

## 亨通光电(600487)/通信设备

## 高份额中标联通光缆集采, 低估值龙头高速前行

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 25.44

目标价格: 28.00

分析师: 李伟

执业证书编号: S0740516110001

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

Email: chenning@r.qlzq.com.cn

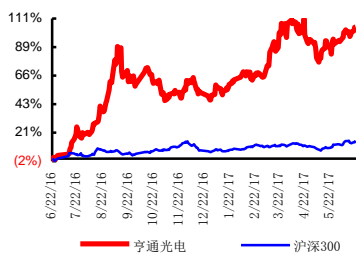
联系人: 樊生龙

电话: 021-20315826

Email: fansl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,241
流通股本(百万股)	1,241
市价(元)	25.39
市值(百万元)	31,516
流通市值(百万元)	31,516

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 连续中标海缆、光缆项目, 加速转型集成服务商
- 2 量子通信商用加速, 集成服务商转型战略稳步推进

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,622.3	19,307.9	26,320.3	31,584.4	37,901.2
增长率 yoy%	30.09%	41.74%	36.32%	20.00%	20.00%
净利润	572.8	1390.6	2,201.5	2,801.6	3,404.5
增长率 yoy%	66.44%	129.81%	67.24%	27.26%	21.52%
每股收益(元)	0.46	1.06	1.77	2.26	2.74
每股现金流量	0.51	0.93	-0.24	2.13	2.27
净资产收益率	13.1%	22.4%	29.8%	28.8%	27.1%
P/E	46.8	23.9	14.3	11.2	9.3
PEG	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
P/B	5.8	5.4	4.2	3.2	2.5

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司于2017年6月21日晚发布公告, 公司于近日收到公诚管理咨询有限公司的《中标通知书》, 确认中标中国联通2017-2018年光缆集采项目。其中, 标包一(普通光缆)招标范围约为3933万芯公里, 公司以第一中标人中标, 中标份额第一阶梯14.60%、第二阶梯1.10%; 标包二(带状光缆)招标范围约为363万芯公里, 公司以第二中标人中标, 中标份额第一阶梯15.80%、第二阶梯3.00%。
- **高份额中标联通光缆集采项目, “光棒-光纤-光缆-ODN”一体化优势保障业绩高速增长。** 亨通光电作为连续多年光缆产销量位居全国前三甲的龙头企业, 近年来逐步完成了“光棒-光纤-光缆-ODN”产业链一体化布局, 光预制棒产能不断提升, 预计2017年有望达1500吨, 实现光棒的自给自足。此前中国电信的光缆集采招标项目中, 公司就以最高份额中标, 此次联通集采项目再次以高份额中标, 确实体现了公司在行业内的领先地位。受益于一体化布局的优势, 公司光纤、光缆产能充分释放, 在运营商光缆集采项目连续高份额中标, 保障公司业绩高速增长。
- **光棒供应依然偏紧, 短期难有大量新增产能, 移动发力固网需求强劲, 光纤价格有望继续坚挺。** 由于商务部自2015年以来对上游光棒实施反倾销政策, 进口光棒价格上涨15%~30%, 国内光棒自给率不到80%, 光棒的紧缺直接导致光纤光缆的产出与实际需求之间存在缺口。根据移动和电信公布的集采方案, 2017年光纤光缆的需求较2016年上升15%~20%, 在商务部反倾销政策有望延续的预期之下, 光纤光缆的供需缺口依然难以填补, 相应地, 光纤价格有望继续坚挺, 光纤市场前景亦将持续。根据近期产业调研的结果, 市场上光棒的供需依然紧张。从光棒生产环节来看, 全球套管供应量基本稳定, 管内法扩展光棒产能的潜力很小; 管外法目前新增的产能大部分还处于基建或点火试运行阶段, 短期内难以规模上量, 因此目前不具备大规模扩充光棒产能的基础, 光棒供需情况短期内难以扭转。此外, 移动持续发力固网建设, 在用户规模超过联通后, 下一步的目标是赶超电信, 我们预计未来两年移动固网建设不会明显减弱, 光纤光缆的高景气度至少可以持续至2018年。
- **连续中标电缆、光缆项目, 加速转型集成服务商。** 在完成对电信国脉及万山电力的控股收购, 公司业务实现从通信、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, 使得公司由产品供应商向全价值产业链集成服务商战略转型。公司近期在国内外接连中标大额电缆、光缆项目, 新业务拓展顺利。同时定增草案在2017年1月获得通过, 切入新能源汽车、智慧社区、大数据分析等领域, 为公司长期稳健的增长注入了新的活力。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计2017~2018年公司的净利润分别为22亿元和28亿元, 对应摊薄EPS分别为1.77元和2.26元。我们给予公司“买入”评级, 6个月目标价28元, 对应2018年PE<sub>x</sub>15.6。
- **风险提示:** 1) 光纤光缆需求下降的风险; 2) 新业务拓展不及预期的风险; 3) 光棒供需情况扭转的风险。

图表 1: 财务模型摘要

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,622.3	19,307.9	26,320.3	31,584.4	37,901.2	成长性					
减: 营业成本	10,818.9	15,233.6	20,045.8	23,746.9	28,388.0	营业收入增长率	30.1%	41.7%	36.3%	20.0%	20.0%
营业税费	63.6	136.7	92.1	110.5	132.7	营业利润增长率	101.4%	112.3%	93.8%	30.6%	22.0%
销售费用	637.8	794.4	1,231.8	1,478.1	1,773.8	净利润增长率	66.4%	129.8%	67.2%	27.3%	21.5%
管理费用	922.0	1,392.7	1,781.9	2,138.3	2,565.9	EBITDA增长率	50.8%	55.3%	50.1%	26.8%	20.0%
财务费用	389.7	347.7	261.5	271.3	287.5	EBIT增长率	60.1%	65.3%	71.8%	28.4%	21.0%
资产减值损失	73.3	97.3	116.8	140.2	168.2	NOPLAT增长率	51.2%	72.7%	53.4%	25.5%	20.5%
加: 公允价值变动收益	2.2	1.1	-	-	-	投资资本增长率	20.9%	32.6%	13.9%	26.1%	23.4%
投资和汇兑收益	56.2	271.6	257.3	279.7	268.7	净资产增长率	16.3%	27.9%	30.9%	31.7%	29.2%
营业利润	741.0	1,572.9	3,047.7	3,978.8	4,853.9	利润率					
加: 营业外净收支	72.8	216.7	148.0	88.0	88.0	毛利率	20.6%	21.1%	23.8%	24.8%	25.1%
利润总额	813.8	1,789.5	3,195.7	4,066.8	4,941.9	营业利润率	5.4%	8.1%	11.6%	12.6%	12.8%
减: 所得税	120.5	266.4	543.3	691.4	840.1	净利润率	4.2%	6.8%	8.4%	8.9%	9.0%
净利润	572.8	1,316.4	2,201.5	2,801.6	3,404.5	EBITDA/营业收入	11.1%	12.2%	13.4%	14.2%	14.2%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	8.6%	10.0%	12.6%	13.5%	13.6%
货币资金	2,334.6	3,104.5	5,264.1	6,316.9	7,580.2	运营效率					
交易性金融资产	0.5	-	-	-	-	固定资本周转天数	82	62	48	39	32
应收账款	3,524.8	4,528.4	7,607.6	9,129.2	10,955.0	流动资本周转天数	141	133	151	174	175
应收票据	437.5	955.7	721.1	865.3	1,038.4	流动资产周转天数	243	221	236	264	264
预付账款	235.6	539.0	539.0	539.0	539.0	应收账款周转天数	78	69	78	90	90
存货	3,326.3	3,933.7	6,041.2	7,156.6	8,555.3	存货周转天数	80	69	69	75	75
其他流动资产	411.7	379.6	870.4	1,238.9	1,681.1	总资产周转天数	368	328	321	336	326
可供出售金融资产	125.0	163.1	110.0	110.0	110.0	投资资本周转天数	254	228	204	204	212
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	473.6	885.9	300.0	300.0	300.0	ROE	13.1%	22.4%	29.8%	28.8%	27.1%
投资性房地产	1.1	1.0	-	-	-	ROA	4.5%	7.7%	9.7%	10.7%	11.1%
固定资产	3,146.0	3,500.5	3,494.8	3,416.6	3,301.1	ROIC	12.5%	17.8%	20.6%	22.7%	21.7%
在建工程	120.1	262.8	131.4	65.7	32.9	费用率					
无形资产	389.3	622.0	585.2	550.9	518.8	销售费用率	4.7%	4.1%	4.7%	4.7%	4.7%
其他非流动资产	639.6	825.9	1,320.6	1,696.9	2,148.0	管理费用率	6.8%	7.2%	6.8%	6.8%	6.8%
资产总额	15,482.2	19,734.3	27,245.4	31,646.1	37,019.8	财务费用率	2.9%	1.8%	1.0%	0.9%	0.8%
短期债务	3,375.4	4,413.6	7,096.2	8,795.9	10,494.7	三费/营业收入	14.3%	13.1%	12.4%	12.3%	12.2%
应付账款	1,953.3	2,374.7	2,746.0	3,253.0	3,888.8	偿债能力					
应付票据	1,133.2	1,841.0	2,196.8	2,602.4	3,111.0	资产负债率	65.7%	65.6%	63.4%	61.2%	59.0%
其他流动负债	1,195.5	1,627.2	1,674.6	1,726.7	1,784.0	负债权益比	191.7%	190.7%	173.5%	157.7%	144.1%
长期借款	501.0	673.0	873.0	873.0	873.0	流动比率	1.27	1.27	1.47	1.45	1.47
其他非流动负债	1,592.8	1,720.5	217.3	217.3	217.3	速动比率	0.85	0.89	1.05	1.04	1.05
负债总额	10,175.3	12,945.7	15,420.5	18,453.4	21,796.1	利息保障倍数	2.99	5.54	12.66	15.67	17.88
少数股东权益	690.5	939.4	1,390.4	1,964.2	2,661.5	分红指标					
股本	1,241.3	1,241.3	1,241.3	1,241.3	1,241.3	DPS(元)	0.03	0.05	0.35	0.45	0.55
留存收益	3,390.0	4,549.3	6,257.5	8,498.8	11,222.4	分红比率	6.1%	4.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	5,306.9	6,788.6	8,889.1	11,704.3	15,125.1	股息收益率	0.1%	0.2%	1.4%	1.8%	2.2%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	693.3	1,523.1	2,201.5	2,801.6	3,404.5	EPS(元)	0.46	1.06	1.77	2.26	2.74
加: 折旧和摊销	353.0	432.4	218.9	223.2	225.5	BVPS(元)	3.72	4.71	6.04	7.85	10.04
资产减值准备	73.3	97.3	116.8	140.2	168.2	PE(X)	55.0	23.9	14.3	11.2	9.3
公允价值变动损失	-2.2	-1.1	-	-	-	PB(X)	6.8	5.4	4.2	3.2	2.5
财务费用	297.0	454.7	372.6	261.5	271.3	P/FCF	1,463.6	-43.7	-21.8	17.5	17.4
投资收益	-56.2	-271.6	-257.3	-279.7	-268.7	P/S	2.3	1.6	1.2	1.0	0.8
少数股东损益	120.5	206.7	450.9	573.8	697.3	EV/EBITDA	17.0	13.3	11.3	9.3	8.2
营运资金的变动	-599.8	306.4	-4,606.2	-2,192.8	-2,646.9	CAGR(%)	69.5%	39.1%	21.4%	18.6%	15.7%
经营活动产生现金流	1,156.8	2,578.9	-1,613.8	1,537.6	1,867.3	PEG	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
投资活动产生现金流	-1,130.4	-1,560.3	851.2	234.7	223.7	ROIC/WACC	1.4	2.0	2.3	2.5	2.4
融资活动产生现金流	605.8	136.7	466.4	868.1	730.4	REP	1.8	1.1	1.1	0.8	0.7

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。