

亨通光电 (600487)

增持/首次评级

股价: RMB23.33

分析师

康志毅

SAC 执业证书编号:s1000511090007

(010)6808 5588-643

kangzhiyi@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孔晓明

(021)6849 8629

kongxm@mail.htlhsc.com.cn

姜晓山

(021)6849 8606

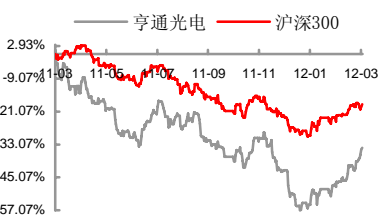
jiangxiaoshan@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	207
流通 A 股(百万股)	207
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	4,831

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利能力出色, 短期受制

——亨通光电 (600487) 深度报告

- 打造线缆旗舰, 具备一体化先发优势。**亨通光电是我国五大光纤光缆生产企业之一, 常年保持 15% 的市场份额。2011 年初, 亨通集团将电力电缆、通信电缆业务注入, 完成了整体上市。上市公司又向 ODN 以及海缆、数据线、中高压电缆、装备缆等产品线扩展, 打造线缆旗舰。公司以光线缆为根本, 始终把握市场动向, 光缆-光纤-预制棒的一体化先发优势突出。
- 盈利能力出色, 保持领先地位。**无论是产品毛利率、净利润率, 公司相应指标都极为出色, 不逊色于其他竞争对手。而较强的盈利能力又不易被改变。亨通光电掌握主流的 VAD+RIC 预制棒生产工艺, 且该项目为公司独资项目, 可享受丰厚的利润回报, 盈利能力有望保持领先。2012 年公司自制预制棒有望达到 350 吨, 可满足 80% 的大棒拉丝需求, 进一步减少外采比例, 贡献净利润约为 4500 万元。
- 海外扩张和产品线扩充战略开启。**(1) 海外光纤光缆市场空间广阔, 市场规模与国内相当。公司产品已具备出口优势, 2005 年开始布局海外发展中国家市场, 目前海外收入占比已经达到 6%。公司制定的 5-3-1 海外远期目标也有望实现。(2) 制定扩充产品线战略, 提高附加值: 进入装备缆、高压电缆、海缆、ODN 领域, 开拓新增长点。
- 短期受制于增发被否事件。**2011 年 11 月底增发项目被证监会否决, 对公司产生一定影响:(1) 承担较高的利息支出。2011 年前三季度, 亨通光电财务费用增加 1 亿元, 其中的 60%-70% 是由于借款增加所致。(2) 项目进度放缓。公司计划对项目减少投入金额, 或仅先完成一期投入。
- 投资建议。**预计公司 2011-2013 年摊薄每股收益分别为 1.21 元、1.46 元、1.74 元, 对应动态市盈率分别为 17x、14x、12x。公司预制棒项目已具先发优势, 虽然短期受制于增发被否事件, 将在一段时间内承担较高的利息支出, 但估值水平也具有优势。随着光通信主题投资的进一步升华, 估值水平有望回升到行业均值, 因此首次给予公司“增持”的投资评级。
- 风险提示。**(1) 运营商、电网投入低于预期。(2) 原材料价格波动。(3) 预制棒价格下降。(4) 增发事件的后续影响。(5) 低价竞争愈演愈烈。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2085.1	6321.0	7348.0	8436.0
(+/-%)	10.5	203.2	16.2	14.8
归属母公司净利润(百万元)	162.7	251.0	302.0	360.0
(+/-%)	-11.5	54.2	20.3	19.2
EPS(元)	0.79	1.21	1.46	1.74
P/E(倍)	29.7	17.4	14.4	12.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

一、打造线缆旗舰，具备一体化先发优势	4
1、整体上市，保持领先	4
2、业绩向好趋势初步确立	5
二、盈利能力出色，预制棒产能领先	6
1、光纤光缆需求不减，竞争有所缓解	6
2、TOP5 份额趋于集中，亨通盈利能力出色	7
3、掌握主流预制棒技术——VAD+RIC	9
4、预制棒产能领先，独资享全部收益	10
二、海外扩张和产品线扩充战略开启	11
1、布局海外发展中国家市场	11
2、练内功，扩充高附加值的产品线	13
三、短期受制于增发被否事件	15
四、盈利预测与估值讨论	16
1、营业收入预测	16
2、分业务毛利率预测	16
3、估值讨论	17
风险提示	18

图表目录

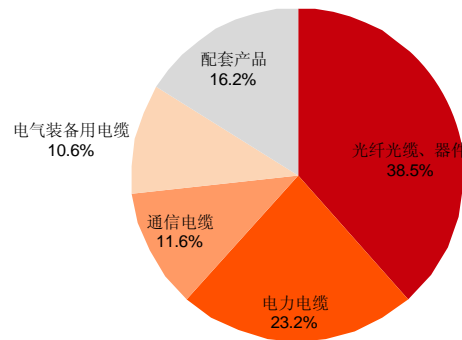
图 1:	2011 年半年报亨通光电收入结构	4
图 2:	亨通光电集团产品线分类	4
图 3:	亨通光电光纤预制棒产量及自给率	5
图 4:	1Q2010-3Q2011 各大光纤光缆厂商单季度净利润增速	5
图 5:	2008-2012 年国内光纤需求量及增速	6
图 6:	2012 年国内光纤分行业需求结构	6
图 7:	国内主要光纤厂商产能情况	6
图 8:	2001-2012 年光纤集采价格变化趋势及预测	6
图 9:	2006-2010 年光纤光缆厂商市场份额	7
图 10:	2005-1H2011 光纤光缆厂商的光纤光缆产品毛利率	7
图 11:	亨通光电、武汉长飞净利润率对比	8
图 12:	亨通光电生产线区域分布	8
图 13:	光纤预制棒二步法制造工艺	9
图 14:	全球预制棒芯棒制造工艺份额	10
图 15:	全球预制棒外包层制造工艺份额	10
图 16:	亨通光电 VAD+RIC 法预制棒成本分解	11
图 17:	亨通光电预制棒自制与外采量数量	11
图 18:	2008-2010 年中国及全球其他地区光纤光缆需求量	12
图 19:	2005-1H2011 亨通光电出口金额及增速	12
图 20:	我国铁路机车销量预测	13
图 21:	亨通宏普光纤到户解决方案产品示意图	14
图 22:	亨通光电长短期借款金额	15
图 23:	亨通光电资产负债率	15
表格 1:	VAD+RIC 预制棒制造工艺	10
表格 2:	国内厂商预制棒技术、产能对比	11
表格 3:	我国风电、核电十年装机容量规划	13
表格 4:	亨通光电非公开发行项目变更实施 (万元)	15
表格 5:	亨通光电分业务收入预测	16
表格 6:	亨通光电分业务毛利率预测	17
表格 7:	相关 A 股上市公司估值水平表	17

一、打造线缆旗舰，具备一体化先发优势

1、整体上市，保持领先

完成整体上市。亨通光电是我国五大光纤光缆生产企业之一，与武汉长飞、烽火通信、中天科技、富通集团一起掌握着国内 80% 的市场份额，2011 年初亨通集团将电力电缆、通信电缆业务注入上市公司，开始发挥多业务间的协同效应。同年公司又向 ODN 以及高端的海缆、数据线、中高压电缆、装备缆等扩展，努力打造线缆旗舰。

图 1： 2011 年半年报亨通光电收入结构



资料来源：亨通光电，华泰联合证券研究所

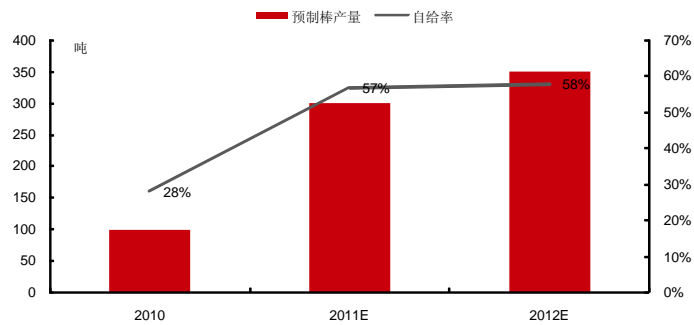
图 2： 亨通光电集团产品线分类



资料来源：亨通光电，华泰联合证券研究所（注：江苏藤仓亨通为亨通集团联营公司，亨通斯博为集团全资子公司，奥维信亨通为上市公司参股公司，其他公司均为上市公司子公司）

光线缆一体化优势显著。亨通光电光纤光缆产品毛利率高，虽收入占比仅为 39%，但毛利占比高达 70%，因此保持光纤光缆的领先地位一直是公司追求的目标。亨通把握市场脉搏，打造出预制棒-光纤-光缆的一体化产业链：（1）光缆：亨通光电前身为吴江妙都光缆有限公司，1993 年成立，1996 年获得电信设备进网许可证，从光缆业务起步时间上看，仅次于光谷的长飞、烽火、富通。（2）光纤：2002 年成立亨通光纤公司，完成了向上游光纤的升级，提高了成本控制力。（3）光纤预制棒：在长飞、富通、法尔胜以合资方式试水预制棒后，2006 年亨通增发投入光纤预制棒，虽然项目进度因技术原因有所耽搁，但终于在 2010 年初形成 200 吨的预制棒产能，产能排名前三，2012 年产量有望扩大到 350 吨，匹配其所有大棒拉丝塔的生产需要。

图 3： 亨通光电光纤预制棒产量及自给率

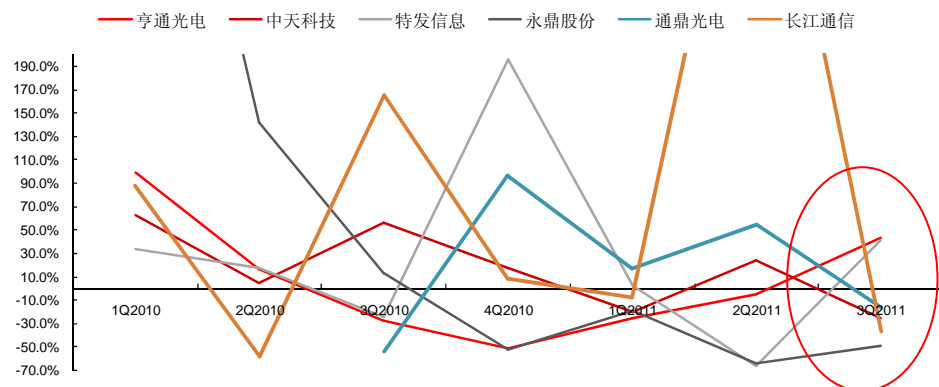


资料来源：亨通光电，华泰联合证券研究所

2、业绩向好趋势初步确立

2010 年中期光纤光缆厂商业绩普遍下滑，且降幅较大，2011 年中期各厂商业绩开始好转，3Q2011 亨通光电单季净利润增速更达到 43%，成为光纤光缆子行业、甚至通信板块内增速最高的企业。这一方面是由于光纤光缆需求旺盛、价格企稳；另一方面光纤预制棒产能开始发挥规模效应，减少了对信越、藤仓、ofs 的采购，有效节约了成本，一体化优势初步显现。

图 4： 1Q2010-3Q2011 各大光纤光缆厂商单季度净利润增速



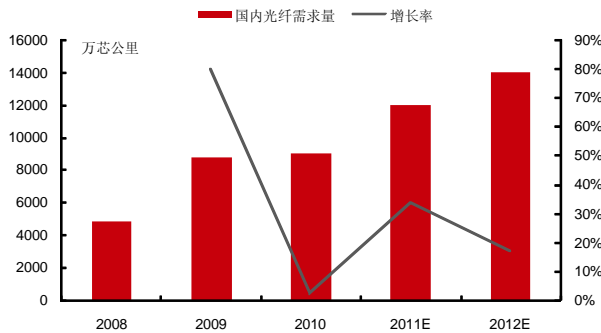
资料来源：Wind 资讯，华泰联合证券研究所

二、盈利能力出色，保持领先地位

1、光纤光缆需求不减，竞争有所缓解

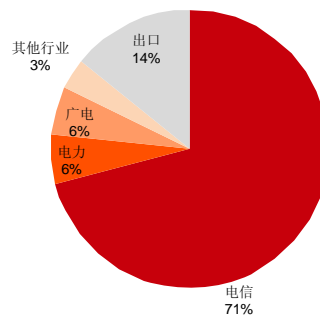
2012年国内光纤光缆需求量同比增长17%。2011年我国光纤需求量为1.2亿芯公里，受益于3G及FTTx的建设，预计2012年需求量将达到1.4亿芯公里，同比增长17%，增速虽较2011年有所回落，但仍然保持快速增长。其中电信运营商需求在1亿芯公里，仍是主要需求，另外电力800万芯公里，广电800万芯公里，其他网络500万芯公里，另外还将有2000万芯公里用于出口。

图 5： 2008-2012 年国内光纤需求量及增速



资料来源：华泰联合证券研究所

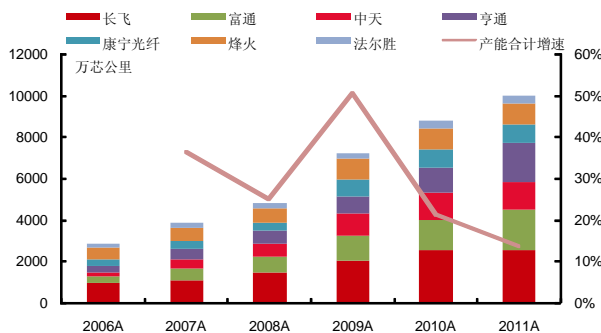
图 6： 2012 年国内光纤分行业需求结构



资料来源：华泰联合证券研究所

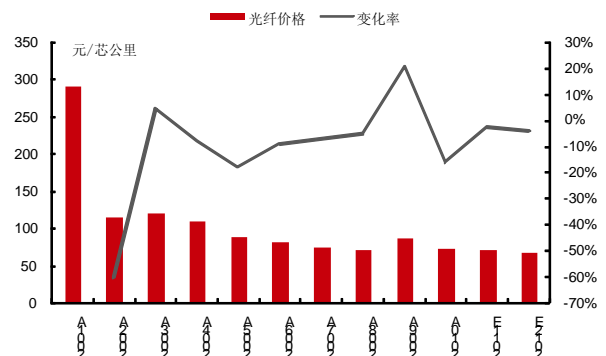
招标变化、产能扩张谨慎，价格降幅大幅收窄。2011年中国电信、中国联通加强设备质量把控，要求更加严格，对光纤光缆招标形式进行改革，提高了产品品质的评价比重，价格参评比重降低，这使得低价竞争得到缓解。再者主要厂商对光纤产能扩张虽然并无消退迹象，但越来越偏谨慎，根据光缆专业委员会统计，截至2011年底，我国共有17家企业共有光纤拉丝机159台，生产线279条，总产能约在1.25-1.4亿芯公里，产能供给与国内2012年需求总量基本相同，供过于求的局面有所改观。2011年中国电信、中国联通两次光纤集采价格为71元/芯公里，仅同比下滑3%，相比2010年16%的下滑幅度要小很多，预计2012年价格下滑幅度在5%以内。

图 7： 国内主要光纤厂商产能情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 8： 2001-2012 年光纤集采价格变化趋势及预测

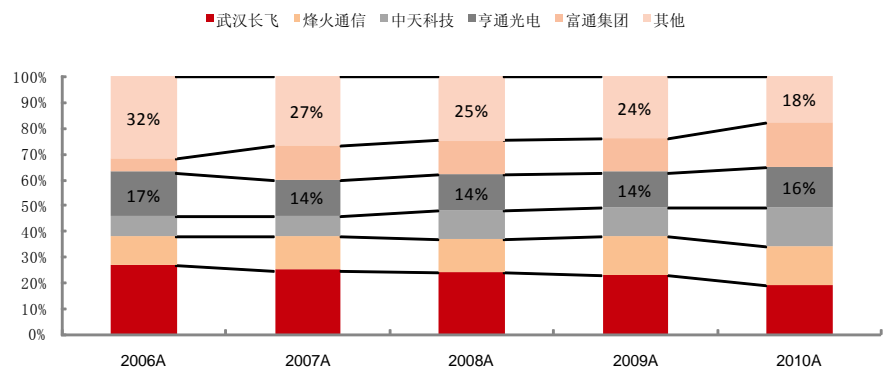


资料来源：华泰联合证券研究所

2、TOP5 份额趋于集中，亨通盈利能力出色

光纤光缆市场份额向大厂商靠拢。2006 年光纤 TOP5 企业占据市场份额的 68%，其他厂商占据 32%，2009 年 TOP5 市占率提升到了 76%，2010 年 TOP5 市占率更提升到 82%，行业整合并向优势大型企业集中的趋势明显。2011 年 3 月发生的日本地震海啸，导致进口预制棒供应紧张，大企业得到优先供应，而这也使得市场份额进一步集中。多年来，亨通光电在光纤光缆市场长期占据约 15% 左右的市场份额，除武汉长飞外，TOP5 中的其他 4 家企业份额基本相当，而 2010 年武汉长飞出现了份额下降的苗头。

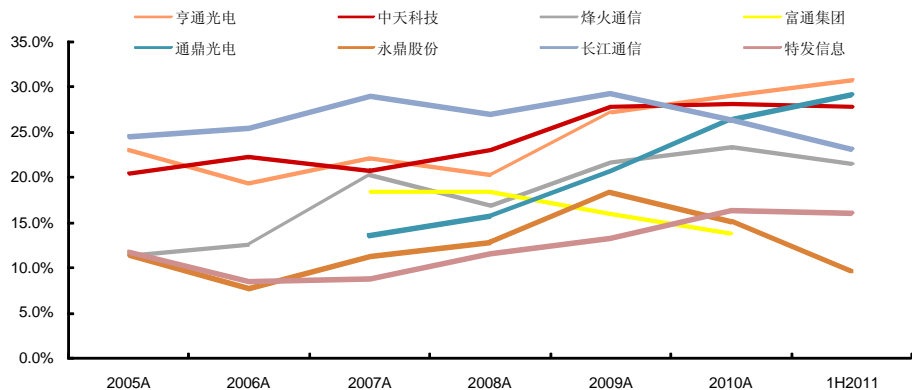
图 9： 2006-2010 年光纤光缆厂商市场份额



资料来源：华泰联合证券研究所

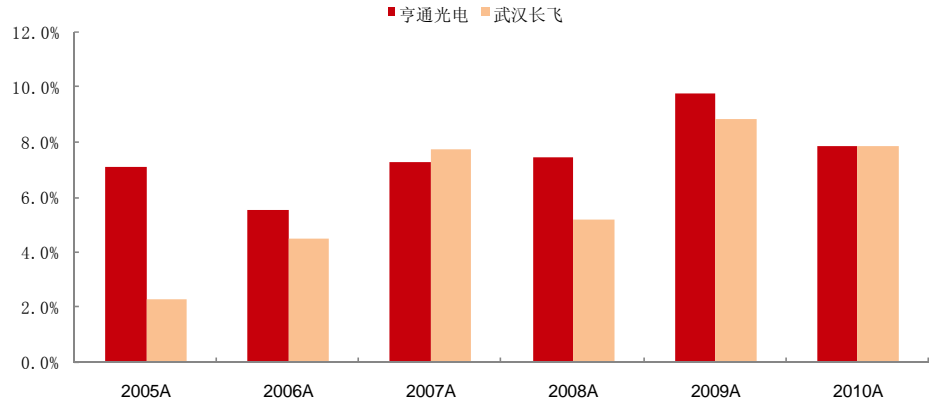
亨通光电盈利能力出色。亨通光电始终保持强有力的盈利能力，在行业内排名前列，不输给行业龙头武汉长飞。剔除产品中含有光通信设备的长江通信，亨通光电和中天科技的光纤光缆产品毛利率一直排名行业前两名，且亨通略高一筹，1H2011 亨通产品毛利率达到了 30.7%。对比龙头企业武汉长飞，亨通光电净利润率也占优，05、06、08、09 年均高于长飞，2010 年与长飞持平，均为 7.8%。

图 10： 2005-1H2011 光纤光缆厂商的光纤光缆产品毛利率



资料来源：各公司财务报告，华泰联合证券研究所（注：长江通信毛利率包含波分复用、交换机等光通信设备，毛利率较高；中天科技毛利率含 OPGW、ADSS 等电力光缆；富通集团 2010 年毛利率截止到 9 月）

图 11： 亨通光电、武汉长飞净利润率对比



资料来源：亨通光电，长江通信，华泰联合证券研究所

较强的盈利能力不易被改变。亨通光电盈利能力强，主要原因为：①光纤成本中约5%来自人力成本，而亨通光纤生产基地在吴江，为苏州地级市，相比其他大厂，亨通乡镇人力成本优势显著。②光缆生产基地分设在吴江七都镇、成都、沈阳、广东东莞、上海，分布在华东、东北、华西、华南，辐射全国，减少光缆运输半径、管理成本。2011年底，亨通成功收购西安古河，又增加西北覆盖，同时增添古河品牌，双品牌的战略更有助于提升市场份额。③改进光纤生产线，不增加设备的同时小幅提高光纤产能，达到规模效应。对亨通光电而言，①②均属于区位优势，不会被轻易改变。

图 12： 亨通光电生产线区域分布



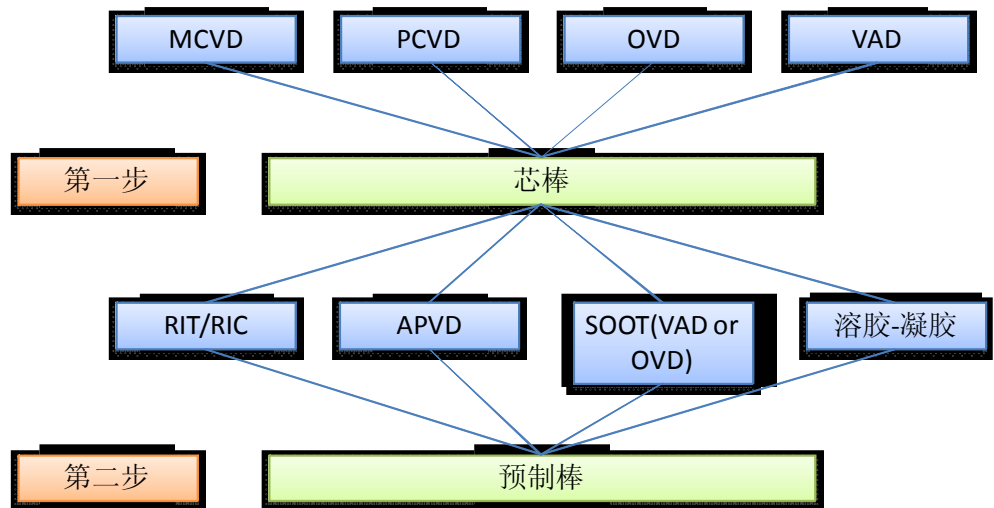
资料来源：华泰联合证券研究所

3、掌握主流预制棒技术——VAD+RIC

我国生产光纤光缆用预制棒依赖进口，进口依存度接近 60%，而这一数字在之前几年更达 70-80%。预制棒环节利润丰厚，占产业利润的 70%，因此进入预制棒生产，将有效降低生产成本，大幅提高产品竞争力。（产业及成本分析，请详见中天科技深度报告《成本控制渐强，重返成长轨迹》P11）

第二步法制造预制棒。预制棒的生产已经由一步法演变为第二步法工艺，包括了芯棒和包层的制造。预制棒的性能由芯棒决定，成本由包层决定，芯棒和包层的体积比例大致为 1:10。芯棒的制造工艺主要有两种，分别为管内法和管外法，其中管内法又包括 MCVD 和 PCVD，管外法包括 OVD 和 VAD；包层的制造工艺包括 RIC/RIT、粉末法（SOOT）、等离子体气相沉积法（APVD）、溶胶-凝胶。

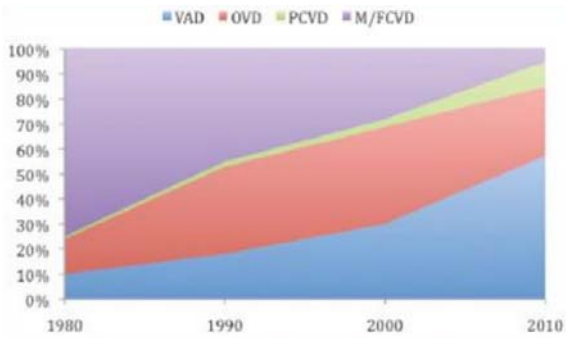
图 13： 光纤预制棒第二步法制造工艺



资料来源：华泰联合证券研究所（注：MCVD：改进的化学气相沉积；PCVD：等离子化学气相沉积；OVD：外部气相沉积；VAD：轴向气相沉积。SOOT：粉末合成法；RIT/RIC：套管法；APVD：等离子体气相沉积。）

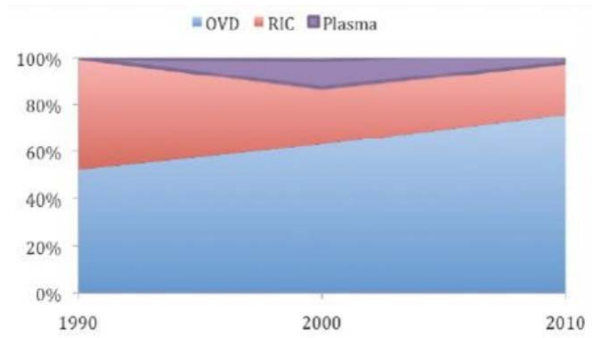
芯棒工艺以 VAD/OVD 为趋势，包层工艺以 OVD/VAD 和 RIC 为导向。光纤种类主要包括三种，多模光纤（MMF）、非零色散光纤（NZ-DSF）、单模光纤（SMF），而以 G.652&G.657 为主的 SMF 占据着 95% 以上的需求，更适合制造 MMF、NZ-DSF 的 MCVD 芯棒技术并不符合发展趋势。PCVD 受制于技术封锁，不能广泛应用。VAD 和 OVD 具有高沉积率，且不存在技术封锁的问题，因此得到了广泛应用。再看包层技术，RIC 技术成熟，制造大尺寸预制棒有优势，趋向稳定；SOOT（OVD or VAD）技术，特别是其中的 OVD 技术因设备壁垒的打破，开始更广泛的应用。

图 14： 全球预制棒芯棒制造工艺份额



资料来源：CRU、华泰联合证券研究所

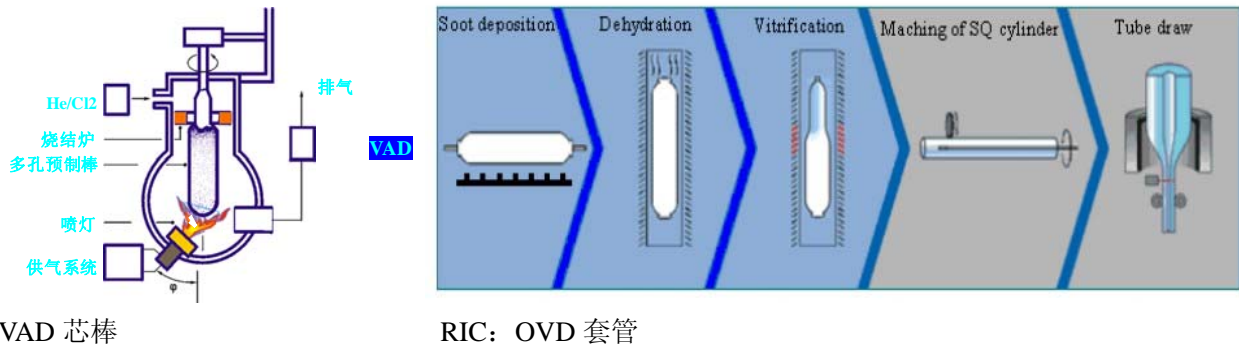
图 15： 全球预制棒外包层制造工艺份额



资料来源：CRU、华泰联合证券研究所

亨通光电掌握主流 VAD+RIC 技术。经过多年的积累沉淀，亨通光电掌握了国际主流的 VAD 芯棒制造工艺，包层采用 RIC 技术。与长飞一样，亨通光电包层从德国贺利氏进口，由贺利氏通过 OVD 法制造，而贺利氏也是全球唯一一家商业化预制棒包层企业。虽然相比 SOOT 一体技术，RIC 成本优势并不显著，但可制造更大尺寸的预制棒（180mm 以上），会使光纤拉丝效率更高，所以仍然具有一定优势。

表格 1： VAD+RIC 预制棒制造工艺



VAD 芯棒

RIC: OVD 套管

资料来源：武汉长飞，华泰联合证券研究所

4、预制棒产能领先，独资享全部收益

预制棒项目因故耽搁。2006 年亨通光电增发募集资金投入预制棒项目，直至 2010 年初才形成 200 吨的产能，项目延误 1 年多的时间，而这次延迟，也正是预制棒制造的难点所造成的——即我们在中天科技深度报告中提到的观点：仅有设备无技术，无法达到规模生产的要求，生产经验的积累十分重要。

国内独资，且产能领先。在国内预制棒生产企业中，多以国外独资或合资的形式出现，国内独资的形式并不多见。早期的特恩驰以外方独资方式生产，长飞与德拉克合作生产，富通、法尔胜虽然有自主生产线，但进展缓慢，最终还是选择与外商合资。目前光纤预制棒项目为国内独资的项目仅有富通、亨通光电和中天科技，而亨通光电又是产能领先的两家之一。因此亨通光电可享受独资带来的丰厚收益，不需要与合资方分享。

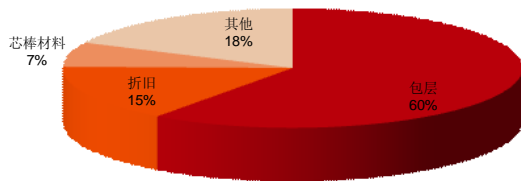
表格 2：国内厂商预制棒技术、产能对比

企业名称	股东组成		使用技术	设计产能	达产产能
	中方	外方		吨	吨
长飞	长飞	德拉克	PCVD+RIC	700	500
亨通光电	亨通独资		VAD+RIC	350	300
奥维信亨通	亨通	OFS	VAD+RIC	300	
烽火藤仓	烽火	藤仓	VAD	600	150
富通	富通独资		VAD+OVD	300	300
富通住友	富通	住友	VAD	400	
法尔胜	法尔胜		OVD+OVD		30
法尔胜信越	法尔胜	信越	VAD	300	
中天科技	中天		VAD	400	200

资料来源：十二五规划纲要，华泰联合证券研究所

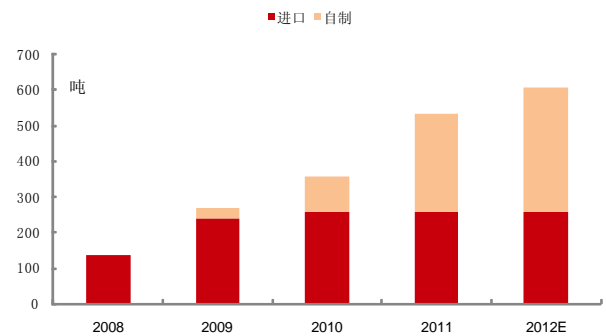
预制棒产能将与光纤产能进一步有效匹配。亨通光电目前已建成 19 座拉丝塔，另有 1 座将达产，约有 1900-2000 万芯公里光纤的产能，其中约有 1/4 的产能为小棒拉丝，而这部分又是公司 VAD+RIC 预制棒产线无法制造的，需要进口。目前公司的进口预制棒主要来自信越、藤仓，有长期供货协议。华泰联合测算亨通预制棒成本约为 150 美元/公斤，其中包层外购需 90 美元/公斤，折旧 23 美元/公斤，芯棒材料 10 美元/公斤，其他成本 27 美元/公斤。2010 年公司自制预制棒 100 吨，2011 年将近 300 吨，预制棒外采量稳中有降。2012 年预制棒自制量有望达到 350 吨，可满足 80% 的大棒拉丝需求，进一步减少外采比例，贡献净利润约为 4500 万元。

图 16：亨通光电 VAD+RIC 法预制棒成本分解



资料来源：华泰联合证券研究所

图 17：亨通光电预制棒自制与外采量数量



资料来源：华泰联合证券研究所

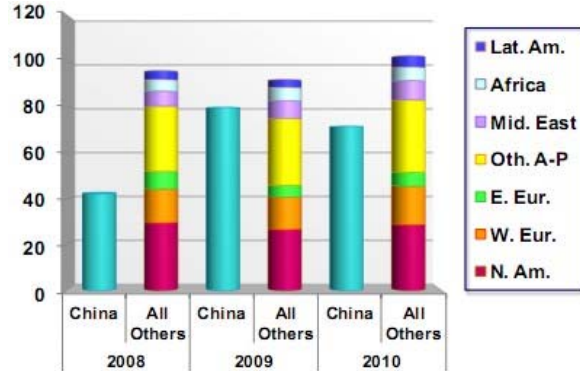
二、海外扩张和产品线扩充战略开启

1、布局海外发展中国家市场

海外存量市场巨大。国内光纤光缆行业竞争现状有所缓解，但份额提升空间有限，依靠低价竞争显然已经无法扩张，亨通光电另辟蹊径，拓展海外市场。我国光纤光缆需求量占全球的 45% 左右，换一种说法，国内光纤光缆企业还有增长空间，这个空间就

是海外 50% 的存量市场。亨通光电在光纤光缆生产技术工艺保持业内领先，产品已具备出口优势。

图 18： 2008-2010 年中国及全球其他地区光纤光缆需求量

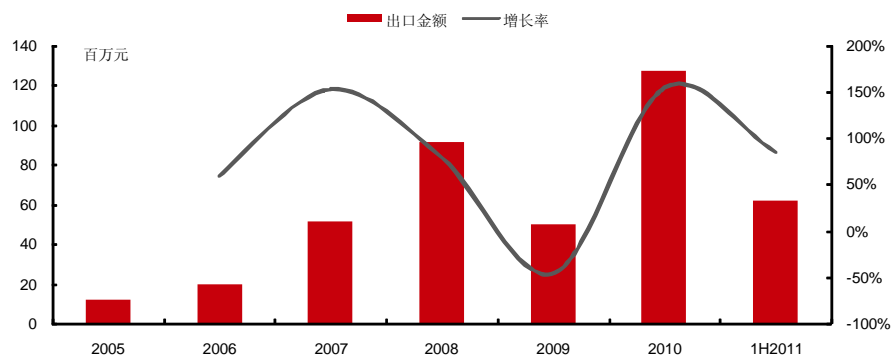


资料来源：CRU，华泰联合证券研究所

布局发展中国家市场。2005 年亨通光电开始拓展海外业务，方向定位于具有市场潜力的发展中国家，目前形成了 80 人的海外销售队伍，进行渠道拓展，分别在俄罗斯、中东、南亚、南非、南美等国家和地区设立 15 个代表处，初步形成海外的营销网络架构。亨通光电还在巴基斯坦、孟加拉国、印度、巴西、墨西哥、秘鲁、印度尼西亚、哥伦比亚、沙特、委内瑞拉、智利、尼日利亚等地注册了“亨通”商标。

海外业务初显优势，收入占比 6%。过去 5-6 年，亨通光电出口业务保持着相当快速的发展，从无到有，公司现已进入了巴西电力、印度信实(Reliance)、TATA 电力、英国电信、沃达丰、法国电信、意大利电力、南非电力、菲律宾 Globe、菲律宾长途电话公司(PLDT)、泰国 TOT 等多家国际知名运营商的供应体系。2010 年公司出口金额达到 1.27 亿元，占收入比重提升到 6.2%，并仍呈现上升趋势。

图 19： 2005-1H2011 亨通光电出口金额及增速



资料来源：亨通光电，华泰联合证券研究所

制定 5-3-1 远期海外目标。亨通光电计划未来 5 年，线缆产能的 50% 出口海外、30% 以上资本投资在海外、10% 以上人才具有全球视野及国际化经营管理技能。这里不排除亨通光电将在海外建厂，加上已有的 OPGW、光纤的合资经验，亨通光电的海外远景目标有望实现。

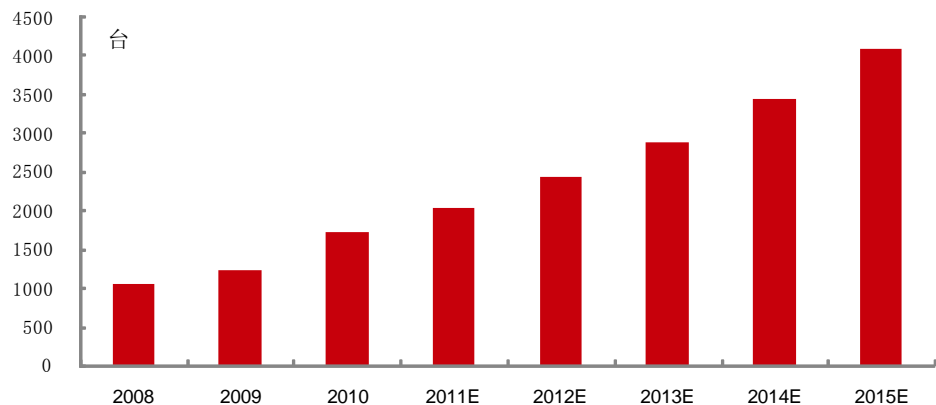
2、练内功，扩充高附加值的产品线

注入业务亮点不多。2011年初，亨通光电通过非公开发行方式注入集团下属的亨通电力电缆75%、亨通线缆100%的股权。亨通电力电缆产品为铝绞线、钢芯铝绞线、35kV及以下电力电缆、通信电源用阻燃耐火软电缆、架空绝缘电缆、控制电缆等；亨通线缆主要产品为通信电缆（市话电缆、程控电缆、数据电缆），电气装备缆（铁路电缆和汽车电线）。从两家公司的产品看，缺乏增长动力，普通电力导线竞争激烈，而通信电缆又因光进铜退步履维艰。

亨通光电制定了新的发展战略：①由传统线缆向高端线缆转型，并提供线缆解决方案。即亨通线缆以数据电缆、程控交换机电缆、铁路信号电缆、机车电缆等高端电缆逐步取代传统的全塑市话电缆；亨通力缆以局用软电缆、风能电缆、核能电缆等特种力缆逐步取代传统的导线、中低压电缆，发挥公司的通信缆、电力缆齐全的优势，应标大型工程，提供整体线缆方案。②增加产品品种，提高附加值。增加矿用缆、超高压及特高压导线、轨道交通电缆、海缆，还增添了高端数据线产品种类。③通过收购上海宏普，进入ODN配线领域，开拓新增长点。在这些战略中，我们看好以下三个方向：

（1）铁路、轨道交通用缆，风能电缆，核电电缆前景乐观。尽管铁路投资此前调低，但开工项目仍在持续增长，新线路的开通以及机车的更新换代仍会保证铁路机车缆需求保持稳定增长。因城镇化进程的持续，缓解城市交通拥堵的有效方式就是发展公共交通，而轨道交通又是其中必不可少的环节，轨道交通缆也将从中受益。新能源行业日新月异，风能、核能是能源发展趋势，未来几年装机容量将成倍增长，其配套用缆也将随之增长。

图 20： 我国铁路机车销量预测



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 3： 我国风电、核电十年装机容量规划

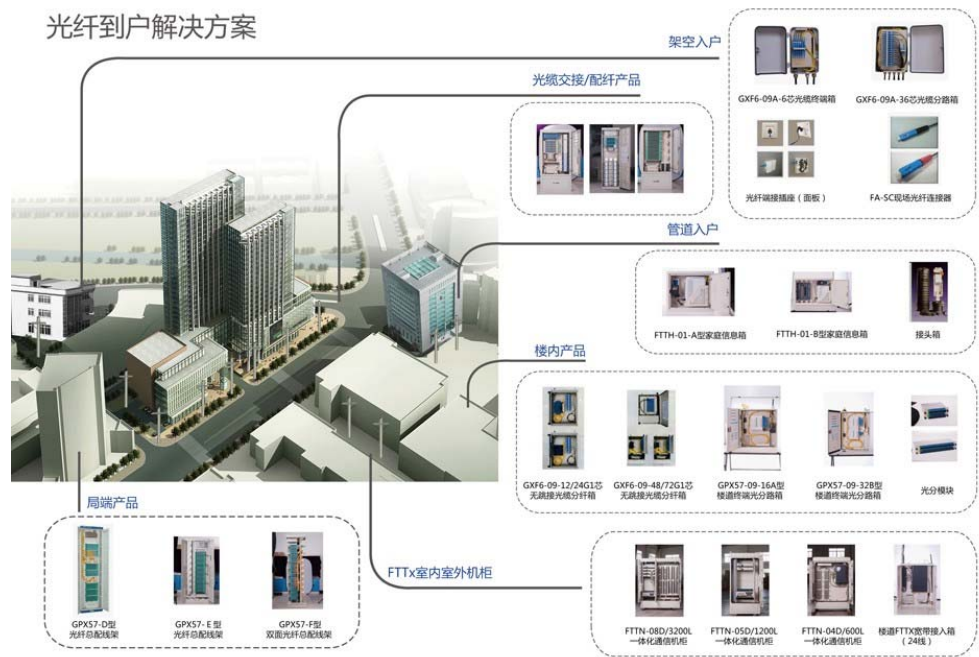
	2010	2015	2020	十年内投入
核电	11GW	40GW	70GW	7000-8000 亿元
风电	45GW	100GW	200GW	10000 亿元

资料来源：十二五规划，华泰联合证券研究所

(2) 亨通高压电缆、海缆前景值得看好。2009年9月亨通光电在常熟成立高压电缆厂，主营生产110~500kV特种高压、超高压交联电缆、特种光电复合海底电缆、海底电力电缆、海底光缆。特高压线路是未来5-10年电网投入的重点，以解决电源与用电负荷中心不配的问题，在2012年国家电网投资中，将确保4项特高压交流工程和3项特高压直流工程获得国家核准并开工。国内海缆市场也蓬勃发展，岛岛通、油气平台以及海上风力发电，市场规模约为4500公里，并且每年还在快速增长。2011年下半年亨通光电高压电缆、海缆项目已经部分达产，正在逐渐贡献收入。

(3) 涉足ODN配线，提供全面解决方案。2011年4月亨通收购上海宏普通讯，涉足ODN配套环节。宏普公司原定位于上海及华东区域的厂商，被亨通收购后，亨通宏普将依托亨通光电现有销售渠道，拓展全国业务。亨通宏普ODN产品涵盖了FTTx各个环节，可提供全套解决方案，主要包括：①局端机房：ODF、综合配线架。②小区机房：室内光缆交接箱，分路器，无跳接室内光缆交接箱。③用户接入点：室外光缆交接箱，室外光缆分纤箱，室外分光器箱，光缆接头盒。④楼内产品：楼道光分路器箱，光缆终端盒，室内光纤分纤箱。⑤用户室内产品：光纤信息面板盒，光纤快速连接器，冷接子，多媒体箱。

图 21： 亨通宏普光纤到户解决方案产品示意图



资料来源：上海宏普，华泰联合证券研究所

产能翻番，迎合高增长的ODN投入。亨通宏普在被亨通收购后，产能翻番，未来还将继续扩大，迎合电信运营商配套投入的需要。2011、2012年电信运营商投入的重点将集中在接入网覆盖上，对驻地网和ODN的投入将显著增长。预计国内接入网投资高点出现在2012年，约为450亿，同比增长22.8%，这其中ODN配线投入将在2011年高速增长50%的基础上，继续同比增长约30%。

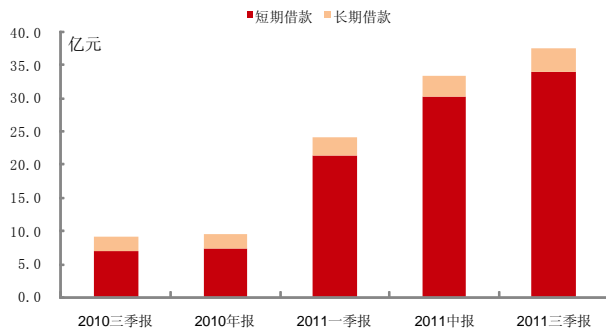
三、短期受制于增发被否事件

2011年4月公司发布非公开发行预案，拟发行4450万股，募集资金不超过13.2亿元，投向5个项目。11月底公司非公开发行方案被发审委否决，虽然事出有因，但不可否认，这次事件对亨通光电的短期发展有一定影响，我们分析主要包括两个方面：

(1) 财务费用压力较大

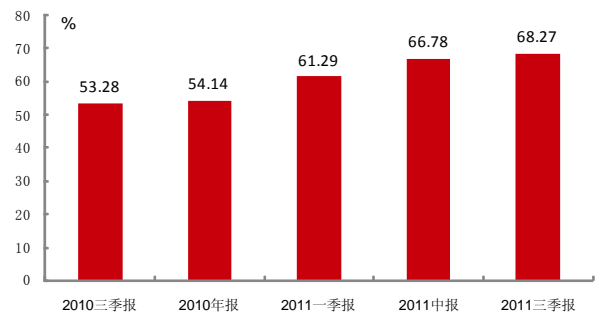
2011年三季度末，亨通光电长短期借款总额为37.41亿元，较2010年末多出18亿元，增发方案被否后、再次过会之前（被否6个月后），亨通光电无疑将承担较高的利息支出。2011年前三季度，亨通光电承担了1.25亿元的财务费用，而2010年同期仅为2642万元，整整多出1亿元，这其中的60%-70%是由于借款增加所致，其他部分是由于力缆、线缆公司并表所引起的财务费用增加。

图 22：亨通光电长短期借款金额



资料来源：华泰联合证券研究所

图 23：亨通光电资产负债率



资料来源：华泰联合证券研究所

(2) 项目实施进度耽搁

2011年12月公司对非公开发行项目实施进度做了说明，基于增发方案被否，公司计划对项目减少投入金额，或仅先期完成一期投入，后续产能的建设将由亨通或子公司自筹资金完成。从变更后的投入情况看，预制棒产能较计划缩小一半至150吨；海缆项目依靠自有资金投入已具备了220kv及以下海底电缆和光电复合缆的生产能力，后续投入仍较大；特种电缆仅完成1期建设；高速信号线缆、ODN项目投入较少，自筹资金压力较大。

表格 4：亨通光电非公开发行项目变更实施（万元）

序号	非公开发行项目	原计划投资	变更投入
1	预制棒项目	31,399	20,528
2	特种光电复合海底电缆及海底光缆项目	48,034	自有资金
3	机车、轨道交通、新能源等特种电缆建设项目	46,015	11,964
4	高速信号传输线缆建设项目	36,806	2,906
5	FTTx 光纤分配网络 (ODN) 产品项目	30,947	1,643

资料来源：亨通光电，华泰联合证券研究所

四、盈利预测与估值讨论

1、营业收入预测

光纤光缆：该业务收入由于 2011 年公司产能扩张释放，增速较快，2012-2013 年增速与行业基本持平。

电力电缆：2011 年电力电缆以低端产品为主，2012、2013 年高压电缆、海缆开始贡献收入，增速稍快。

通信电缆：受制于光进铜退，通信电缆收入微幅下降。

电气装备缆：船用、机车、清洁能源用缆收入规模逐渐扩大。

配套产品：受益于宽带建设，2012、2013 年增速较快。

表格 5：亨通光电分业务收入预测

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	10vs09	11vs10	12vs11	13vs12
收入	2,051.9	6,321.2	7,347.8	8,435.9	10.4%	208.1%	16.2%	14.8%
光通信	2,051.9	2,751.2	3,217.8	3,585.9	10.4%	34.1%	17.0%	11.4%
光缆及光器件	1,840.3	2,470.0	2,910.0	3,247.0	7.5%	34.2%	17.8%	11.6%
光纤	211.6	281.2	307.8	338.9	43.8%	32.9%	9.5%	10.1%
电力电缆		1,350.0	1,600.0	1,900.0	NA	NA	18.5%	18.8%
通信电缆		600.0	580.0	550.0	NA	NA	-3.3%	-5.2%
电气装备缆		620.0	750.0	900.0	NA	NA	21.0%	20.0%
配套产品		1,000.0	1,200.0	1,500.0	NA	NA	20.0%	25.0%
其他								
销量（万芯公里）								
光缆	992.0	1300.0	1500.0	1700.0	4.4%	31.0%	15.4%	13.3%
光纤	1256.0	1720.0	1900.0	2100.0	69.3%	36.9%	10.5%	10.5%
平均价格（元/芯公里）								
光缆	185.5	190.0	194.0	191.0	3.0%	2.4%	2.1%	-1.5%
光纤	56.2	54.5	54.0	53.8	-15.1%	-2.9%	-0.9%	-0.4%

资料来源：华泰联合证券研究所

2、分业务毛利率预测

光纤光缆：光缆毛利率由于产品结构变化，高毛利率的皮线光缆收入占比提高，毛利率小幅提升，光纤毛利率保持稳定。

电力电缆：同质化竞争严重，竞争激烈，而高附加值的高压电缆、海缆促使毛利率保持稳定。

通信电缆：受制于光进铜退，采购规模缓慢下降，毛利率开始下滑。

电气装备缆、配套产品：随收入规模的扩大，毛利率也有所回升。

表格 6：亨通光电分业务毛利率预测

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	10vs09	11vs10	12vs11	13vs12
毛利率	27.7%	18.1%	18.8%	18.5%	0.6%	-9.6%	0.7%	-0.3%
光通信	29.1%	28.8%	29.2%	28.9%	2.0%	-0.3%	0.4%	-0.3%
光缆及光器件	28.7%	30.1%	30.3%	30.0%	1.4%	1.3%	0.3%	-0.3%
光纤	18.7%	18.0%	18.5%	18.5%	-6.1%	-0.7%	0.5%	0.0%
电力电缆		12.5%	13.0%	13.0%	0.0%	12.5%	0.5%	0.0%
通信电缆		10.0%	8.0%	8.0%	0.0%	10.0%	-2.0%	0.0%
电气装备缆		10.0%	9.5%	9.5%	0.0%	10.0%	-0.5%	0.0%
配套产品		6.0%	10.0%	10.0%	0.0%	6.0%	4.0%	0.0%

资料来源：华泰联合证券研究所

3、估值讨论

A 股与亨通光电业务相同的公司有中天科技、永鼎股份、通鼎光电、金信诺、通光线缆等，这些公司 2011-2012 年的平均动态市盈率分别为 31x、17x。

预计公司 2011-2013 年摊薄每股收益分别为 1.21 元、1.46 元、1.74 元，对应动态市盈率分别为 17x、14x、12x，估值低于行业均值。亨通光电预制棒项目具有先发优势，掌握主动，公司短期受制于增发被否事件，将在一段时间内承担较高的利息支出，但估值水平也具有优势。随着光通信主题投资的进一步升华，公司估值水平有望回升到行业均值，因此首次给予公司“增持”的投资评级。

表格 7：相关 A 股上市公司估值水平表

公司简称	代码	总市值	流通市值	股价	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新
		亿元	亿元	元	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10/12	11E	市净率
中天科技	600522.SH	77.4	77.4	19.78	1.12	0.90	1.17	17.7x	22.0x	16.8x	2.6%	8.5x	1.8x
永鼎股份	600105.SH	31.1	31.1	8.17	0.52	0.15	0.55	15.6x	54.0x	14.8x	2.8%	19.1x	2.2x
通鼎光电	002491.SZ	38.2	13.8	14.28	0.54	0.67	0.87	26.7x	21.2x	16.5x	27.1%	0.8x	2.6x
金信诺	300252.SZ	16.0	4.0	14.77	0.52	0.56	0.89	28.4x	26.2x	16.6x	30.6%	0.9x	2.5x
通光线缆	300265.SZ	16.9	4.4	12.49	0.36	0.37	0.62	34.8x	33.6x	20.0x	31.8%	1.1x	2.5x
平均值								24.6x	31.4x	17.0x	19.0%	6.1x	2.3x
亨通光电	600487.SH	48.3	38.8	23.33	0.79	1.21	1.46	29.7x	19.3x	16.0x	36.3%	0.5x	2.2x

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

风险提示

电信运营商、电网公司投入低于预期。若电信运营商、电网公司投入低于预期，对线缆采购量减少，将直接影响公司收入。

低价竞争愈演愈烈。尽管电信运营商采购方式发生变化，但不排除中小厂商大幅降价以获得更多市场份额的可能性，进而影响行业及公司的毛利率水平。

原材料价格波动。公司重要原材料为铝、铜、PE、钢带，若大宗商品价格上升，而短期内公司又无法化解成本的上升，毛利率水平可能下降。

预制棒价格下降的风险。预制棒产能向国内迁移，若预制棒价格下降过快，竞争对手将获益，公司压缩预制棒成本的空间将十分有限。

增发被否事件的后续影响。不排除公司后续再次增发的可能，但在这之前，项目实施已经受到影响，对公司长期发展的影响程度暂时无法估量。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2151	6717	6253	8361	营业收入	2085	6321	7348	8436
现金	510	928	1105	856	营业成本	1479	5178	5963	6873
应收账款	592	2471	1133	2990	营业税金及附加	6	16	18	21
其他应收款	18	56	65	75	营业费用	118	278	312	346
预付账款	211	555	745	797	管理费用	216	367	404	447
存货	786	2590	3075	3491	财务费用	42	155	210	225
其他流动资产	34	117	131	152	资产减值损失	10	20	24	27
非流动资产	1359	2033	2250	2329	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	110	135	135	135	投资净收益	4	-3	0	0
固定资产	770	1313	1532	1596	营业利润	217	304	416	497
无形资产	167	249	331	414	营业外收入	20	55	15	15
其他非流动资产	313	335	251	185	营业外支出	4	6	6	6
资产总计	3510	8750	8504	10690	利润总额	233	352	425	506
流动负债	1580	5985	5419	7217	所得税	37	53	64	76
短期借款	725	3222	2300	3616	净利润	196	299	361	430
应付账款	505	1595	1937	2175	少数股东损益	34	49	59	70
其他流动负债	350	1167	1182	1426	归属母公司净利	163	251	302	360
非流动负债	320	320	320	320	EBITDA	342	585	813	948
长期借款	215	215	215	215	EPS (元)	0.98	1.21	1.46	1.74
其他非流动负	105	105	105	105					
负债合计	1901	6305	5739	7538	主要财务比率				
少数股东权益	197	246	305	374	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	166	207	207	207	成长能力				
资本公积	596	1124	1124	1124	营业收入	10.5%	203.2	16.2%	14.8%
留存收益	650	868	1129	1447	营业利润	-12.8%	40.2%	37.0%	19.4%
归属母公司股	1412	2199	2460	2779	归属母公司净利	-11.5%	54.1%	20.6%	19.0%
负债和股东权	3510	8750	8504	10690	获利能力				
					毛利率(%)	29.1%	18.1%	18.8%	18.5%
					净利率(%)	7.8%	4.0%	4.1%	4.3%
					ROE(%)	11.5%	11.4%	12.3%	13.0%
					ROIC(%)	10.9%	8.0%	12.9%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.1%	72.1%	67.5%	70.5%
					净负债比率(%)	49.46	54.52	43.82	50.83
					流动比率	1.36	1.12	1.15	1.16
					速动比率	0.86	0.69	0.59	0.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	1.03	0.85	0.88
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.36	4.93	3.38	3.34
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.98	1.21	1.46	1.74
					每股经营现金流	0.48	-7.97	8.47	-4.80
					每股净资产(最	6.82	10.62	11.88	13.42
					估值比率				
					P/E	26.78	17.38	14.41	12.11
					P/B	3.09	1.98	1.77	1.57
					EV/EBITDA	14	8	6	5

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 10%-20%

中性股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间

减持股价弱于基准 10%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 8675582493932

传 真: 8675582492062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 862150106028

传 真: 862168498501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年华泰联合证券有限责任公司