

亨通光电 (600487)

增持/维持评级

股价: RMB23.97

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

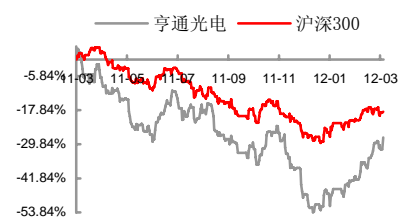
相关研究

盈利能力出色,短期受制 02.03.12

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) | 4,964 |

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

费用高企影响利润增长

- **业绩符合预期。**2011 年公司实现营业收入 66.29 亿元, 同比增长 29%; 净利润 2.43 亿元, 同比增长 3%; 摊薄每股收益 1.18 元, 基本符合我们 1.21 元的预期。4Q 单季度公司实现营业收入 20.96 亿元, 同比增长 46%; 净利润 5635 万元, 同比增长 0.4%; 摊薄每股收益 0.27 元。分配预案为每 10 股派现 1.00 元(含税)。
- **期间费用高企影响利润增长。**净利润增速远低于收入增速, 主要是由于期间费用的上升: ①管理费用同比增加 1.38 亿元, 其中公司加大了新产品研发, 研发费用增加 8360 万元, 因员工薪酬及 11 年初重组又分别增加约 1500 万元的管理费用。②财务费用同比增加 8753 万元, 主要是由于公司项目投入导致利息支出增加, 报告期末公司短期借款较期初增加 12.7 亿元。
- **光纤光缆产销两旺。**光纤光缆收入 27.45 亿元, 同比增长 36%, 其中下半年同比增长 50%, 高于上半年 20% 的增速, 公司目前产能利用充分, 光纤光缆产销两旺。电力电缆在加大研发投入后, 电气装备缆贡献了收入, 带动电力电缆收入同比增长 33%。通信电缆由于受到光进铜退的影响, 收入减少 1%。
- **毛利率稳定回升。**4Q 单季综合毛利率 20.8%, 环比提升 1.2 个百分点, 连续两个季度向好。这主要是由于高毛利率的光纤光缆收入在 11 年下半年增幅较大所致。预计 2012 年光纤光缆价格企稳, 公司毛利率水平仍将保持稳定, 理由如下: ①光纤需求依然旺盛。②光纤预制棒产能进一步释放。③毛利率相对较高的软光缆收入占比将提高。
- **夯实基础, 开拓进取。**2012 年公司处于转折发展期, 装备缆、海缆将逐步产生贡献, 上海宏普 ODN 继续布局全国市场, 海外市场加大投入, 亨通光电寻求扩张的道路将在年内夯实基础。再融资重启有望加快公司发展速度, 也将成为有力的催化剂。
- **投资建议:** 预计 2012-2014 年公司每股收益分别为 1.46 元、1.74 元、2.11 元, 对应动态 PE 分别为 16x、14x、11x, 维持“增持”评级。

| 经营预测与估值 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 6688.6 | 8118.0 | 9236.0 | 10281.0 |
| (+/-%) | 220.8 | 21.4 | 13.8 | 11.3 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 243.5 | 302.0 | 360.0 | 437.0 |
| (+/-%) | 49.6 | 24.0 | 19.2 | 21.4 |
| EPS(元) | 1.18 | 1.46 | 1.74 | 2.11 |
| P/E(倍) | 20.4 | 14.4 | 12.1 | 10.0 |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表格 1：亨通光电年报及 4Q 业绩对比

| 百万元 | 1-4Q2010 | 1-4Q2011 | YoY | 4Q2010 | 1Q2011 | 2Q2011 | 3Q2011 | 4Q2011 | YoY | QoQ |
|---------------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入 | 5,187.30 | 6,688.64 | 28.9% | 1,431.46 | 1,134.14 | 1,781.21 | 1,677.14 | 2,096.16 | 46.4% | 25.0% |
| 增长率 | | 28.9% | | | 16.0% | 30.3% | 18.8% | 46.4% | | 27.6% |
| 毛利率 | 18.6% | 18.9% | 0.3% | 22.1% | 18.2% | 16.3% | 19.6% | 20.8% | -1.3% | 1.2% |
| 营业成本 | 4,223.11 | 5,427.24 | 28.5% | 1,115.18 | 927.62 | 1,491.39 | 1,348.02 | 1,660.21 | 48.9% | 23.2% |
| 营业税金及附加 | 9.44 | 17.09 | 81.2% | 2.73 | 3.34 | 3.55 | 4.85 | 5.36 | 96.4% | 10.5% |
| 期间费用率 | 12.6% | 13.9% | 1.2% | 15.8% | 14.5% | 11.2% | 13.2% | 16.3% | 0.6% | 3.2% |
| 销售费用 | 240.43 | 286.84 | 19.3% | 86.73 | 65.27 | 65.30 | 57.83 | 98.44 | 13.5% | 70.2% |
| 销售费用率 | 4.6% | 4.3% | -0.3% | 6.1% | 5.8% | 3.7% | 3.4% | 4.7% | -1.4% | 1.2% |
| 管理费用 | 291.68 | 430.09 | 47.5% | 104.46 | 70.90 | 82.61 | 116.32 | 160.26 | 53.4% | 37.8% |
| 管理费用率 | 5.6% | 6.4% | 0.8% | 7.3% | 6.3% | 4.6% | 6.9% | 7.6% | 0.3% | 0.7% |
| 财务费用 | 122.14 | 209.67 | 71.7% | 34.74 | 28.20 | 51.00 | 46.64 | 83.82 | 141.3% | 79.7% |
| 财务费用率 | 2.4% | 3.1% | 0.8% | 2.4% | 2.5% | 2.9% | 2.8% | 4.0% | 1.6% | 1.2% |
| 资产减值损失 | 6.28 | 28.58 | 355.2% | 5.63 | (0.71) | 7.49 | 7.52 | 14.29 | 153.9% | 89.9% |
| 公允价值变动净收益 | (0.66) | 0.00 | -100.0% | (0.66) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -100.0% | NA |
| 投资净收益 | 2.18 | (7.42) | -440.6% | (6.15) | (0.64) | (2.63) | 1.54 | (5.70) | -7.4% | -470.0% |
| 营业利润 | 295.74 | 281.70 | -4.7% | 75.17 | 38.89 | 77.24 | 97.49 | 68.08 | -9.4% | -30.2% |
| 增长率 | | -4.7% | -4.7% | | -48.0% | -12.4% | 69.1% | -9.4% | -9.4% | -78.5% |
| 营业利润率 | 5.7% | 4.2% | -1.5% | 5.3% | 3.4% | 4.3% | 5.8% | 3.2% | -2.0% | -2.6% |
| 加：营业外收入 | 56.51 | 78.92 | 39.6% | 19.34 | 24.48 | 19.00 | 9.09 | 26.34 | 36.2% | 189.7% |
| 减：营业外支出 | 5.51 | 7.12 | 29.3% | 0.43 | 5.77 | -0.16 | 0.44 | 1.07 | 147.7% | 147.0% |
| 利润总额 | 346.74 | 353.50 | 1.9% | 94.07 | 57.60 | 96.41 | 106.15 | 93.35 | -0.8% | -12.1% |
| 减：所得税 | 45.64 | 49.44 | 8.3% | 13.07 | 10.36 | 13.49 | 14.54 | 11.06 | -15.4% | -23.9% |
| 实际所得税率 | 13.2% | 14.0% | 0.8% | 13.9% | 18.0% | 14.0% | 13.7% | 11.8% | -2.0% | -1.8% |
| 净利润 | 301.10 | 304.07 | 1.0% | 81.00 | 47.24 | 82.92 | 91.61 | 82.29 | 1.6% | -10.2% |
| 减：少数股东损益 | 64.38 | 60.60 | -5.9% | 24.88 | 9.14 | 11.62 | 13.90 | 25.94 | 4.2% | 86.6% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 236.72 | 243.47 | 2.9% | 56.13 | 38.10 | 71.30 | 77.72 | 56.35 | 0.4% | -27.5% |
| 增长率 | | 2.9% | 2.9% | | -25.2% | -5.4% | 43.2% | 0.4% | 0.4% | -42.8% |
| 净利润率 | 4.6% | 3.6% | -0.9% | 3.9% | 3.4% | 4.0% | 4.6% | 2.7% | -1.2% | -1.9% |
| 每股收益(元) | 1.14 | 1.18 | 2.9% | 0.27 | 0.18 | 0.34 | 0.38 | 0.27 | 0.4% | -27.5% |

资料来源：WIND 资讯，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 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 5088 | 6144 | 6539 | 7157 | 营业收入 | 6689 | 8118 | 9236 | 10281 |
| 现金 | 1115 | 955 | 856 | 856 | 营业成本 | 5427 | 6643 | 7567 | 8437 |
| 应收账款 | 1800 | 1468 | 2071 | 1933 | 营业税金及附加 | 17 | 21 | 24 | 27 |
| 其他应收款 | 106 | 116 | 139 | 151 | 营业费用 | 287 | 317 | 342 | 360 |
| 预付账款 | 242 | 621 | 522 | 686 | 管理费用 | 430 | 481 | 538 | 576 |
| 存货 | 1584 | 2734 | 2662 | 3220 | 财务费用 | 210 | 250 | 250 | 252 |
| 其他流动资产 | 241 | 250 | 288 | 310 | 资产减值损失 | 29 | 32 | 37 | 41 |
| 非流动资产 | 2748 | 3009 | 3183 | 3265 | 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 191 | 150 | 171 | 161 | 投资净收益 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1430 | 1853 | 1997 | 1997 | 营业利润 | 282 | 373 | 479 | 588 |
| 无形资产 | 344 | 517 | 690 | 862 | 营业外收入 | 79 | 60 | 35 | 35 |
| 其他非流动资产 | 783 | 0 | 326 | 245 | 营业外支出 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 资产总计 | 7836 | 9154 | 9722 | 10422 | 利润总额 | 354 | 426 | 507 | 616 |
| 流动负债 | 4765 | 5717 | 5891 | 6102 | 所得税 | 49 | 60 | 71 | 86 |
| 短期借款 | 3177 | 2800 | 3205 | 2847 | 净利润 | 304 | 366 | 436 | 530 |
| 应付账款 | 741 | 1588 | 1420 | 1800 | 少数股东损益 | 61 | 64 | 76 | 92 |
| 其他流动负债 | 848 | 1329 | 1265 | 1455 | 归属母公司净利 | 243 | 302 | 360 | 437 |
| 非流动负债 | 561 | 561 | 561 | 561 | EBITDA | 643 | 821 | 985 | 1133 |
| 长期借款 | 441 | 441 | 441 | 441 | EPS (元) | 1.18 | 1.46 | 1.74 | 2.11 |
| 其他非流动负 | 120 | 120 | 120 | 120 | | | | | |
| 负债合计 | 5327 | 6278 | 6452 | 6663 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 354 | 417 | 493 | 586 | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 股本 | 207 | 207 | 207 | 207 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 936 | 936 | 936 | 936 | 营业收入 | 220.8 | 21.4% | 13.8% | 11.3% |
| 留存收益 | 1012 | 1314 | 1633 | 2029 | 营业利润 | 30.0% | 32.4% | 28.5% | 22.7% |
| 归属母公司股 | 2156 | 2458 | 2777 | 3173 | 归属母公司净利 | 49.6% | 24.2% | 19.1% | 21.5% |
| 负债和股东权 | 7836 | 9154 | 9722 | 10422 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 18.9% | 18.2% | 18.1% | 17.9% |
| | | | | | 净利率(%) | 3.6% | 3.7% | 3.9% | 4.3% |
| | | | | | ROE(%) | 11.3% | 12.3% | 13.0% | 13.8% |
| | | | | | ROIC(%) | 8.5% | 10.3% | 10.3% | 11.6% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 68.0% | 68.6% | 66.4% | 63.9% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 69.14 | 52.66 | 57.52 | 50.32 |
| | | | | | 流动比率 | 1.07 | 1.07 | 1.11 | 1.17 |
| | | | | | 速动比率 | 0.74 | 0.60 | 0.66 | 0.65 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.18 | 0.96 | 0.98 | 1.02 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 8.71 | 5.71 | 5.03 | 5.24 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新) | 1.18 | 1.46 | 1.74 | 2.11 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.94 | 4.47 | 0.99 | 4.93 |
| | | | | | 每股净资产(最 | 10.41 | 11.87 | 13.41 | 15.32 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 17.90 | 14.42 | 12.10 | 9.97 |
| | | | | | P/B | 2.02 | 1.77 | 1.57 | 1.37 |
| | | | | | EV/EBITDA | 11 | 9 | 7 | 6 |

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±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: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
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: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
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。本报告中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。