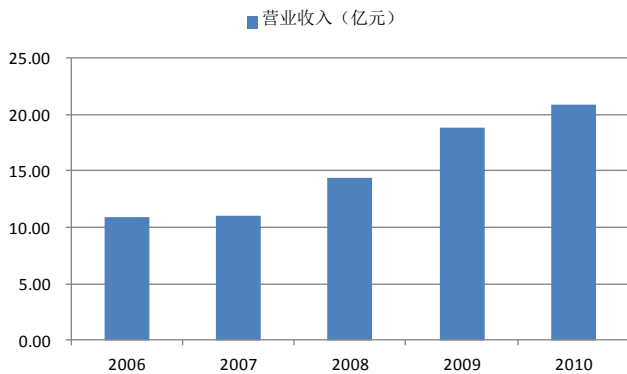
■ 亨通光电近 5 年的收入与利润增长情况：

公司在过去 5 年实现了营业收入的稳步增长，但是受到光纤价格不断下降的影响，公司的整体毛利率水平不断降低。公司通过与日本古河电工的联姻，收购古河电工（西安）光通信有限公司 49% 的股权，此举将对亨通光电的光通信产业产生积极的影响。

1、公司作为国内目前光纤预制棒自给率较高的企业，不但降低了光纤生产的成本，同时在今后的竞争中具备了进一步降价的空间以提升市场份额；

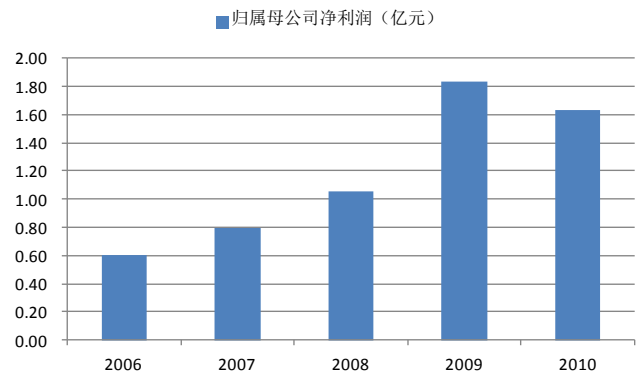
2、在国内人工成本大大上升的大环境下，产业基地向西部转移乃大势所趋，不但完成了西部本地化扩张，同时还降低了劳动力成本，节省了运输成本。完成了全国布局，加快了国际化进程。

图 1、亨通光电近 5 年收入增长情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、亨通光电近 5 年净利润增长情况

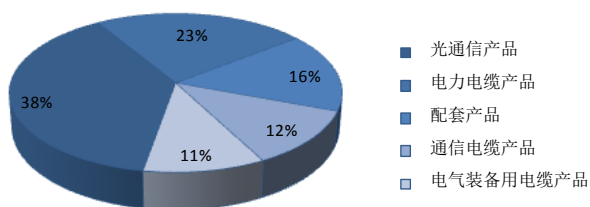


资料来源：WIND、国海证券研究所

■ 亨通光电分产品一览:

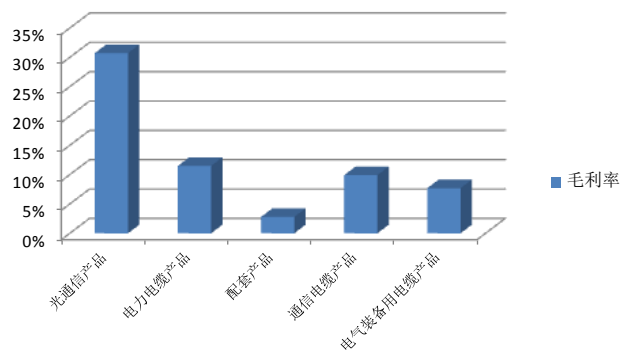
从收入构成来看，公司以光纤光缆为根基，辅以光通信产品、电力电缆产品、配套产品、通信电缆和电器装备电缆；从毛利率水平来看，光纤光缆和光通信产品的毛利率水平最高；故公司的景气度直接受通信行业影响，特别是电信运营商光网络建设的采购对其营收起着决定性作用。

图 3、亨通光电营业收入构成



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、亨通光电各产品毛利率水平



资料来源：WIND、国海证券研究所

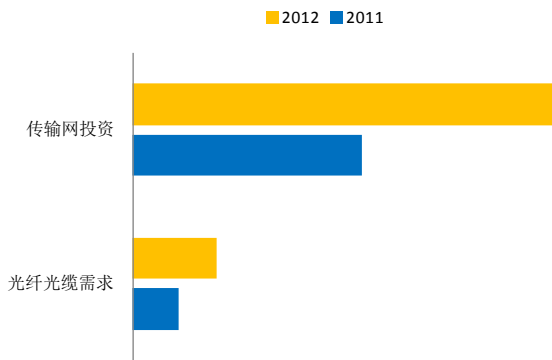
■ 2012 年电信运营商光网络建设成为亨通光电业绩增长的强劲引擎:

从传输网建设来看，中国联通的移动基站建设投资比 2011 年增加了近一倍，也带动传输网投资大幅增加，直接拉动了光纤光缆的需求强劲增长。

从宽带光纤化建设来看，中国电信和中国联通均承诺了 2012 年在全国主要城市实行宽带免费提速，落实光纤到户 (FTTH) 工作。光纤入户直接刺激了光缆需求 (特别是入户软光缆) 需求强劲增长。

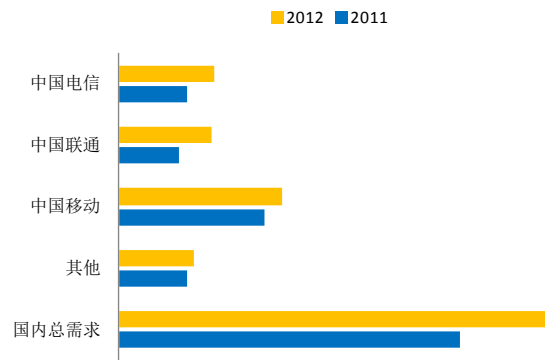
经测算，2012 年国内光纤总需求比 2011 年增长 24.7%，国内光纤产能过剩的情况得到了有效解决。

图 5、中国联通传输网建设投资（亿元）



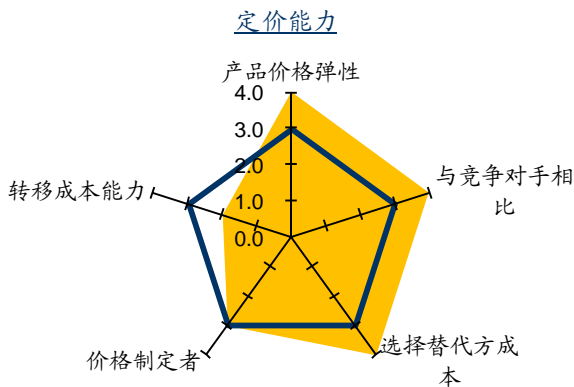
资料来源：国海证券研究所

图 6、2012 年光纤总需求增长（万纤芯公里）



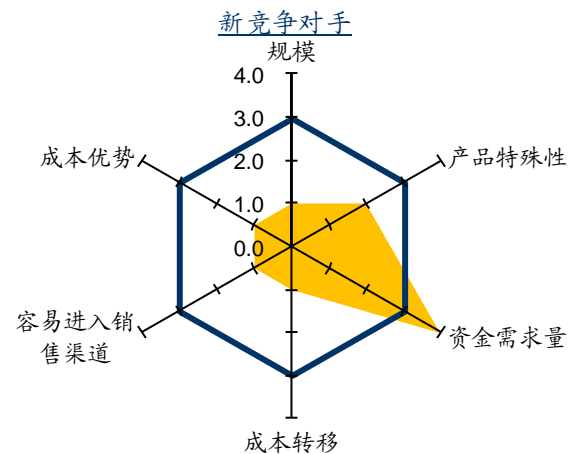
资料来源：国海证券研究所

图 7、亨通光电定价能力分析



资料来源：国海证券研究所

图 8、竞争对手的进入门槛分析



资料来源：国海证券研究所

■ 市场普遍担心的问题:

市场普遍担心光纤光缆价格持续下降，会不断压低公司的毛利率水平。随着光纤光缆行业的激烈竞争，光纤光缆价格在 2012 年仍然会继续下行，我们预计，在 2012 年，光纤价格仍会下降 10%左右。

但是，随着公司光纤预制棒产能的提升，假设从 2011 年的 300 吨提升到 500 吨左右，经测算，能够抵消光纤光缆价格下降 3%-4%的影响，对公司的业绩形成一定的支撑。

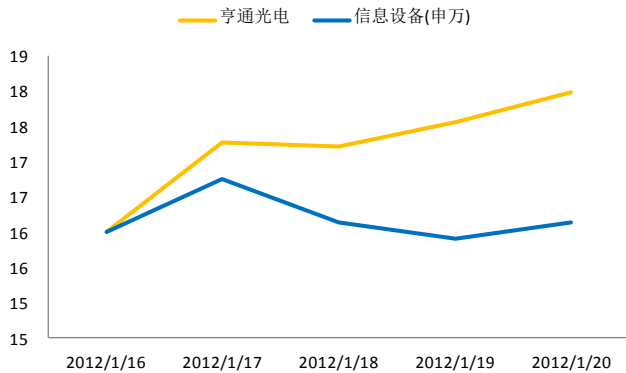
我们的投资逻辑在于，公司的股价已经跌到了足够低的价值区间，已过度反映了市场对光纤行业的悲观预期。但我们认为亨通光电并不像人们想象的那样悲观，原因如下：

- 1、虽然光纤价格在未来还有进一步下滑的空间，但是下滑速度会逐步放缓并趋于平稳；
- 2、公司的光纤预制棒产能释放后，能部分抵消光纤价格下滑的影响；

3、亨通光电作为国内光棒自给率比较高的公司，有望在未来获得更多的市场份额；

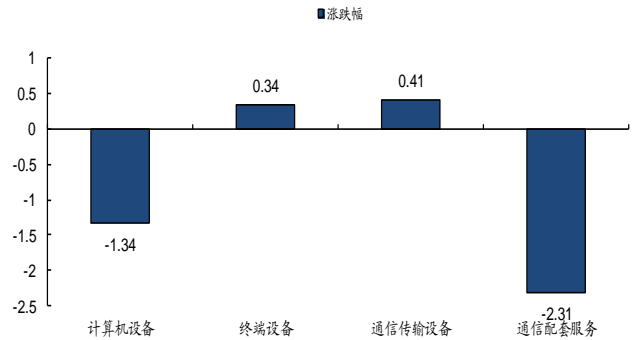
4、国内电信运营商的光网络建设从根本上支撑了光纤行业未来需求的强劲增长，也使得国内光纤行业产能过剩的局面得到改观。

图 9、本周市场表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 10、本周行业表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 11、亨通光电过去 1 年的表现



资料来源：WIND、国海证券研究所

■ 盈利预测：

我们预计 2011-2013 年的 EPS 为 1.23 元、1.50 元和 1.67 元，对应的 PE 为 14.56 倍、11.96 倍和 10.74 倍，公司股价已处于投资价值区间，给予“买入”评级。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	2085	5908	7108	7819
增长率 (%)	10%	183%	20%	10%
净利润 (百万元)	163	256	311	347
增长率 (%)	-11%	57%	22%	11%
摊薄每股收益 (元)	0.98	1.23	1.50	1.67
ROE (%)	10.11%	10.78%	12.00%	12.21%

表 1、亨通光电盈利预测

证券代码:	600487.sh				股票价格:	17.98	投资评级:	买入		日期:	2012/1/30
财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	每股指标与估值	2010	2011E	2012E	2013E		
盈利能力					每股指标						
ROE	10%	11%	12%	12%	EPS	0.98	1.23	1.50	1.67		
毛利率	29%	18%	17%	17%	BVPS	8.50	10.25	11.01	11.85		
期间费率	18%	19%	12%	12%	估值						
销售净利率	8%	4%	4%	4%	P/E	18.35	14.56	11.96	10.74		
成长能力					P/B	2.11	1.75	1.63	1.52		
收入增长率	10%	183%	20%	10%	P/S	1.43	0.63	0.52	0.48		
利润增长率	-11%	57%	22%	11%							
营运能力					利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E		
总资产周转率	0.59	0.80	0.90	0.94	营业收入	2085	5908	7108	7819		
应收账款周转率	3.24	3.24	3.24	3.24	营业成本	1479	4870	5897	6520		
存货周转率	1.88	2.73	2.73	2.73	营业税金及附加	6	16	20	22		
偿债能力					销售费用	118	240	278	296		
资产负债率	54%	68%	67%	66%	管理费用	216	343	402	427		
流动比	1.36	1.10	1.14	1.20	财务费用	42	156	163	166		
速动比	0.86	0.70	0.69	0.71	其他费用/(-收入)	(6)	3	3	3		
					营业利润	217	286	351	390		
资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	营业外净收支	17	77	91	102		
现金及现金等价物	510	779	390	297	利润总额	233	363	442	492		
应收款项	644	1825	2195	2415	所得税费用	37	54	66	74		
存货净额	786	1792	2170	2399	净利润	196	309	376	418		
其他流动资产	211	597	719	791	少数股东损益	34	53	64	72		
流动资产合计	2151	4994	5475	5902	归属于母公司净利润	163	256	311	347		
固定资产	770	1043	1069	1082							
在建工程	295	895	885	885	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E		
无形资产及其他	167	267	250	223	经营活动现金流	100	(2426)	(527)	(37)		
长期股权投资	110	200	200	200	净利润	196	309	376	418		
资产总计	3510	7416	7896	8310	少数股东权益	34	53	64	72		
短期借款	725	3392	3392	3392	折旧摊销	83	94	131	132		
应付款项	710	1007	1219	1348	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	67	77	92	101	营运资金变动	(213)	(2881)	(1098)	(659)		
其他流动负债	78	78	78	78	投资活动现金流	(557)	(963)	(16)	(13)		
流动负债合计	1580	4554	4782	4920	资本支出	(326)	(873)	(16)	(13)		
长期借款及应付债券	215	385	415	445	长期投资	0	(90)	0	0		
其他长期负债	105	105	105	105	其他	(231)	0	0	0		
长期负债合计	320	490	520	550	筹资活动现金流	726	3291	(124)	(142)		
负债合计	1901	5044	5302	5470	债务融资	330	2837	30	30		
股本	166	207	207	207	权益融资	0	581	0	0		
股东权益	1610	2372	2594	2840	其它	396	(127)	(154)	(172)		
负债和股东权益总计	3510	7417	7896	8310	现金净增加额	269	(98)	(667)	(192)		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

马金良，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。