

光通信景气度回升，战略转型迈向新平台

■ **光通信产业链一体化优势凸显，业绩增长稳定。**亨通光电是国内光纤光缆行业六巨头之一，光纤光缆产销量连续多年稳居全国前三甲，全球市场份额位列第四，2007-2014年收入增长十倍。公司逐步完成“光棒-光纤-光缆-ODN”产业链一体化布局，在产业链的核心环节光预制棒领域，产能位居全国前二，综合竞争优势突出。收购电信国脉后能够为客户提供完整光通信解决方案，未来公司有望受益于行业格局进一步集中的趋势。2015年中报业绩预增40%-70%，超出市场预期，我们预计公司全年业绩增长仍然较为乐观，并且未来两年持续性较强。

■ **光通信景气度复苏，海缆业务军工和海外市场大有可为。**受益于宽带战略、4G建设与三网融合推动，国内光纤光缆需求迅速增长，2014年达1.4亿芯公里，预计2015年国内市场需求增长23.5%达1.85亿芯公里。同时受益于国家对美日进口光棒反倾销，光纤价格止跌回升，部分企业毛利率稳中有升，与市场之前对光纤产能严重过剩的悲观预期存在差异。近两年公司海缆业务不断突破技术和市场壁垒，取得UQJ认证、泰尔认证及国防两证，具有高塔和国内海缆生产厂家最大的专用码头，生产实力全国领先。上半年超预期取得军工大订单，未来该领域市场前景广阔。海外订单也在落地，目前来看全球海缆产能比较稀缺，未来3-5年都面临很大的需求。公司海缆业务在军工和海外市场大有可为。

■ **向系统综合解决方案服务商迈进，战略转型互联网等领域。**2015上半年公司电力电缆和海缆业务增长强劲，对应业务具有较强的技术壁垒和较大的市场需求。牵手中兴能源践行一带一路战略，海外成长逻辑逐步兑现。收购电信国脉后实现从单一产品到通信系统解决方案服务商的转型，公司有望进一步加大在电力领域EPC工程布局，海外EPC工程业务极具发展潜力。公司资金充裕，将有力支撑外延式发展的战略。经历过前期的收购之后，公司在资本运作方面更加成熟，将继续围绕着互联网、物联网、大数据以及新材料方向战略布局，开拓新的成长空间。

■ **投资建议：**我们预计亨通光电2015年-2016年归属上市公司净利润分别为4.78和6.16亿元，同比增速分别为38.97%和28.83%，对应EPS分别为1.16元和1.49元。给予买入-A的投资评级，6个月目标价46.40元。公司内生业绩增长稳定，资金实力雄厚，转型有望开启新的成长空，建议投资者重点关注。

■ **风险提示：**行业竞争加剧的风险；转型不达预期的风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	8,590.7	10,471.1	12,985.5	16,129.6	19,559.5
净利润	291.0	344.2	478.3	616.2	756.5
每股收益(元)	0.70	0.83	1.16	1.49	1.83
每股净资产(元)	6.54	9.90	10.83	12.02	13.48

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	60.1	50.8	36.6	28.4	23.1
市净率(倍)	6.5	4.3	3.9	3.5	3.1
净利润率	3.4%	3.3%	3.7%	3.8%	3.9%
净资产收益率	10.5%	8.4%	10.7%	12.4%	13.5%
股息收益率	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
ROIC	8.7%	8.7%	8.5%	8.4%	8.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

46.40元

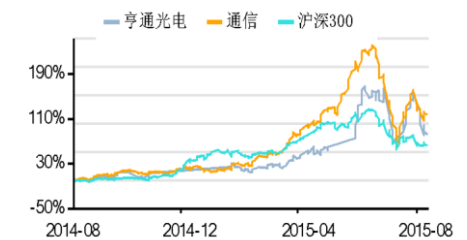
股价(2015-08-07)

32.39元

交易数据

总市值(百万元)	13,401.57
流通市值(百万元)	12,429.87
总股本(百万股)	413.76
流通股本(百万股)	383.76
12个月价格区间	16.52/44.66元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	15.03	33.87	27.38
绝对收益	14.49	21.27	95.24

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

报告联系人

陈宁玉

021-68767632

chenning@essence.com.cn

相关报告

高送转及员工持股彰显成长确定性	2015-07-22
牵手中兴能源，践行“一带一路”战略	2015-06-08
亨通光电：销售费用出现超于预期的大幅下降：2007	2007-10-25
三季度点评	

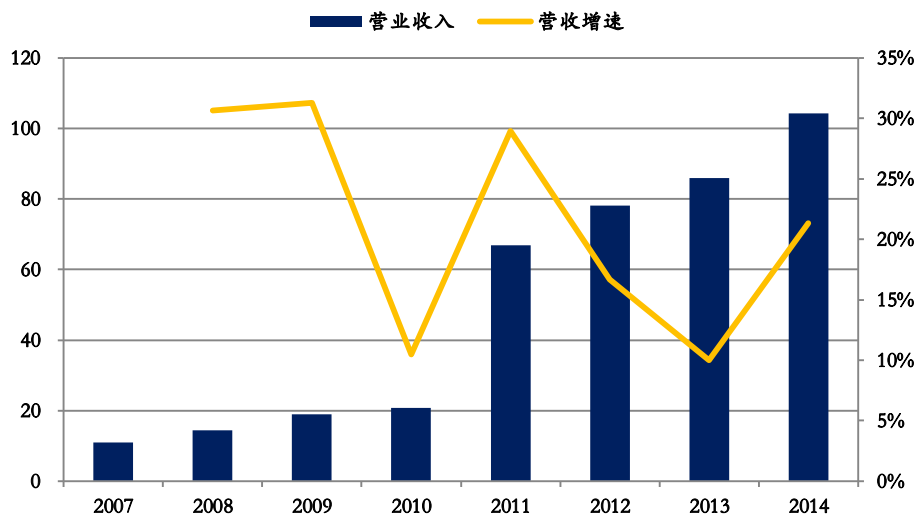
目 录

1. 多业务布局驱动业绩稳定增长	3
2. 光通信产业链一体化效果显现，巩固行业地位	5
2.1. 光通信行业景气度回升.....	5
2.2. 亨通光通信产业链一体化竞争优势显现.....	6
3. 加强研发体系建设，践行高端之路	9
3.1. 亨通切入海缆的广阔市场.....	9
3.2. 铁路信号缆市场需求旺盛.....	11
3.3. 在新能源线缆等新领域也有布局.....	11
4. 扬帆出海，积极开拓国际市场	13
5. 战略转型系统集成服务商与互联网领域	14
5.1. 发展战略清晰，资本运作助力转型.....	14
5.2. 收购电信国脉打造通信系统综合解决方案服务商.....	16
6. 奖励基金建立有效激励机制	19
7. 盈利预测与估值	20
8. 风险因素	22

1. 多业务布局驱动业绩稳定增长

亨通光电是国内光纤光缆行业的领军企业。江苏亨通光电股份有限公司总部位于苏州，位列国内光纤光缆行业的六大巨头之一，光纤光缆产销量连续多年稳居全国前三甲，其余五家为武汉长飞、通鼎光电、富通集团、烽火通信和中天科技。亨通公司在光纤光棒、智能电网、海底通信、电力、传输拥有最核心的自主知识产权及行业话语权。绝大部分产品服务于国内外重大项目和大型企业客户，如中国电信、中国移动、中国联通、国家电网公司、华为、上海贝尔等，以及航空航天、电力、广电、国防、总参、海洋工程等专用通信网。

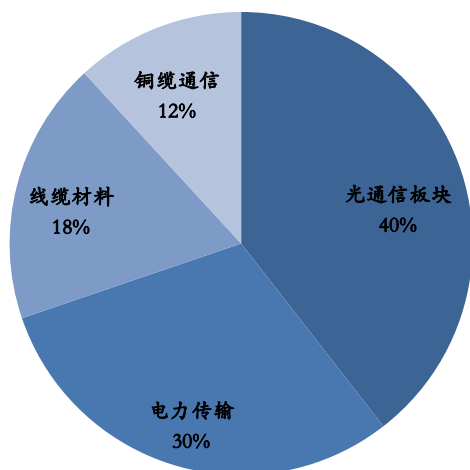
图 1：2007-2014 亨通光电营收保持高速增长



数据来源：WIND，安信证券研究中心

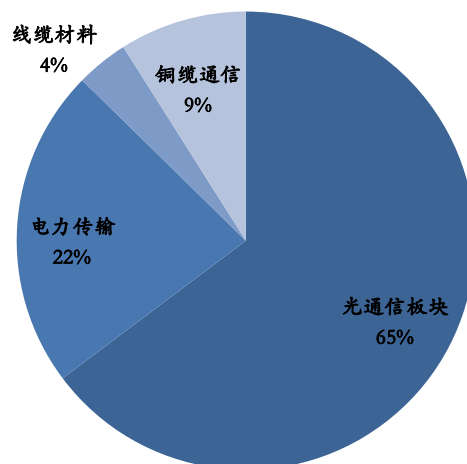
亨通自 2007 以来营收规模从 10 亿元迅速冲向 100 亿元，2015 年中报业绩超预期，全年业绩高增长可期。其中 2011 年收入规模大增是受重大资产重组影响，亨通向股东发行股份购买线缆和力缆资产。2014 年公司实现营业收入 104.2 亿元，同比增长 21.35%，实现归属净利润 3.44 亿元，同比增长 18.25%，扭转了 2013 年的业绩下滑趋势。公司预计 2015 年上半年实现归属净利润约 1.21 亿元至 1.47 亿元，同比增长 40% 到 70% 左右，超出市场预期，我们预计公司全年业绩增长仍然较为乐观，并且未来两年持续性较强。

图 2：亨通光电 2014 年营业收入结构



数据来源：WIND，安信证券研究中心

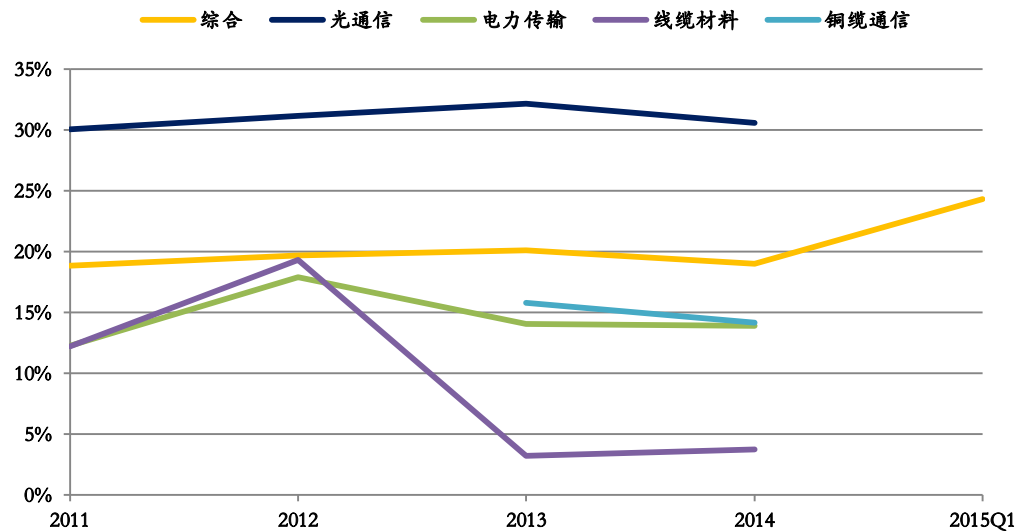
图 3：亨通光电 2014 年毛利率结构



数据来源：WIND，安信证券研究中心

光通信和电力传输业务是收入和利润的主要来源。亨通目前已形成了光通信、电力传输、铜缆通信、线缆材料四大主营业务板块，光通信和电力传输业务累计收入占比为 70%，贡献了 87%的毛利，是业绩的主要来源。其中光通信主要包括光纤、光缆、光器件以及光网络产品等业务，占收入比重 40%；电力传输主要包括高压线缆、中低压线缆、高压电缆、特种导线以及民用线缆等，占收入比重 30%；铜缆通信主要包括数据电缆、铁路电缆、汽车线缆等，占收入比重 12%。从毛利率情况来看，公司的整体毛利率基本保持在 20%左右的水平，2015 一季度毛利率大幅提升 5 个百分点，达到 24.31%。

图 4：2011-2015Q1 年公司分业务毛利率变动



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

巩固光通信板块优势的同时积极进行业务拓展。从过去来看，公司在光通信板块盈利能力较强、行业地位也较高。巩固光通信板块优势的同时积极进行业务拓展：(1) 建立完整的光电线缆产业群，自主产权的“光棒-光纤-光缆”光通信产业链，已完成全系列的 FTTx 的 ODN 研发与制造，引领光网城市的全系列产品产业群；(2) 海底光电复合缆及海底光缆、海底超高压电力缆，从中低压、高压到超高压全系列的电力电缆产业群；(3) 机车、轨道交通、海洋工程、新能源等领域用电气装备电缆产业群；(4) 高速数据线缆、高速信号传输线缆等全系列的电子消费线缆产业群。公司已经在电力传输板块、铜缆通信板块、线缆材料板块和国际业务等多个方面实现了快速增长。

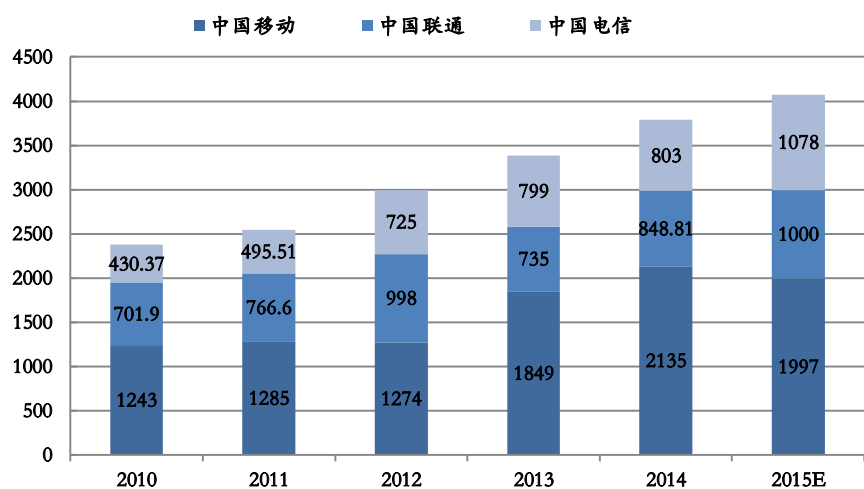
亨通光电积极战略转型提高综合竞争力。为应对光纤光缆行业前期的产能过剩和激烈的国内竞争，亨通光电围绕“从产品提供商向系统集成服务商转型、从国内企业向国际化企业转型、从生产型企业向研发生产型企业转型”的战略目标，通过调整、优化产品和产业结构，加快科技创新和投入，努力推进国际化，实现从低端向高端转型、从国内向国际化转型、从单一产品供应商向系统集成服务商转型。同时公司展开资本运作，拟向光通信产业链下游的通信运营服务业延伸和进入移动互联网等战略新兴产业，以形成内生增长与外延扩张双轮驱动的发展模式。2015 年亨通光电再度入围《财富》中国 500 强，排名从 2014 年的 483 名跃升至 418 名。公司战略转型带来的综合竞争力的提升，有望不断提升各项产品尤其是新产品的市场占有率。

2. 光通信产业链一体化效果显现，巩固行业地位

2.1. 光通信行业景气度回升

信息基础设施投资潮将持续。国务院办公厅出台关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见,四大措施力促提速降费:1.加快推进全光纤网络城市和4G网络建设,2015年网络建设投资超过4300亿元,2016-2017年累计投资不低于7000亿元。推进光纤到户进程,扩大移动通信覆盖范围,提升移动宽带速率。2.优化互联网骨干网络结构,大幅增加网间互联带宽,2015年扩容600Gbps,加大中央预算内投资,加快互联网国际出入口带宽扩容,全面提升国际互联带宽和流量转接能力。3.加快推动内容分发网络向大容量、广覆盖、智能化演进,不断增强网络流量承载和分发能力。4.促进铁塔等电信基础设施资源整合共享。全面推进“三网融合”,2015年底前将实施范围扩大到全国。

图 5：三大运营商资本开支规模维持高位



数据来源：运营商公告，安信证券研究中心

受益于国内宽带战略、4G网络建设（未来5G）及三网融合推动，中国成为全球光纤光缆需求最大的国家。近年来国家的宽带中国战略、运营商3G/4G通信网络的大规模建设以及三网融合的推进，直接促进了国内光纤光缆的需求迅速增长。根据CRU统计，2014年中国市场光纤需求量为1.4亿芯公里，产能已突破2.5亿芯公里，中国光纤出货1.41亿芯公里，同比增长7.6%。2014年全球光纤市场出货量为2.95亿芯公里，中国市场的光纤出货量已占到全球近一半。2014年光缆需求量1.4亿芯公里，也约占世界总需求的50%。根据CRU预测，2015年全球光纤电缆市场需求料增15.3%，总里程超过3.52亿芯公里。其中中国市场增长23.5%至1.85亿芯公里，我国已成为全球使用光纤光缆最多的国家。

国家对美日进口光纤预制棒进行反倾销，有利于国内光纤光缆行业长期发展。根据相关数据我们可以看出，我国光纤产能相对于国内需求过剩仍较严重，前两年光纤价格不断下滑。根据我们对集采价格统计，2009年光纤价格80元/芯公里，2011年电信与联通的招标价锁定在71元/芯公里，2013年中国移动集采最低价格仅51元/芯公里。5月份商务部发布2015年第15号公告，初裁认定原产于日本和美国的进口光纤预制棒存在倾销，并公布临时反倾销措施，有利于国内企业获得更多的市场份额。商务部曾在2003年和2010年发起对原产于美、日、韩和欧盟的进口非色散位移单模光纤反倾销调查，最终对上述地区光纤厂商征收反倾销税，此次又初裁认定美、日光棒产品反倾销，侧面表明了国家支持国产光通信企业发展的态度。同时受益于国内市场需求的增长和光棒反倾销政策，光纤价格已经止跌回升，散纤价格从去年的最低每芯公里41元回升到51-52块钱。

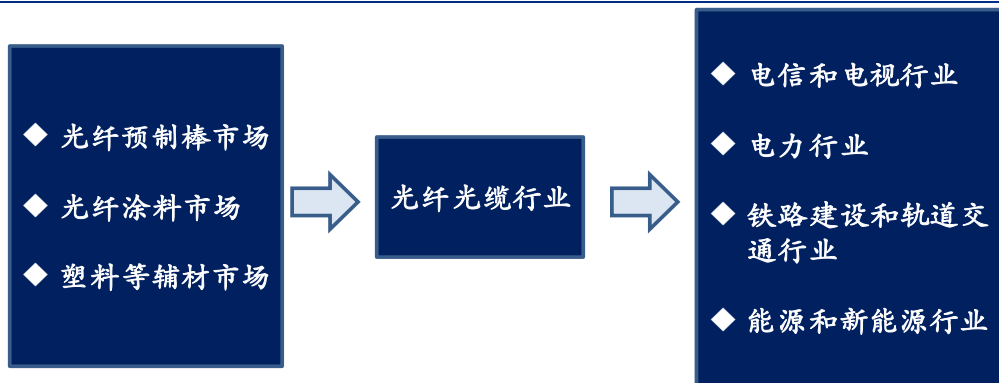
图 6：商务部发起光棒反倾销调查历程



数据来源：通信产业网，安信证券研究中心

国内光纤光缆行业的发展历程，可以概括为三个阶段。(1) 光缆低端制造：2000 年开始，国内主要的厂商进行最低端的光缆制造，而光纤以国外进口为主。(2) 光纤生产竞争阶段：2003 年对国外光纤进口反倾销，国内厂商借此良机将光缆生产延伸至光纤生产，而光棒仍以进口为主。(3) 光棒生产竞争阶段：2009 年长飞建成国内首条光棒拉伸生产线，国内光纤光缆生产企业加大对光棒研发、生产投入，通过自行研究或与外商合作，逐渐在光棒制造技术上获得了突破。

图 7：光纤光缆行业产业链



数据来源：安信证券研究中心

光棒在整个光纤光缆产业链中占据了大部分利润。在光棒-光纤-光缆产业链中，光棒是位于顶端的高技术产业，也是最为核心的环节。按照前期的利润占比的经验来看，光棒占到光纤成本的 65%-70%，而利润占据了整条产业链的约 70%，而光纤和光缆的利润占比大约为 20% 和 10%。随着国内光棒生产能力的不断增强，预计光棒环节的利润占比可能会有所降低，但仍然是产业链最核心、利润占比最大的部分。

2.2. 亨通光通信产业链一体化竞争优势显现

国内厂商光纤预制棒生产能力不断增强，亨通光电位居前列。国内厂家通过技术引进、研发投入，光纤预制棒生产能力不断增强，实现进口替代。从光棒的需求总量来看，2008 年至 2013 年中国光棒的需求从 1600 吨猛增至近 5000 吨。从光棒的需求结构来看，国内光棒已从 2009 年以前绝大部分依赖进口发展到 2010 年约 75% 进口，2011 年、2012 年中国光棒的进口额分别占当年总需求量的 46%，29%。根据 CRU 2014 年 2 月的报告显示，2013 年国内预制棒进口量为 2300 万芯公里，预计 2014 国内的预制棒产能就会出现富余。实际情况来看国内光棒从建设到全部投产需要时间，产生一定的滞后，国内光纤预制棒

仍需部分进口光棒来弥补。

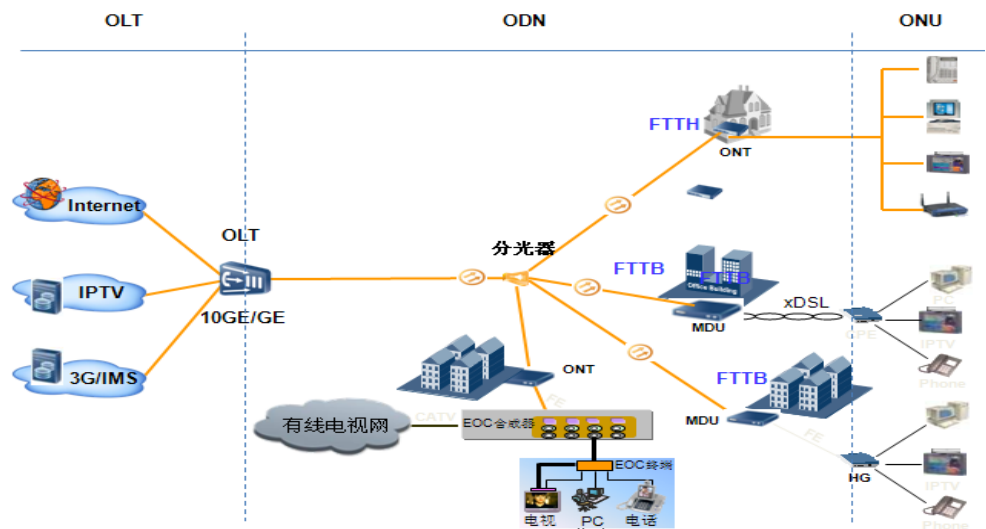
表 1：部分光纤光缆行业大企业产能对比

公司简称	2013 年光纤产能	预制棒进展	预制棒合作伙伴	制棒工艺
武汉长飞	3200 万芯公里	2016 年达到 1500 吨	飞利浦/信越	PCVD+RIC PCVD+OVD
亨通光电	3000 万芯公里	2008-2010 年开始量产, 2012 年 4 月进行光棒产能扩张, 2013 年规模达 600 吨, 目前产能 1000 吨左右, 总规划 1200 吨	OFS	VAD+VOD CCVD+OVD
烽火通信	2000 万芯公里 (2014 年突破 3000 万芯公里)	2013 年光棒产能 350 吨, 预计 2016 年光棒产能 800-1000 吨	日本藤仓	VAD+VOD VAD+PCVD+VOD
富通集团	2000 万芯公里	2013 年 2 月募资建设年产 500 吨, 建设期 4 年, 届时光纤预制棒年产能达 1100 吨	日本住友	VAD+VOD MCVD+VOD
中天科技	1500 万芯公里	2013 年底 400 吨, 2014 年底有望达到 600 吨	日立	VAD+VOD

数据来源: OFweek, 通信产业网, 安信证券研究中心

向上游光棒延伸, 竞争力得到提升。在国内光纤光缆行业竞争日趋激烈的情况下, 2013 年亨通光电光通信板块的毛利率同比提升 0.97%, 达到 32.16%, 主要依赖于光预制棒自给配套能力的提升降低了成本, 抵御了光纤光缆价格下滑带来的不利影响。当前亨通光电光棒年产能达到 1000 吨左右, 总规划 1200 吨, 能够完全满足自身的光纤拉丝需求, 对毛利率有积极贡献。

图 8：亨通光电 FTTx 系统结构



数据来源: 亨通光电, 安信证券研究中心

逐步形成“光棒-光纤-光缆-ODN”的产业链一体化生产能力, 巩固行业地位。除了向上游发展光纤预制棒项目, 亨通光电也在向下游延伸。2003 年开始研发光配线网络 ODN 产品项目。2011 年通过收购上海宏普通讯器材有限公司 ODN 产品的相关资产和团队, 并设立控股子公司上海亨通宏普通信技术有限公司, 拥有了自己的 ODN 产品规模化生产和供应基地。2013 年增发计划新募投资项目建成后将形成新增年产 181 万套/个 ODN 产品生产能力。FTTx 系统包括有源设备 (OLT 和 ONT) 和光配线网络 (ODN) 规划两部分。ODN 是 FTTx 发展的关键一环, ODN 接入设备的投资比例约占 FTTx 设备投资的 50%。亨通光电逐步形成了“光棒-光纤-光缆-ODN”的产业链一体化生产能力, 综合竞争力得到显著提升, 有利于市场的进一步开拓。

不断获得订单, 助力业绩稳定增长。亨通光电在中国移动 2013 年光纤光缆产品集采中取得了普缆第二、蝶缆第一、带缆第一、光纤第三的分量排名, 预计对应的金额在 10.87

亿元左右。2014 年在中国移动的数据缆和通信电缆产品的集采，并分别取得第一和第三的分量排名，预计对应的金额在 5.5 亿元左右。在中国电信 2014 年光纤光缆集采招标中，相关项目中也全部中标。多次中标运营商大单显示了公司在行业内的竞争优势，我们预计公司传统主业仍能够保持稳定的增长。根据《企业与市场》报告，2013 年中国光纤制造市场和光缆制造市场收入增长 18.4%，达 153 亿美元（约合人民币 948.6 亿元）。预计 2013 至 2018 年的 5 年中，光纤光缆制造业收入以年利率 11.6% 增长，到 2018 年达 266 亿美元（约合人民币 1650 亿元）。光纤光缆行业还是能够保持比较平稳的增长。

表 2：亨通光电 2014 年至今重点合同统计

时间	合同对象	合同金额	执行期限	合同项目	备注
2015 年 7 月	国家电网	1.1 亿元		输电线路材料导地线、输电线路材料光、35~110kV 电力电缆	子公司亨通力、公司、子公司亨通高压分别中标
2015 年 7 月	某军工企业	7,500 多万元	2015 年度	某军工项目海光缆及配套	子公司亨通高压
2015 年 6 月	中兴能源(天津)	2.66 亿元	每次具体订单约定为准	中低压电缆、光伏电缆、中低压电缆终端、控制电缆及通讯电缆	子公司亨通电力电缆
2015 年 3 月	中国电信			电力电缆、对绞型用户引入电、数字通信用水平对绞电缆	子公司亨通线缆
2014 年 10 月	国家电网	1.52 亿元		淮南~南京~上海 1000 千伏交流特高压输变电工程 1000 千伏交流线路工程铝合金导线、输电线路材料节能导线、35~110kV 电力电缆	子公司亨通力缆、子公司亨通高压
2014 年 6 月	中国移动	5.5 亿元	2014-2015 年	通信用电力电缆产品、数据线缆产品	子公司亨通线缆

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：全球光纤预制棒、光纤供货商、光缆供货商市场份额（2013 年数据）

光纤预制棒		光纤		光缆	
公司	市场份额	公司	市场份额	公司	市场份额
长飞	19%	康宁	16%	Prysmian S.P.A	9%
康宁	17%	长飞	13%	长飞	8%
Prysmian S.P.A	11%	Prysmian S.P.A	12%	康宁	7%
信越化学工业株式会社	10%	古河电气工业株式会社	9%	亨通光电	7%
古河电气工业株式会社	9%	住友电工	7%	富通集团	6%
住友电工	7%	亨通光电	7%	古河电气工业株式会社	6%
亨通光电	6%	藤仓公司	6%	其他	57%
藤仓公司	6%	其他	31%		
其他	16%				

数据来源：Freedonia，安信证券研究中心

预计行业集中度将进一步提升，综合实力较强的厂商市场份额有望提升。目前光纤光缆产业已经形成全产业链高度竞争的发展态势，厂商之间主要比拼的是规模经济和成本控制能力，规模较小的厂商难以生存。供货和市场份额主要集中在六大主流企业，包括长飞集团、亨通光电、富通集团、烽火通信、通鼎互联、中天科技产能占国内光纤光缆产业产能的 70%-80%，其中亨通的市场份额约为 18%-20%，行业排名国内第二，全球第四。亨通光电的优势在于逐步完成了“光棒-光纤-光缆-ODN”的产业链一体化布局，可有力地提升为客户提供完整光通信解决方案的能力，由线缆供应商向系统服务商转变，未来市场份额有望获得持续提升。我们认为国内光纤行业将进一步整合，特别是拥有光纤预制棒的企业将在整合中占据优势，行业格局将进一步集中，亨通光电或将成为行业整合的受益标的。

3. 加强研发体系建设，践行高端之路

亨通光电作为国内领先的线缆供应商，在行业标准制定、专利授权以及新技术储备方面都有较为突出的积累。公司拥有 30 多名享有声誉的光电线缆专家和高级专业技术人才，具备较强的技术研发能力。亨通曾先后参与国家及行业标准制订数 61 项、获授权专利 1176 项，这两项均居国内行业第一，先后承担 150 多项省部级以上新产品及技术攻关项目，在光纤光棒、智能电网、海底通信、电力传输等领域拥有核心的研发技术及自主知识产权。为提高产品附加值进行差异化竞争，重点对特种光缆、海底光缆、铝合金导线、超高压电缆、铁路信号缆进行研发投入，开发了新能源汽车线缆和充电桩电缆等多项新产品，预计随着这些新产品市场的成熟，新的盈利贡献点涌现。

3.1. 亨通切入海缆的广阔市场

海缆是在辽阔的海域上把五大洲、四大洋以及大陆与岛屿连为一体的海底电力和通信媒介，包括海底光缆和海底电缆。海缆具体包括四类：海底通信电缆（已被淘汰）、海底光缆、海底电力电缆、光电复合缆。海底电缆主要用于对岛屿供电、海洋石油开发、海上风电开发以及内陆江河湖泊水底线路。全球享用的洲际电报、电话、信号、数据传输以及互联网，超 97% 的数据通信是通过海底光缆承载，3% 由卫星系统传输。特别是海底光纤光缆具有大容量、高质量、高清晰度、低价格和安全可靠等优势。

随着我国加大开发海洋经济，深海型海底电缆和海底光缆需求将增加。中国拥有长达 1.8 万公里长的海岸线，超过 6000 个大大小小的岛屿分散在海岸的边缘，随着海洋建设的蓬勃发展，对于海底通信光缆、光电复合海底电缆和海底交联电缆的需求十分之巨大。(1) 根据中国行业研究网报告，2015 年中国各类海底电缆的市场容量可达 20000 公里，其中岛屿供电、海底资源开发和海上风电开发等是海缆市场上的主力工程。随着“十二五规划”中海洋开发战略的深入实施，到 2020 年各类海底电缆的市场容量可达 30000 多公里，市场总容量大约 350 亿元，而目前海底电缆实际销售总额 100 亿元左右。(2) 我国目前对海底光缆的需求快速增长，主要用于远距离岛屿之间、岛屿与大陆之间、跨海军事设施之间的通信联络及数据传输等重要用途。国际间的线路是海底光缆的主要市场，根据 Radar Screen 2012 年不完全统计数据显示，国际上已公布 2013-2018 年期间拟实施的海底光缆项目共有 94 个，2017-2018 年均市场总额应该不低于 8.6 万公里。

表 4：中国各类海底电缆市场总额

应用领域	2010 年 (公里)	2015 年 (公里)	2020 年 (公里)	备注
岛屿供电	2000	5000	10000	海底电缆
海洋石油开发	2500	5000	8000	海底电缆
海上风电场	5000	10000	15000	海底电缆
以上合计	10500	20000	38000	海底电缆
海上石油平台	10000	20000	40000	平台电缆

数据来源：中国电线电缆网，安信证券研究中心

表 5：国际海底光缆市场总额

年份	海底光缆公里数	每年平均公里数
2013-2014	57,760	28,880
2015-2016	87,100	43,550
2017-2018	172,980	86,490

数据来源：Radar Screen，安信证券研究中心

图 9：中国国际海底光缆出口分布图



数据来源：互联网，安信证券研究中心

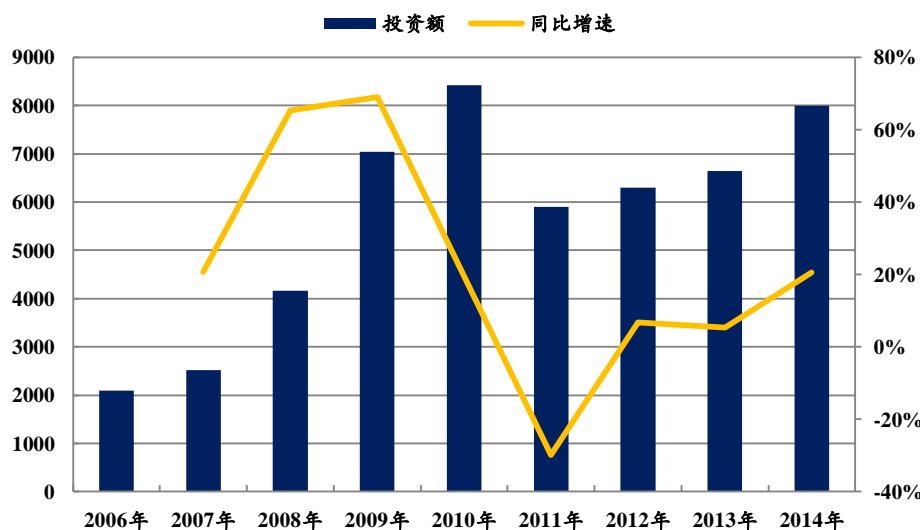
一带一路国家战略对我国光通信、电力传输及海缆行业带来的机遇。国家发改委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，提出共同推进“跨境光缆等通信干线网络建设”、“跨境电力与输电通道建设”、“水电、核电、风电、太阳能等清洁、可再生能源合作”以及“合作建设洲际海底光缆项目”等规划。在电力方面，未来“一带一路”的实施，很可能在亚洲范围内建立起中亚、蒙古、俄罗斯(亚洲部分)经中国向东南亚、南亚输电的电网互联模式。“一带一路”沿线多国多为发展中国家，大多进入工业化和城镇化的快速发展阶段，亟需大量资本和先进技术来发展电力基础设施。顺应国际形势走出去将为国内电力传输企业和电力 EPC 总包和系统集成提供机遇。而在海底光缆方面，21 世纪海上丝绸之路沿线的跨海、跨洋通信与电力传输建设，也将为我国海缆行业带来良好的市场机会。

海缆市场利润较高，拥有较强的技术壁垒。海缆的毛利率较高，基本在 40% 以上。然而海缆产品从设计研发到生产敷设，每一个环节都与其使用性能密切相关，核心技术仍由耐克森集团、ABB 集团等国外企业掌控。柔性直流输电技术、大容量、长距离海底电缆、深海金属铠装缆、动态海缆等都是目前海缆市场的热门技术，国内能与外企抗争的仅有中天科技、亨通、华为海洋网络等屈指可数的海缆企业。

亨通光电海缆业务厚积薄发，发展迅速。在海底电缆市场，国内中天科技较为领先，产能和市场份额上有优势。亨通相比中天科技进入该领域较晚，但发展非常迅速。海缆业务依托子公司亨通高压，2012 年开始基建，2013 年设备安装完，2014 年产品小规模进入市场，2015 年迎来快速增长。目前已取得多款海缆产品的国际 UQJ、UJ 认证，无中继产品获得全系列 13 张证书。公司在位于东海 90 海里处的长江南岸常熟开发区建立了目前国内海缆生产厂家最大的专用码头，拥有 2 个万吨泊位和国内外先进设备，可满足大长度海缆装船的需要。并且海底光缆也取得了国防两证，近期中标军方订单 7500 万，对应较大的军方市场需求，还包括一些海外的订单，未来还可能与国外大企业合作。目前来看全球海缆产能比较稀缺，未来 3-5 年都面临很大的需求。海缆业务已经公司重要的业绩增长点。

3.2. 铁路信号缆市场需求旺盛

图 10: 2006-2014 年铁路投资数据 (亿元)



数据来源: 前瞻网, 安信证券研究中心

2015 铁路投资有望保持 8000 亿规模。2014 年铁路建设取得创纪录的成绩,完成投资 8088 亿元,新线投产 8427 公里,创历史最高纪录,目前我国铁路营业里程已达 11.2 万公里,其中高铁 1.6 万公里。设备投资额大约在 1400 亿左右。铁路投资为稳增长、促改革、调结构做出重要作用。根据有关报道,2015 年的铁路固定资产投资预计与 2014 年相当,预计在 8100 亿元,同时高铁达到或超过国际水平,顺应一带一路战略走向全球。

随着国家高铁建设项目和各城市的地铁大规模建设,铁路和城市轨道交通市场处于高景气度,公司的铁路缆产品仍保持高需求状态。此外,铁路信号缆与软电缆均实现海外出口零的突破,其中铁路信号缆成功中标土耳其铁道部项目,软电缆中标泰国项目。预计公司 2014 年铁路信号缆营收 4 亿元,同比增长 100%。

3.3. 在新能源线缆等新领域也有布局

受政策推动新能源汽车进入快速发展期,将带动汽车线缆市场大规模增长。中国汽车工业协会统计数据显示,2014 年新能源汽车生产 78499 辆,销售 74763 辆,比上年分别增长 3.5 倍和 3.2 倍。其中纯电动汽车产销分别完成 4.8605 万辆和 4.5048 万辆,比上年分别增长 2.4 倍和 2.1 倍;插电式混合动力汽车产销分别完成 2.9894 万辆和 2.9715 万辆,比上年分别增长 8.1 倍和 8.8 倍。2015 年新能源汽车销量超预期,5-7 月份产量分别为 1.9 万、2.5 万和 2 万辆,预计全年销量将达到 25-30 万辆。根据《电动汽车科技发展十二五专项规划》,到 2015 年底,在 20 个以上示范城市和周边区域建成由 40 万个充电桩、2000 个充换电站构成的网络化供电体系。而充电站和充电桩的建设将有助于新能源汽车的推广。汽车线缆和充电桩线缆的需求巨大,市场前景非常可观。

亨通光电早在 2010 年前就瞄准新能源线缆和智能电网市场进行布局。专为纯电动汽车 (EV)、燃料电池电车 (FCV) 和混合动力汽车 (HVE) 配备设计,推出新能源汽车系列特种电缆解决方案: EFL 新能源汽车用柔性电池电缆适用于新能源汽车电池组电力系统和汽车充电口接入系统, EFLM 新能源汽车用柔性信号控制电缆适应于新能源汽车中对电压、电流、转速等的信号控制和传输网络系统, EFLC 新能源汽车柔性充电综合电缆适用于新能源汽车充电桩电力智能系统的电能输送、信号监控、安全预警信号反馈等。此后公司加

强研发体系建设，根据行业和市场情况不断相关产品的升级。新能源汽车电缆，我们是比亚迪最大的供应商，目前整体量不大，但我们认为随着新能源汽车市场的爆发，新能源汽车线缆和充电桩电缆业务也将实现快速增长。

图 11：亨通光电新能源汽车线缆系列产品



数据来源：亨通光电，安信证券研究中心

市场方面来看，电力传输板块的特种导线、海底电缆和高压电缆等产品均已进入国家电网、中国华电集团、中铁集团等多个市场，并取得了良好的中标业绩，市场占有率和新增产能的利用率正在稳步上升过程中。

4. 扬帆出海，积极开拓国际市场

亨通光电不断开拓国际化市场实现自我突破。国内线缆市场竞争愈加激烈，由于产品同质化严重，线缆企业出现了同质竞相降价竞争的局面。根据 CRU 统计，2014 年全球光纤年产能超过 1000 万芯公里的厂商有 11 家，国外有 4 家，国内有 7 家，部分中国光纤厂商仍在继续扩产。国内产能过剩是光纤光缆行业的最大问题。而全球各地区的光纤光缆需求都呈现强劲增长，东盟、印度、非洲和拉丁美洲的光缆需求量增速将从 2013 年的 13% 增至 2019 年的 20%，由此国际市场成为国内产能过剩的最佳突破口。亨通光电通过不断创新、不断拓宽市场来实现自我突破，并向高端领域、系统集成商转型，不断开拓国际化市场。将原有的国际化发展目标“531”提高到“555”，即拥有 50% 以上的海外市场、50% 以上的海外资本和 50% 以上的国际化人才，并制定了市场国际化、资本国际化和品牌国际化三步走方针，加快推进从本土企业向国际化企业的战略转型。

图 12：亨通光电海外技术服务机构和合作伙伴



数据来源：亨通光电，安信证券研究中心

亨通光电的产品创新、转型升级都将为国际化战略的实施提供有力保障。亨通光电已在南非、印度、俄罗斯等近 20 个国家和地区设立海外营销技术服务公司，业务范围覆盖 80 多个国家和地区。国际化的标准不仅是走出去，还有利用全球范围的资源实现优化配置。亨通的国际化从参加海外展会，进行海外销售等提升到了更深层次的海外合作、建设、生产，并取得积极的成果。2013 年海外市场营业收入达到 3.92 亿，同比增长超过 200%。2014 年海外业务增长了 80%，我们预计 2015 年的增长也将在 60% 以上，同时收入占比将超过总收入的 10%。

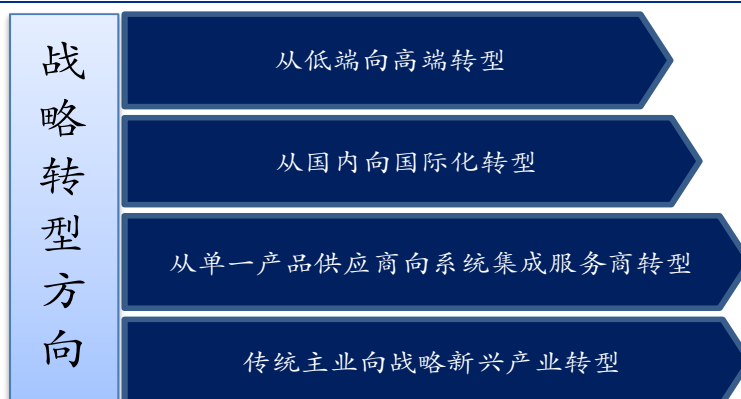
借助一带一路战略，进军海外已成为中国的光纤光缆企业探索未来发展之道的必由之路。顺应国家一带一路战略，走出去将为国内光纤光缆企业和 EPC 总包系统集成厂商提供历史性的机遇。一方面，光纤光缆企业进军国际市场是实现国内过剩产能转移的有效途径，将在一定程度上缓解国内的竞争压力。另一方面，相比国内过于注重价格的竞争环境，国外市场更注重服务和整体方案，这也将给具有技术和品牌优势的企业带来更大的利润空间和发展空间。

5. 战略转型系统集成服务商与互联网领域

5.1. 发展战略清晰，资本运作助力转型

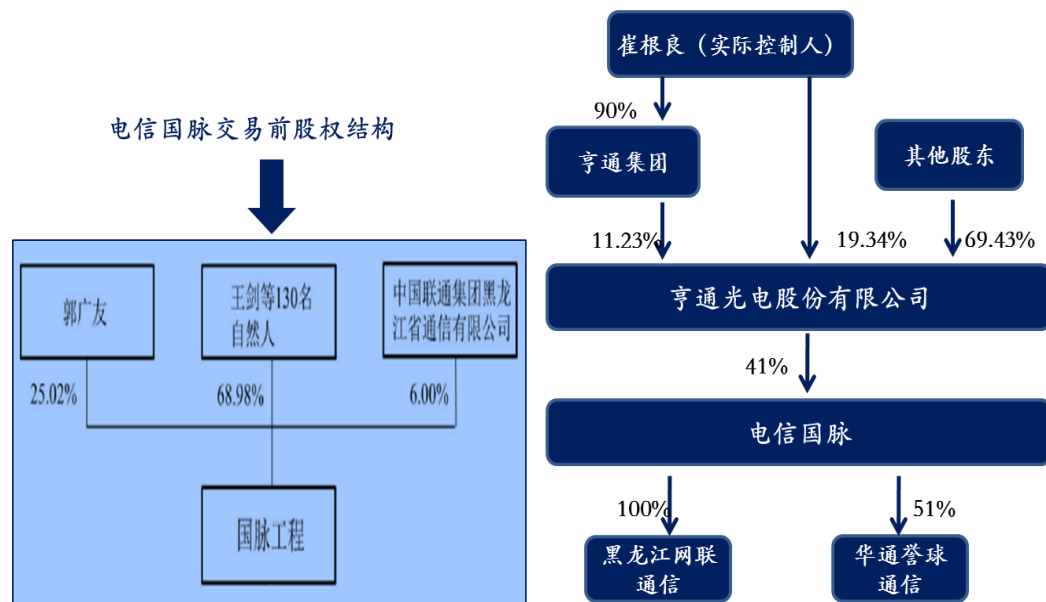
制定发展战略，实现可持续发展。前期公司制定了明确的发展战略：通过调整、优化产品和产业结构，实现从低端向高端转型、从国内向国际化转型、从单一产品供应商向系统集成服务商转型的战略目标。巩固主营的同时，还将借助资本市场推进传统主业向战略新兴产业转型的布局，包括移动互联网、大数据、物联网及新材料等领域，以形成完整的产业链和新的盈利增长点，实现可持续发展。

图 13：亨通光电制定了明确的发展战略



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14：电信国脉及上市公司股权结构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

启动资本运作，坚定向战略新兴领域转型开拓新的成长空间。公司在 2015 年初披露了重组草案，拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购通信技术服务公司电信国脉 41% 股权以及移动互联网公司挖金客信息 100% 股权，合计作价约 8.34 亿元。但由于后期挖金客交易对方因发生财产保全事宜，带来交易的不确定性，公司终止了增发收购的方案，进而改为以现金方式收购电信国脉。目前交易已经完成，亨通具有标的公司完全的股东资格，按照协议，公司后续将进一步收购电信国脉的股权。虽然此次终止收购挖金客，不

会影响和改变公司既定的发展战略。公司将加快推进产业转型升级的发展战略步伐，通过资本市场的并购、融资功能，寻求在移动互联网、大数据、物联网和新材料等领域的投资机会，积极向战略新兴产业转型。

表 6：收购电信国脉具体方案

收购电信国脉 41%股权	交易对象	郭广友等 131 名自然人
	交易金额	收购电信国脉 41% 的股权，合计电信国脉 2050 万股股份，交易总金额为 4.018 亿元。
	支付方式	现金支付：向郭广友等 131 名自然人支付现金人民币 4.018 亿元，购买其持有的 41% 股份
	表决权委托	后续将再收购郭广友等 11 人合计持有的电信国脉 10.9% 股权，届时将公司持有电信国脉 51.9% 的股权。在此之前双方约定，郭广友等 11 人将本次交易后合计持有的全部电信国脉股权的表决权委托给亨通光电行使。
	业绩承诺	交易对方承诺，2015-2017 年三个会计年度，电信国脉实现的净利分别不低于 8,000 万元、9,600 万元和 11,500 万元。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

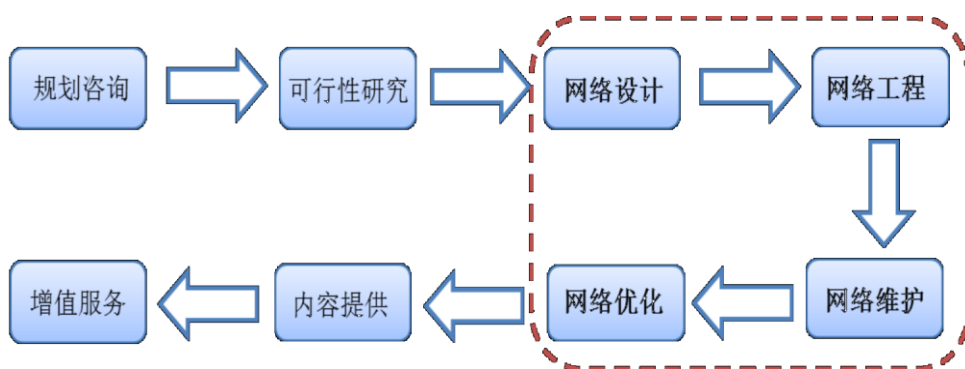
从产品提供商向通信系统集成服务商转型成效显著，电力工程 EPC 布局值得期待。2014 年公司在电信运维服务和 EPC 工程总包方面取得重大进展：成都亨通在西南市场设立四川亨通网智技术有限公司，切入运营商网络优化服务领域，并开展宽带光纤到户、驻地网工程建设、装机代维和运营服务。亨通高压和亨通光网在国内开展 EPC 工程总包，国际事业部联合国际知名的 EPC 工程公司开展在国际市场的电力工程 EPC 总包项目。2015 年公司与中兴能源签署《“一带一路”战略合作协议》，开展新能源等项目的工程咨询和设计、工程产品的采购、施工安装、运维管理、能效管理和投融资等合作。此次公司收购电信国脉完成了网络工程 EPC 领域布局，预计公司未来将会加强在电力工程 EPC 进一步布局，不排除利用资本市场加快进程。

5.2. 收购电信国脉打造通信系统综合解决方案服务商

电信国脉是国内领先的通信网络技术服务提供商。电信国脉成立于1997年5月，是国有法人参股的企业，中国联通集团黑龙江省通信有限公司持有其6%的股权。公司始终致力于为电信运营商和通信设备制造商提供通信技术服务，与三大运营商和华为、中兴、诺基亚西门子等知名通信设备制造商建立了良好的合作伙伴关系，多次获得优秀通信服务商荣誉。具备通信网络工程施工总承包一级（全国仅14家）和通信信息网络系统集成甲级资质，均为最高资质。核心管理团队都是行业内专业的管理人员或技术人才，平均从业经验达十年。下属有全资子公司黑龙江网联通信规划设计有限公司和控股51%的华通誉球通信股份有限公司，5家分公司。

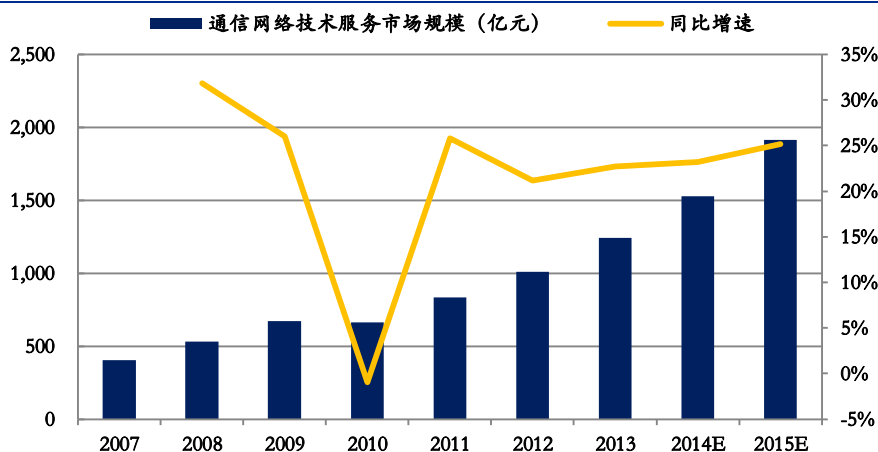
主营业务覆盖了通信技术行业产业链中的网络设计、网络工程、网络维护和网络优化四个领域。其中网络工程业务包括管道线路类工程服务和通信设备类工程服务，收入的比重超过90%，是目前的核心业务。其他三项业务发展良好，通信网络设计和网络优化业务收入分别从2012年的376.5万元和339.6万元上升至2014年前三季度的601.7和630.1万元。

图 15：通信技术服务行业产业链



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16：我国通信技术服务市场规模



数据来源：WIND，安信证券研究中心

受益于运营商的大规模基础建设投资，通信技术服务行业的发展迅速。国家宽带战略的推进，以及运营商4G网络的规模建设部署，使得电信固定资产投资快速增长。根据工信部统计，2007-2013年期间，我国电信固定资产投资完成额保持了7.84%的年复合增长

速度。电信投资直接推动了通信技术服务行业的发展，预计 2015 年整个通信通信技术服务的市场规模将达到 1914 亿元。随着 2015 年 FDD-LTE 牌照的发放，联通和电信的 4G 部署将会规模化建设。较大的网络规模、复杂的网络结构（2G/3G/4G 共存）、流量的迅猛增长，也使运营商在网络优化和网络运维方面持续投入，通信技术服务的市场规模有望持续增长。

华通誉球受益于宽带接入市场开发政策，实施接入网和驻地网的投资建设，与电信运营商进行收入分成。2014 年 12 月 25 日，工信部发布了《关于向民间资本开放宽带接入市场的通告》和《宽带接入网业务开放试点方案》，鼓励民间资本以建设宽带接入网业务所需基础设施、与基础企业开展合作并分享收益、租用基础电信企业接入网络资源等多种模式进入宽带接入市场。在三大运营商大部分投资集中于 4G 网络的情况下，鼓励民营资本进入接入市场，可以有效补充资金，推进宽带中国战略，促进信息消费。华通誉球目前的核心业务是电信维护外包服务及宽带接入网络投资运营。在宽带接入网络投资运营方面将直接受益于国家政策，实施接入网和驻地网的投资建设，并与电信运营商进行收入分成。

依托区域优势，开拓国内外市场。我国通信网络区域性特征比较明显，运营商基本以各省市为单位进行管理决策。电信国脉在黑龙江省的综合实力处于行业领先地位，多年工程服务中，与三大运营商和华为、中兴、诺基亚西门子等知名通信设备制造商建立了良好的合作伙伴关系，特别是作为中国联通的间接参股公司，在联通的市场份额有一定优势。近几年在全省的管线类工程和设备类招标中，市场份额基本都在 40%以上。并将成功经验应用于开拓国内外市场，目前已在国内江苏、西藏、广西、宁夏等 20 多个省及国外埃塞俄比亚、孟加拉、也门、毛里求斯、埃及、坦桑尼亚、尼日利亚、土库曼斯坦等 10 多个国家承接过大型通信设备工程项目。

图 17：一带一路战略示意图



数据来源：互联网，安信证券研究中心

电信国脉将成为亨通光电借力国家“一带一路”及实施国际化战略的重要支点。国家推动“一带一路”战略的大背景，工信部高度重视中国—亚欧通信网络设施建设和各类通信业务往来，积极参与制定了《周边国家互联互通基础设施建设规划》。《规划》提出将实现“一带一路”沿线国家在数据信息服务、互联网业务和国际电信业务领域实现互联互通。从目前来看，一带一路沿线大部分国家经济发展水平不高，电信基础设施比较落后，有些还处于 2G/3G 时代，宽带光纤网络普及率较低。此战略的推进有利于国内过剩

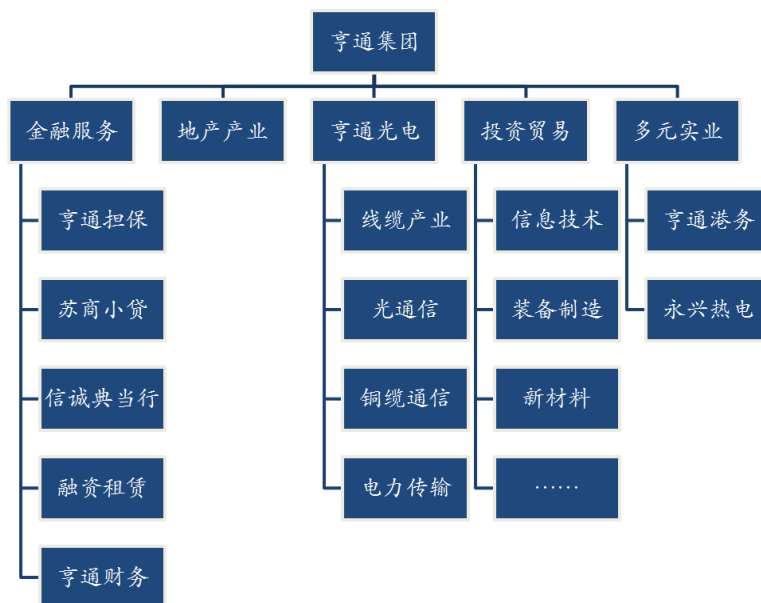
产能的输出，改善沿线国家通信服务水平的同时也给国内通信行业的公司带来新的市场空间。而亨通光电的国际化战略已经取得了不错的成果，已在南非、印度、俄罗斯等近 20 个国家和地区设立海外营销技术服务公司，业务范围覆盖 80 多个国家和地区，拥有承接海外 EPC 项目的经验。通过收购电信国脉将有助于公司更快地切入海外市场，拓展海外 EPC 项目总包业务、系统集成业务和通信网络综合技术服务业务，推动海外业务快速增长。

强强联合，亨通光电实现从硬件提供商向系统综合解决方案服务商转变。完成并购以后双方的协同性体现在以下几个方面：（1）业务方面。亨通光电是国内领先的光通信产业链一体化企业，电信国脉是国内优秀的通信技术服务企业，其通信技术服务业务可与亨通光电的光纤光缆制造业务形成良好互补关系。有效的业务协同可以为客户提供一站式的服务，降低了客户选择不同技术服务商的转换成本和管理成本，增强客户粘性。（2）市场方面。电信国脉在东北华北地区有市场优势，而亨通在我国南方及海外市场客户资源丰富，合并有利于实现双方国内外市场客户资源共享，导入各自优势的产品和服务，能够促进整体业务发展，提高综合竞争力和市场占有率。（3）成本管理方面。通过营销网络的合理布局、人力资源的科学有效利用、融资能力的提升及融资成本的下降等方面发挥协同效应。

6. 奖励基金建立有效激励机制

背靠亨通集团实力雄厚，民营企业机制灵活。公司实际控制人为崔根良，同时背靠亨通集团有限公司（持有公司 11.23%的股份），有助于公司实现产业与资本双线发展的战略。亨通集团股东为崔根良、崔巍父子，民营企业属性机制灵活，是服务于信息通信、电力传输、能源矿产、金融地产、投资贸易等领域的国家创新型企业集团，拥有全资及控股公司 45 家（其中 2 家公司在上海证券交易所主板和新加坡、香港上市），在全国 9 省市和南美、南亚、东南亚设立产业基地，全球 30 多个国家和地区设立营销技术服务分公司，产品覆盖 100 多个国家和地区。

图 18：亨通集团涉足多元实业及金融投资领域



数据来源：亨通集团，安信证券研究中心

采用灵活方式，建立长期激励约束机制。为确保公司持续健康发展，结合实际情况，公司在 2014 年制定了《奖励基金运用方案》。通过委托苏州信托设立了“苏信财富·华彩 H1402 单一资金信托”即指定受益对象的专项金融产品，首期 5600 万信托增持公司股份实施完毕，价格在 13.7 元-15.1 元之间。符合条件的奖励对象在 2023 年 1 月 1 日可行权归属于本人份额的 50%，其余份额在符合条件的奖励对象达到法定退休年龄后，分五年平均行权。这种锁定期近 10 年的长效激励机制，可以保留公司核心骨干人才，调动员工的积极性，使得员工与股东长期利益趋于一致，有利于公司从长远发展。

高送转及第二期员工持股计划彰显公司对未来发展的坚定信心与回报股东的诚意。近期再次推出员工持股计划，拟利用 2013-2014 年已提取的奖励基金约 3176 万元增持公司股票，激励的对象为公司董事、高管和核心骨干员工，锁定期三年。同时 2015 年中报提议 10 转 20 的高送转。我们认为大力度的员工持股计划建立了长期的激励机制，能充分调动员工积极性，而高送转方案不仅体现出公司对未来成长的坚定信心，也充分考虑了投资者的即期利益和长远利益，以实际行动表现出积极回报全体股东的诚意。

7. 盈利预测与估值

亨通光电主业包括光通信模块、电力传输、铜缆通信以及线缆材料板块，其中线缆材料板块的利润比重较小，预计未来几年收入和毛利率保持小幅增长，对公司整体业绩影响不大，我们着重对其他三个板块的营收和毛利率水平进行预测，特别是光通信和电力板块业务增长迅速，海外 EPC 工程项目极具发展潜力。

(1) 光通信板块。随着“光棒-光纤-光缆-ODN”的产业链一体化布局完善，亨通光电将获得在光通信领域的规模经济和成本控制的优势。直接受益于宽带中国战略以及 4G 网络建设以及海底光缆需求。我们预计光通信板块 2015-2016 年收入保持 20% 以上的增长，毛利率水平回升，稳定保持在 30% 以上。

(2) 电力传输板块。公司通过创新营销模式，开发新市场，新产品特种导线、高压电缆、海底电缆等新产品进入市场规模放量，铝合金导线等特种导线产品首次进入 2014 年国家电网集采取得第三名，新能源汽车以及充电桩线缆方面也有布局。随着新产品市场开拓，预计电力传输板块未来三年增速将在 30%-40%。

(3) 铜缆通信板块。数据缆、软电缆和铁路缆等受益于 4G 网络建设、国家高铁建设项目和各城市的地铁大规模建设较高的景气度，铜缆通信板块预计未来三年增速在 25% 左右。

(4) 收购电信国脉 41% 股权，交易对方承诺 2015-2017 年三个会计年度，电信国脉实现的净利分别不低于 8,000 万元、9,600 万元和 11,500 万元。

(5) 费用率方面，亨通光电实行精细化管理，合理管控各项期间费用，同时考虑到发行利率较低的公司债部分用于偿还短期贷款将有利于控制财务费用，因此今年的费用会得到良好控制。

表 7: 亨通光电盈利预测

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	6688.64	7804.28	8590.66	10471.13	12985.55	16129.59	19559.50
增速		16.68%	10.08%	21.89%	24.01%	24.21%	21.26%
净利润 (百万元)	243.47	345.02	291.04	344.16	478.28	616.19	756.51
增速		41.71%	-15.64%	18.25%	38.97%	28.83%	22.77%
毛利率	18.86%	19.68%	20.17%	19.43%	18.95%	18.99%	18.94%
销售费用率	4.29%	4.69%	4.86%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
管理费用率	6.43%	7.40%	7.73%	7.00%	7.50%	7.50%	7.50%
财务费用率	3.13%	3.82%	3.53%	3.18%	1.90%	1.65%	1.42%
净利率	3.64%	4.42%	3.39%	3.29%	3.68%	3.82%	3.87%
ROE	12.12%	14.11%	10.46%	8.40%	10.73%	12.41%	13.54%
EPS (元)	0.59	0.83	0.70	0.83	1.16	1.49	1.83

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

投资建议: 我们预计亨通光电 2015 年-2016 年归属上市公司净利润分别为 4.78 和 6.16 亿元，同比增速分别为 38.97% 和 28.83%；对应 EPS 分别为 1.16 元和 1.49 元。给予买入-A 的投资评级，参考可比公司 2015 年平均估值 44 倍 PE，给予合理估值 15 年 40 倍 PE，对应目标价 46.40 元。公司内生业绩增长稳定，资金实力雄厚，未来转型将带来弹性，开启新的成长空间，建议投资者重点关注。

表 8: 可比公司估值水平

代码	简称	股价 元	市值 亿元	EPS			PE		
				2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
002491	通鼎光电	14.09	170.05	0.64	0.22	0.30	22.10	63.04	47.08
600498	烽火通信	26.29	275.23	0.57	0.71	0.88	45.98	36.97	29.98
600522	中天科技	26.98	232.77	0.78	0.93	1.19	34.44	29.01	22.72
600105	永鼎股份	18.95	72.19	0.38	0.42	0.63	49.87	45.51	30.26
002313	日海通讯	14.80	46.18	0.04	0.31	0.44	370.00	47.65	33.61
均值			159.29				104.48	44.44	32.73
600487	亨通光电	32.39	134.02	0.83	1.16	1.49	38.94	28.02	21.75

数据来源: wind, 安信证券研究中心 (股价与市值数据截止 2015 年 8 月 7 日)

8. 风险因素

- 1 行业竞争加剧的风险；
- 2 主要原材料价格波动的风险；
- 3 海外市场拓展不达预期的风险；
- 4 转型不达预期的风险

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月08日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	8,590.7	10,471.1	12,985.5	16,129.6	19,559.5	成长性					
减:营业成本	6,858.0	8,436.4	10,525.2	13,066.4	15,855.8	营业收入增长率	10.1%	21.9%	24.0%	24.2%	21.3%
营业税费	29.7	35.5	45.4	56.5	68.5	营业利润增长率	-7.6%	21.0%	53.2%	33.1%	25.3%
销售费用	417.7	497.1	616.8	766.2	929.1	净利润增长率	-15.6%	18.2%	39.0%	28.8%	22.8%
管理费用	664.2	732.8	973.9	1,209.7	1,467.0	EBITDA 增长率	1.7%	17.7%	-1.2%	21.2%	17.1%
财务费用	303.0	333.0	247.2	265.5	277.7	EBIT 增长率	-3.2%	19.9%	11.4%	25.3%	19.9%
资产减值损失	24.4	48.3	58.0	69.6	83.5	NOPLAT 增长率	-9.4%	13.8%	3.6%	22.9%	18.4%
加:公允价值变动收益	-1.1	-2.9	-3.3	-	-	投资资本增长率	13.6%	5.8%	25.7%	14.7%	14.1%
投资和汇兑收益	11.6	9.9	47.8	54.4	62.2	净资产增长率	11.0%	46.1%	9.8%	11.4%	12.5%
营业利润	304.1	367.9	563.5	750.2	940.1	利润率					
加:营业外净收支	99.3	89.8	84.0	84.0	84.0	毛利率	20.2%	19.4%	18.9%	19.0%	18.9%
利润总额	403.4	457.7	647.5	834.2	1,024.1	营业利润率	3.5%	3.5%	4.3%	4.7%	4.8%
减:所得税	76.7	74.2	110.1	141.8	174.1	净利润率	3.4%	3.3%	3.7%	3.8%	3.9%
净利润	291.0	344.2	478.3	616.2	756.5	EBITDA/营业收入	9.9%	9.6%	7.6%	7.4%	7.2%
						EBIT/营业收入	7.1%	7.0%	6.2%	6.3%	6.2%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	91	94	85	68	54
货币资金	1,385.7	1,900.2	2,597.1	3,225.9	3,911.9	流动营业资本周转天数	183	162	163	177	180
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	255	248	254	255	257
应收账款	2,302.3	2,789.1	3,753.4	4,662.1	5,653.5	应收账款周转天数	88	83	86	89	90
应收票据	296.0	369.6	355.8	441.9	535.9	存货周转天数	83	83	81	79	80
预付账款	183.8	192.3	192.3	192.3	192.3	总资产周转天数	400	384	372	347	330
存货	2,142.1	2,662.0	3,172.0	3,937.8	4,778.5	投资资本周转天数	324	291	272	262	247
其他流动资产	38.2	181.3	181.3	181.3	181.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	110.0	110.0	110.0	110.0	ROE	10.5%	8.4%	10.7%	12.4%	13.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.1%	3.7%	4.2%	4.4%
长期股权投资	264.9	304.1	300.0	300.0	300.0	ROIC	8.7%	8.7%	8.5%	8.4%	8.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,413.4	3,047.2	3,063.1	3,006.6	2,912.6	销售费用率	4.9%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%
在建工程	551.2	263.1	131.6	65.8	32.9	管理费用率	7.7%	7.0%	7.5%	7.5%	7.5%
无形资产	345.2	370.3	350.3	331.6	314.1	财务费用率	3.5%	3.2%	1.9%	1.6%	1.4%
其他非流动资产	49.9	50.4	60.3	65.0	70.3	三费/营业收入	16.1%	14.9%	14.2%	13.9%	13.7%
资产总额	9,972.6	12,388.4	14,417.0	16,670.3	19,143.1	偿债能力					
短期债务	4,075.1	3,665.5	5,452.4	6,491.0	7,556.5	资产负债率	68.7%	63.2%	65.2%	66.5%	67.2%
应付账款	969.3	1,169.6	1,441.8	1,789.9	2,172.0	负债权益比	219.3%	171.5%	187.8%	198.8%	204.9%
应付票据	670.7	1,843.2	1,153.4	1,431.9	1,737.6	流动比率	1.01	1.10	1.17	1.21	1.25
其他流动负债	272.5	410.2	424.2	443.1	464.0	速动比率	0.67	0.74	0.81	0.83	0.86
长期借款	455.5	344.0	544.0	544.0	544.0	利息保障倍数	2.00	2.19	3.28	3.83	4.39
其他非流动负债	101.2	95.9	95.8	95.8	95.8	分红指标					
负债总额	6,849.5	7,824.8	9,407.1	11,091.2	12,865.4	DPS(元)	0.06	0.11	0.23	0.30	0.37
少数股东权益	415.8	469.5	528.6	604.7	698.2	分红比率	7.8%	13.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	207.1	413.8	413.8	413.8	413.8	股息收益率	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
留存收益	2,500.3	3,684.9	4,067.6	4,560.5	5,165.7						
股东权益	3,123.1	4,563.6	5,009.9	5,579.0	6,277.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	326.7	383.4	478.3	616.2	756.5	EPS(元)	0.70	0.83	1.16	1.49	1.83
加:折旧和摊销	247.7	277.1	180.6	186.0	189.4	BVPS(元)	6.54	9.90	10.83	12.02	13.48
资产减值准备	24.4	48.3	58.0	69.6	83.5	PE(X)	60.1	50.8	36.6	28.4	23.1
公允价值变动损失	1.1	2.9	-3.3	-	-	PB(X)	6.5	4.3	3.9	3.5	3.1
财务费用	307.5	305.8	297.0	247.2	265.5	P/FCF	-98.2	-22.9	75.5	377.3	306.4
投资损失	-11.6	-9.9	-47.8	-54.4	-62.2	P/S	2.0	1.7	1.3	1.1	0.9
少数股东损益	35.7	39.3	59.1	76.2	93.5	EV/EBITDA	11.6	12.4	24.2	20.9	18.6
营运资金的变动	-756.1	-824.6	-1,870.6	-1,119.9	-1,222.6	CAGR(%)	28.4%	30.4%	25.0%	23.1%	23.4%
经营活动产生现金流量	112.7	227.5	-898.5	39.2	115.9	PEG	2.1	1.7	1.5	1.2	1.0
投资活动产生现金流量	-604.4	-750.2	3.6	9.4	17.2	ROIC/WACC	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
融资活动产生现金流量	286.4	393.3	1,643.1	649.9	636.5	REP	1.2	1.4	2.2	2.1	1.9

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

