

2016年08月19日

亨通光电 (600487.SH)

## 光线缆量价齐升，业绩增幅有望超预期

■ **光纤光缆需求旺盛，光通信景气度持续。**从2015年下半年开始，光纤光缆行业景气度出现拐点。2015年中移动集采光纤9452万芯公里，刷新在14年创下超过6000万芯公里的采购历史记录，占到全世界需求的30%。根据CRU预计，2015年国内光纤市场需求增长23.5%达1.85亿芯公里，加上专网及海缆市场需求整体保持高速增长。宽带战略下，中移动和广电陆续取得固网牌照，加大固网宽带投资力度。中移动最新财报显示，有线宽带达到6584万户，逼近中国联通（7394万户，电信1.1亿户）。从历年集采时间判断，中移动有望9月份启动新一轮光纤光缆集采，我们预计采购规模将增长30%-40%。按照中国电信预计，2020年中国FTTH/O普及率将超过60%，用户数达2.8亿，年均增长率约26%。

■ **反倾销导致国内光棒紧缺，光纤价格持续提升。**据统计，2014年全球光纤预制棒产能为1.3万吨，2015年预计增长7144吨，主要集中在美、日、中国生产。中国产量占全球的39.8%，消费占全球总需求60.9%。中国光纤预制棒的自给率已从2007年的20.0%增长至2014年的64.4%，预计2015年达72.6%。2015年商务部对美日进口光纤预制棒反倾销终裁决定征收反倾销税。进口光棒因为加关税，价格增长15%-30%，国内光棒供应紧缺，进一步推动光纤光缆价格上涨。亨通光电为例，2014年联通集采中标价格51-52元，2015年中移动集采价格55元左右（其他厂商分布52-55元/每芯公里），预计运营商再次启动集采价格将上涨到60元左右。光纤价格2014年下降较多，我们调研了解到散纤市场价格从最低42块左右上涨到目前每芯公里70元左右。而且这种上涨不是突发事件引起，主要是供给与需求平衡的变化，从历史价格区间看上涨仍有不少空间。

■ **光通信产业链一体化优势明显，业绩弹性较大。**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，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。目前光棒产能约1300吨，光纤产能约4000万芯公里，计划通过技术改造将光棒和光纤产能进一步提升至1500吨和4500万芯公里左右。在2015年中移动集采招标中，量价均为第一。新技术应用、规模化生产使得成本下降，叠加产品价格的上涨，预计光通信业务毛利率大幅提升，整体业务结构中光通信毛利润贡献60%以上，业绩弹性较大。公司“超低损耗光纤”技术解决了400G大容量超低损耗通信的关键基础材料，项目计划于2018年5月前完成90%建设进度，项目建成后年产超低损耗光棒100吨或超低损耗光纤350万芯公里。近期该项目获

公司快报

证券研究报告

线缆

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**25.00元**  
股价(2016-08-18) **17.60元**

### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 21,846.34   |
| 流通市值(百万元) | 20,262.34   |
| 总股本(百万股)  | 1,241.27    |
| 流通股本(百万股) | 1,151.27    |
| 12个月价格区间  | 8.63/35.23元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 19.0  | 44.61 | 55.1  |
| 绝对收益 | 20.63 | 53.77 | 33.11 |

李伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080003  
liwei3@essence.com.cn  
010-83321038

陈宁玉

报告联系人

cheny@essence.com.cn  
021-35082003

石泽菀

报告联系人

shizr@essence.com.cn  
021-35082609

### 相关报告

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| 亨通光电：联合问量子，切入量子通信产业     | 2016-08-15 |
| 亨通光电：业绩超预期，关注国际化与新兴产业布局 | 2016-07-19 |
| 亨通光电：业绩持续高速增长，定加大新兴产业布局 | 2016-04-27 |
| 亨通光电：业绩超预期，加速国际化及新兴产业转型 | 2016-04-06 |
| 亨通光电：双向并购，开             | 2015-12-22 |

政府专项补助资金人民币 4523 万元。同时近期公司剥离一直处于亏损状态的上海亨通股权，交易完成后预计为公司增加税前利润约 1 亿元。

■ **全面进军系统集成及 EPC 总包领域，实现多项并购，加速国际化步伐。** 公司完成对电信国脉及万山电力的控股收购，实现从通信、电力产品向系统集成和工程规划、勘察、设计、施工、网络优化、运维等全业务推进延伸，同时获得了 ISP 和苏锡常宽带驻地网运营牌照，向通信运营与服务业务延伸，之后收购优网科技切入大数据领域。能够同时在通信、电力两大领域为客户提供系统解决方案，奠定了公司行业龙头地位。通过与电信国脉、万山电力协同，加速推进海外 EPC 总包业务发展。顺应一带一路战略，启动海外收购项目，加速国际化步伐。成功并购了印尼最大的综合线缆企业 Voksel 公司，与南非 Aberdare Cable 签署了意向收购协议。预计 2016 年出口总额翻一番，国际化战略下，海外并购有望持续推进。

■ **投资建议：** 亨通光电全产业链布局通信和电力业务，综合竞争优势明显。借助国家一带一路战略，不断推动海外业务的快速增长。定增加码海缆、新能源汽车、宽带运营、大数据及安全新兴业务领域，基于光通信领域技术和资源积累，与问天量子强强联合开展量子通信网络建设和运营，将打开未来成长空间。基于行业景气度持续提升，以及公司业务结构进一步优化，我们上调盈利预测，预计公司 2016-2017 年净利润分别为 12.07 亿和 17.11 亿，EPS 分别为 0.97 元和 1.38 元，买入-A 投资评级，上调 6 个月目标价 25 元(对应 2017 年 PE=18X)。

■ **风险提示：** 光通信行业竞争加剧；新业务拓展不及预期

| (百万元)    | 2014     | 2015     | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入     | 10,471.1 | 13,622.3 | 19,393.2 | 26,571.7 | 34,627.3 |
| 净利润      | 344.2    | 572.8    | 1,207.4  | 1,711.8  | 2,092.5  |
| 每股收益(元)  | 0.28     | 0.46     | 0.97     | 1.38     | 1.69     |
| 每股净资产(元) | 3.30     | 3.72     | 4.50     | 5.60     | 6.95     |

| 盈利和估值  | 2014 | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 63.5 | 38.1  | 18.1  | 12.8  | 10.4  |
| 市净率(倍) | 5.3  | 4.7   | 3.9   | 3.1   | 2.5   |
| 净利润率   | 3.3% | 4.2%  | 6.2%  | 6.4%  | 6.0%  |
| 净资产收益率 | 8.4% | 13.1% | 22.3% | 25.0% | 24.4% |
| 股息收益率  | 0.2% | 0.2%  | 1.1%  | 1.6%  | 1.9%  |
| ROIC   | 8.7% | 12.5% | 16.1% | 17.2% | 17.0% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               |             |             |              |              |              | 财务指标         |             |             |              |              |              |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| (百万元)             | 2014        | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        | (百万元)        | 2014        | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
| <b>营业收入</b>       | 10,471.1    | 13,622.3    | 19,393.2     | 26,571.7     | 34,627.3     | <b>成长性</b>   |             |             |              |              |              |
| 减:营业成本            | 8,436.4     | 10,818.9    | 15,344.5     | 20,875.3     | 27,387.1     | 营业收入增长率      | 21.9%       | 30.1%       | 42.4%        | 37.0%        | 30.3%        |
| 营业税费              | 35.5        | 63.6        | 67.9         | 93.0         | 121.2        | 营业利润增长率      | 21.0%       | 101.4%      | 116.5%       | 49.4%        | 23.1%        |
| 销售费用              | 497.1       | 637.8       | 907.6        | 1,243.6      | 1,620.6      | 净利润增长率       | 18.2%       | 66.4%       | 110.8%       | 41.8%        | 22.2%        |
| 管理费用              | 732.8       | 922.0       | 1,312.9      | 1,798.9      | 2,344.3      | EBITDA 增长率   | 17.7%       | 50.8%       | 36.6%        | 39.1%        | 19.5%        |
| 财务费用              | 333.0       | 389.7       | 281.8        | 295.1        | 300.3        | EBIT 增长率     | 19.9%       | 60.1%       | 61.9%        | 42.7%        | 20.7%        |
| 资产减值损失            | 48.3        | 73.3        | 88.0         | 105.6        | 126.7        | NOPLAT 增长率   | 13.8%       | 51.2%       | 55.9%        | 36.6%        | 20.1%        |
| 加:公允价值变动收益        | -2.9        | 2.2         | -0.5         | -            | -            | 投资资本增长率      | 5.8%        | 20.9%       | 27.4%        | 21.8%        | 19.9%        |
| 投资和汇兑收益           | 9.9         | 56.2        | 214.6        | 236.7        | 222.4        | 净资产增长率       | 46.1%       | 16.3%       | 22.9%        | 26.4%        | 25.5%        |
| <b>营业利润</b>       | 367.9       | 741.0       | 1,604.7      | 2,396.9      | 2,949.5      | <b>利润率</b>   |             |             |              |              |              |
| 加:营业外净收支          | 89.8        | 72.8        | 148.0        | 88.0         | 88.0         | 毛利率          | 19.4%       | 20.6%       | 20.9%        | 21.4%        | 20.9%        |
| <b>利润总额</b>       | 457.7       | 813.8       | 1,752.7      | 2,484.9      | 3,037.5      | 营业利润率        | 3.5%        | 5.4%        | 8.3%         | 9.0%         | 8.5%         |
| 减:所得税             | 74.2        | 120.5       | 298.0        | 422.4        | 516.4        | 净利润率         | 3.3%        | 4.2%        | 6.2%         | 6.4%         | 6.0%         |
| <b>净利润</b>        | 344.2       | 572.8       | 1,207.4      | 1,711.8      | 2,092.5      | EBITDA/营业收入  | 9.6%        | 11.1%       | 10.7%        | 10.8%        | 9.9%         |
|                   |             |             |              |              |              | EBIT/营业收入    | 7.0%        | 8.6%        | 9.7%         | 10.1%        | 9.4%         |
| <b>资产负债表</b>      |             |             |              |              |              | <b>运营效率</b>  |             |             |              |              |              |
|                   | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | 固定资产周转天数     | 94          | 82          | 58           | 41           | 31           |
| 货币资金              | 1,900.2     | 2,334.6     | 3,878.6      | 5,314.3      | 6,925.5      | 流动营业资本周转天数   | 162         | 141         | 148          | 161          | 168          |
| 交易性金融资产           | -           | 0.5         | -            | -            | -            | 流动资产周转天数     | 248         | 243         | 241          | 252          | 259          |
| 应收账款              | 2,789.1     | 3,524.8     | 5,605.4      | 7,680.3      | 10,008.7     | 应收账款周转天数     | 83          | 78          | 79           | 85           | 87           |
| 应收票据              | 369.6       | 437.5       | 531.3        | 728.0        | 948.7        | 存货周转天数       | 83          | 79          | 74           | 74           | 76           |
| 预付账款              | 192.3       | 235.6       | 235.6        | 235.6        | 235.6        | 总资产周转天数      | 384         | 368         | 338          | 326          | 319          |
| 存货                | 2,662.0     | 3,326.3     | 4,624.4      | 6,291.2      | 8,253.7      | 投资资本周转天数     | 291         | 254         | 222          | 201          | 186          |
| 其他流动资产            | 181.3       | 411.7       | 815.7        | 1,318.1      | 1,882.0      | <b>投资回报率</b> |             |             |              |              |              |
| 可供出售金融资产          | 110.0       | 125.0       | 110.0        | 110.0        | 110.0        | ROE          | 8.4%        | 13.1%       | 22.3%        | 25.0%        | 24.4%        |
| 持有至到期投资           | -           | -           | -            | -            | -            | ROA          | 3.1%        | 4.5%        | 7.0%         | 7.6%         | 7.4%         |
| 长期股权投资            | 304.1       | 473.6       | 300.0        | 300.0        | 300.0        | ROIC         | 8.7%        | 12.5%       | 16.1%        | 17.2%        | 17.0%        |
| 投资性房地产            | -           | 1.1         | -            | -            | -            | <b>费用率</b>   |             |             |              |              |              |
| 固定资产              | 3,047.2     | 3,146.0     | 3,090.3      | 3,000.1      | 2,891.5      | 销售费用率        | 4.7%        | 4.7%        | 4.7%         | 4.7%         | 4.7%         |
| 在建工程              | 263.1       | 120.1       | 60.1         | 30.0         | 15.0         | 管理费用率        | 7.0%        | 6.8%        | 6.8%         | 6.8%         | 6.8%         |
| 无形资产              | 370.3       | 389.3       | 368.1        | 348.2        | 329.6        | 财务费用率        | 3.2%        | 2.9%        | 1.5%         | 1.1%         | 0.9%         |
| 其他非流动资产           | 50.4        | 639.6       | 1,048.1      | 1,556.0      | 2,126.0      | 三费/营业收入      | 14.9%       | 14.3%       | 12.9%        | 12.6%        | 12.3%        |
| <b>资产总额</b>       | 12,388.4    | 15,482.2    | 20,927.6     | 27,171.9     | 34,286.3     | <b>偿债能力</b>  |             |             |              |              |              |
| 短期债务              | 3,665.5     | 3,375.4     | 7,096.2      | 8,795.9      | 10,494.7     | 资产负债率        | 63.2%       | 65.7%       | 67.8%        | 67.8%        | 67.2%        |
| 应付账款              | 1,169.6     | 1,953.3     | 2,102.0      | 2,859.6      | 3,751.7      | 负债权益比        | 171.5%      | 191.7%      | 210.5%       | 210.1%       | 205.1%       |
| 应付票据              | 1,843.2     | 1,133.2     | 1,681.6      | 2,287.7      | 3,001.3      | 流动比率         | 1.10        | 1.27        | 1.21         | 1.31         | 1.38         |
| 其他流动负债            | 410.2       | 1,195.5     | 1,216.2      | 1,238.9      | 1,264.0      | 速动比率         | 0.74        | 0.86        | 0.86         | 0.92         | 0.98         |
| 长期借款              | 344.0       | 501.0       | 701.0        | 701.0        | 701.0        | 利息保障倍数       | 2.19        | 2.99        | 6.70         | 9.12         | 10.82        |
| 其他非流动负债           | 95.9        | 1,592.8     | 100.1        | 100.1        | 100.1        | <b>分红指标</b>  |             |             |              |              |              |
| <b>负债总额</b>       | 7,824.8     | 10,175.3    | 13,727.7     | 17,316.4     | 21,209.8     | DPS(元)       | 0.04        | 0.03        | 0.19         | 0.28         | 0.34         |
| 少数股东权益            | 469.5       | 690.5       | 937.8        | 1,288.5      | 1,717.0      | 分红比率         | 13.6%       | 6.1%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| 股本                | 413.8       | 1,241.3     | 1,241.3      | 1,241.3      | 1,241.3      | 股息收益率        | 0.2%        | 0.2%        | 1.1%         | 1.6%         | 1.9%         |
| 留存收益              | 3,684.9     | 3,390.0     | 4,340.9      | 5,710.4      | 7,384.4      |              |             |             |              |              |              |
| <b>股东权益</b>       | 4,563.6     | 5,306.9     | 6,520.0      | 8,240.1      | 10,342.7     |              |             |             |              |              |              |
|                   |             |             |              |              |              | <b>现金流量表</b> |             |             |              |              |              |
|                   | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |              | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |
| 净利润               | 383.4       | 693.3       | 1,207.4      | 1,711.8      | 2,092.5      | EPS(元)       | 0.28        | 0.46        | 0.97         | 1.38         | 1.69         |
| 加:折旧和摊销           | 277.1       | 353.0       | 182.1        | 185.1        | 187.2        | BVPS(元)      | 3.30        | 3.72        | 4.50         | 5.60         | 6.95         |
| 资产减值准备            | 48.3        | 73.3        | 88.0         | 105.6        | 126.7        | PE(X)        | 63.5        | 38.1        | 18.1         | 12.8         | 10.4         |
| 公允价值变动损失          | 2.9         | -2.2        | -0.5         | -            | -            | PB(X)        | 5.3         | 4.7         | 3.9          | 3.1          | 2.5          |
| 财务费用              | 305.8       | 297.0       | 454.7        | 281.8        | 295.1        | P/FCF        | -28.5       | 1,014.5     | 281.5        | -49.3        | -38.6        |
| 投资损失              | -9.9        | -56.2       | -214.6       | -236.7       | -222.4       | P/S          | 2.1         | 1.6         | 1.1          | 0.8          | 0.6          |
| 少数股东损益            | 39.3        | 120.5       | 247.3        | 350.6        | 428.6        | EV/EBITDA    | 12.4        | 17.0        | 14.3         | 10.8         | 9.5          |
| 营运资金的变动           | -824.6      | -599.8      | -3,166.8     | -3,059.7     | -3,450.9     | CAGR(%)      | 75.2%       | 53.8%       | 29.6%        | 23.9%        | 25.6%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 227.5       | 1,156.8     | -1,375.4     | -648.2       | -537.9       | PEG          | 0.8         | 0.7         | 0.6          | 0.5          | 0.4          |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -750.2      | -1,130.4    | 358.7        | 191.7        | 177.4        | ROIC/WACC    | 1.0         | 1.4         | 1.8          | 2.0          | 2.0          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 393.3       | 605.8       | 1,896.1      | 1,062.3      | 980.0        | REP          | 1.4         | 1.7         | 1.2          | 1.0          | 0.9          |

资料来源: 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

李伟声明，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 | 朱贤  | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 许敏  | 021-35082953  | xumin@essence.com.cn      |
|       | 孟硕丰 | 021-35082788  | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 李栋  | 021-35082821  | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 侯海霞 | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn      |
|       | 潘艳  | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn     |
| 北京联系人 | 原晨  | 010-83321361  | yuanchen@essence.com.cn   |
|       | 温鹏  | 010-83321350  | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 田星汉 | 010-83321362  | tianxh@essence.com.cn     |
|       | 王秋实 | 010-83321351  | wangqs@essence.com.cn     |
|       | 张莹  | 010-83321366  | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 李倩  | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn    |
| 深圳联系人 | 周蓉  | 010-83321367  | zhourong@essence.com.cn   |
|       | 胡珍  | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn     |
|       | 邓欣  | 0755-82821690 | dengxin@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034