

2012年11月15日

通信行业/公司研究

评级：增持

研究所

 证券分析师：杨鑫林 S0350512070001
 0755-23618492 yangxl@ghzq.com.cn

联系人：梁铮、李亚军

 0755-83707451 liangz02@ghzq.com.cn

行业龙头优势明显，静待宽带中国专案落地

——亨通光电（600487）调研报告

事件：

近期，我们赶赴苏州调研了亨通光电（600487），与公司高管就行业发展趋势、公司经营情况、以及未来战略发展情况进行了深入的交流。

表 1、公司业绩预测

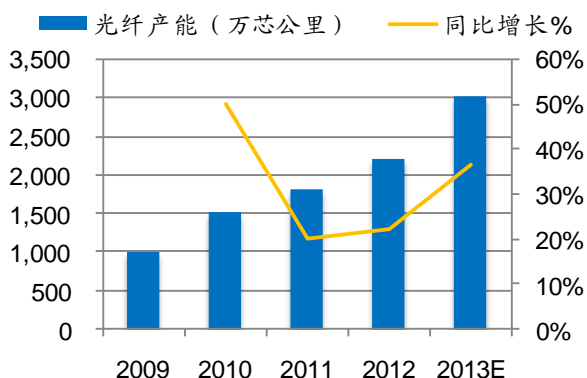
盈利预测	2011	2012E	2013E	2014E	市场数据	2012-11-14
主营收入（百万元）	6689	8122	9601	11216	当前价格（元）	19.13
增长率(%)	221%	21%	18%	17%	52周价格区间（元）	14.77-25.45
净利润（百万元）	243	335	391	442	总市值（亿）	39.6
增长率(%)	50%	38%	17%	13%	流通市值（亿）	31.8
摊薄每股收益（元）	1.18	1.62	1.89	2.13	总股本（百万股）	207.1
ROE(%)	9.70%	13.38%	15.62%	17.68%	流通股（百万股）	166.1

资料来源：亨通光电，国海证券研究所

评论：

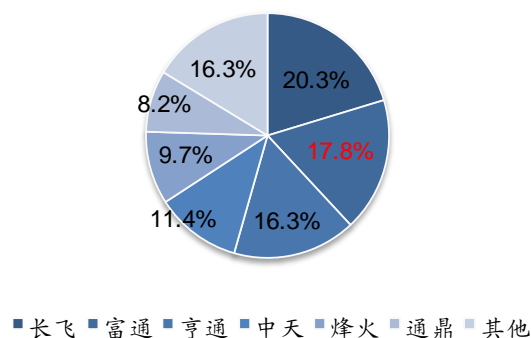
1、公司光纤业务形成上下游一体化，成长为综合性线缆厂商。公司光纤业务涉及到上游光纤预制棒、中游光纤拉丝、以及下游光缆业务，形成光纤上下游一体化，目前光棒产能在450吨，明年将实现950-1000吨的规模，光纤年产2200万芯公里，市场份额占比达到17.8%。2011年并入集团线缆力缆业务后，形成光纤光缆、电力电缆、通信电缆、海底线缆等综合线缆厂商，电力线缆年产能1.2万公里，通信特种电缆1100万对公里。

图 1、公司光纤产能情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 2、国内光纤光缆市场份额占比情况

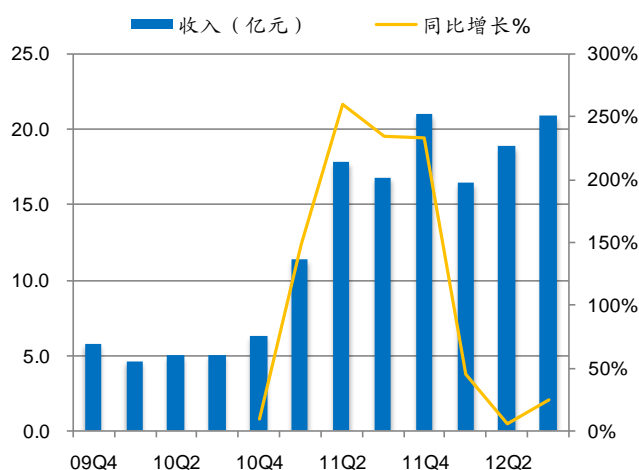


资料来源：国海证券研究所

2、公司收入稳步增长，毛利率持续提升，费用明年有望下降。公司收入呈现稳步增长态势，前三季度收入同比增长 19.9%，毛利率为 20.7%，同比提升 2.9 个百分点，其中光纤业务为主要贡献力量，我们认为公司毛利率将实现持续提升，基于以下理由：**一是光纤生产工艺技改不断推进**，2012 年上半年已经完成 50% 的技改，拉丝效率提升 20%，到年底将完成所有拉丝塔的技改，同时也节省了氮气的用量；**二是光纤预制棒产能释放提升毛利率**，公司目前光棒产能在 500 吨左右，四季度及明年将充分释放光棒产能，将显著提升公司整体毛利率。

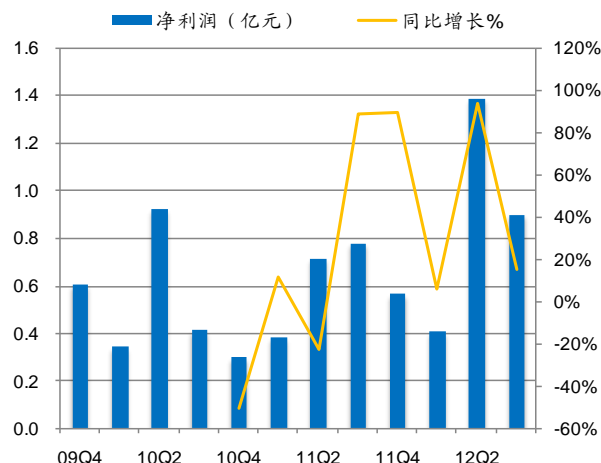
由于今年公司费用高企，压制了整体净利润释放，我们认为今年费用压力比较大，主要是因为管理费用、财务费用较高，截止今年三季度，两项费用分别达到 4.65 亿、2.25 亿，较去年同期分别增长 72%、78.6%，由于新产品研发费用占比不会下降、以及增发未成功导致长短期借债利息高企，预计明年增发过会将显著降低财务费用。

图 3、公司分季度收入增长情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 4、公司分季度净利润增长情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

3、国内光纤光缆行业高景气度将持续至“十二五”末，“宽带中国”专案落地催生行业新的需求。光纤权威研究机构 CRU 最新研究表明，西欧、美国、巴西和俄罗斯等主要光纤市场增长疲软，而中国光纤市场仍然保持强劲增长，从 2011 年占比全球份额的 46% 增长到 2012Q3 的 49%，2012 年前三季度全球光缆销售量达到 1.77 亿芯公里，同比增长 11%。国内光纤高需求方面，我们认为光纤光缆行业目前这种高需求将持续到“十二五”末，其中接入网光纤化、4G 网络部署将是支撑光纤光缆行业未来 3 年的硬需求，软需求包括三网融合、移动和广电获得固网牌照进入固网领域、物联网、无线室内覆盖等，随着“宽带中国”专案的落地，光纤光缆行业将面临新的机遇，公司作为行业龙头将显著受益。

4、主营光纤业务增长稳健，电力、通信电缆需求放缓，新业务（ODN、海底光缆等）将逐步贡献新利润。目前公司光纤产能在 2200 万芯公里，预计 2013 年达到 3000 万芯公里，光纤业务增长稳健，随着光棒募投项目投产，光纤预制棒自给率不断提升，预计到 2013 年将实现全部自给，这将显著提升公司整体盈利能力。由于电力、通信电缆需求出现下滑，公司这两块业务未来几年将有所放缓，对业绩形成一定的利空，但新业务（ODN、海底光缆）目前已经逐渐成长并贡献部分利润，公司增发的募投项目海底光纤光缆项目达产后将实现年产 2 万公里海底光缆产能，海底光缆有望成为一项新的业绩贡献点。

光纤预制棒自产率敏感性分析

关键假设：目前进口光棒价格在 165 美元/千克（海关数据），而自产预制棒的成本在 750 元/千克（调研数据），这样测算下来光纤厂商自产每吨光棒将节约 28.9 万元（人民币对美元按 6.3 计算）。

结论：2012 年公司新增光棒产能分别在 200 吨，增厚 EPS 分别为 0.28 元，但实际光棒存在成本摊销，故实际

增厚 EPS 略低于测算值。

表 2、光纤预制棒自产率敏感性分析

光棒厂商	光纤产能/ 万芯公里	光棒需求/ 吨	光棒自产率/增厚 EPS					
			0%	20%	40%	60%	80%	100%
亨通光电	2000	600	0.00	0.17	0.33	0.51	0.66	0.85

资料来源：国海证券研究所

光纤价格敏感性分析

前提假设：各光纤厂商产能不会出现太大波动，按照目前电信运营商集采均价在 68 元/芯公里为测算基础，根据前面的供需、驱动因素等分析，我们认为 2012 年光纤价格下降空间有限，基本维持 68 元。

结论：光纤价格每上涨 1 元，则对公司 EPS 增厚 0.1 元；每下滑 1 元，则对公司 EPS 减少 0.1 元。

表 3、光纤价格变动敏感性分析

光棒厂商	光纤产能/ 万芯公里	光纤价格变动/增厚 EPS					
		66	67	68	69	70	71
亨通光电	2000	-0.19	-0.10	0.00	0.10	0.19	0.29

资料来源：国海证券研究所

5、公司行业龙头优势明显，长期受益行情高景气度，给予增持评级：预计 2012/13/14 年 EPS 分别为 1.62/1.89/2.13 元，对于当前股价的 PE 分别为 11.8/10.1/9.0 倍，目前公司估值较低，看好公司行业龙头地位所带来的业务优势，**给予增持评级。**

6、风险提示：（1）、“宽带中国”政府补贴力度低于预期。（2）、光纤光缆价格继续下降。（3）、行业竞争加剧风险。（4）、光纤预制棒产能不达预期风险。

表 4、亨通光电（600487）盈利预测表

证券代码:	600487.sh				股票价格: 19.13	投资评级:	增持		日期:	2012-11-14
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E	
盈利能力					每股指标					
ROE	9.7%	13.4%	15.6%	17.7%	摊薄EPS	1.18	1.62	1.89	2.13	
毛利率	18.9%	20.7%	19.6%	19.1%	BVPS (最新股本)	10.41	10.05	9.63	9.16	
期间费率	14.1%	16.4%	14.2%	13.8%	估值					
销售净利率	3.6%	4.1%	4.1%	3.9%	P/E	16.3	11.8	10.1	9.0	
成长能力					P/B	1.8	1.9	2.0	2.1	
收入增长率	220.8%	21.4%	18.2%	16.8%	P/S	0.6	0.5	0.4	0.4	
利润增长率	49.6%	37.7%	16.6%	13.0%						
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
总资产周转率	0.85	1.01	1.16	1.32	营业收入	6689	8122	9601	11216	
应收账款周转率	3.20	3.35	3.44	3.61	营业成本	5427	6441	7722	9078	
存货周转率	3.43	4.22	4.77	5.48	营业税金及附加	17	21	25	29	
偿债能力					销售费用	287	388	439	508	
资产负债率	68.0%	68.9%	69.8%	70.6%	管理费用	430	597	656	796	
流动比	1.07	1.11	1.16	1.20	财务费用	210	324	240	215	
速动比	0.74	0.80	0.85	0.89	其他费用/(-收入)	(36)	60	(18)	(18)	
					营业利润	282	410	501	572	
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业外净收支	72	62	50	50	
现金及现金等价物	1115	1140	1112	1134	利润总额	354	472	551	622	
应收款项	2090	2427	2790	3105	所得税费用	49	66	77	87	
存货净额	1584	1532	1625	1661	净利润	304	406	474	535	
其他流动资产	299	444	515	624	少数股东损益	61	71	83	93	
流动资产合计	5088	5543	6041	6524	归属于母公司净利润	243	335	391	442	
固定资产	1430	1164	893	635						
在建工程	743	753	773	783	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	
无形资产及其他	344	344	310	275	经营活动现金流	195	500	632	721	
长期股权投资	191	221	231	241	净利润	304	406	474	535	
资产总计	7836	8065	8288	8498	少数股东权益	61	71	83	93	
短期借款	3177	3277	3227	3217	折旧摊销	150	320	325	329	
应付款项	1050	1197	1477	1711	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	139	125	121	110	营运资金变动	(320)	(562)	(803)	(684)	
其他流动负债	400	400	400	400	投资活动现金流	(1060)	226	241	238	
流动负债合计	4765	4998	5224	5438	资本支出	(1108)	256	251	248	
长期借款及应付债券	441	441	441	441	长期投资	(81)	(30)	(10)	(10)	
其他长期负债	120	120	120	120	其他	129	0	0	0	
长期负债合计	561	561	561	561	筹资活动现金流	890	(309)	(527)	(549)	
负债合计	5327	5559	5786	6000	债务融资	2678	100	(50)	(10)	
股本	207	207	207	207	权益融资	5	0	0	0	
股东权益	2509	2506	2502	2498	其它	(1793)	(409)	(477)	(539)	
负债和股东权益总计	7836	8065	8288	8498	现金净增加额	25	417	345	409	

资料来源：国海证券研究所

【分析师承诺】

杨鑫林，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，除法律规定的情况外，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%。

【研究团队】

梁 铮: 分析师，中国人民大学金融工程硕士，华中科技大学通信工程&计算机双学士。7年电信行业工作经历（中国联通），目前在国海证券从事通信行业研究。

钱文礼: 分析师，西南财经大学金融工程硕士。曾任皓胜电子研发工程师，3年证券行业电子行业研究经历，目前在国海证券从事电子行业研究。

杨鑫林: 分析师，北京航空航天大学精密仪器硕士。2年航空航天工作经历（航天科技集团航天五院研发工程师），2年证券行业通信行业研究经历，目前在国海证券从事通信行业研究。

陈 宁: 分析师，北京大学传播学硕士，北京师范大学工商管理学士。4年电信行业工作经历（中国联通，中国移动研究院），目前在国海证券从事传媒行业研究。

孔令峰: 分析师，东北财经大学企业管理硕士。2年证券行业研究工作经历，目前在国海证券从事计算机软件行业研究。

李亚军: 助理分析师，中山大学财务与投资硕士。目前在国海证券从事通信行业研究。

【机构销售团队】

北京区: 北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区: 上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区: 深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn