

亨通光电 (600487.SH)

光、电共振，站上新周期的起点

增长三叉戟已成，线缆龙头迈入成长新阶段。公司作为光纤光缆行业龙头，在过去两年行业供大于求、光缆价格明显下滑的情况下，一方面持续降低成本以维持竞争力，另一方面加大布局其他业务板块。公司除光纤光缆领域外，在电力传输及海洋板块持续布局，目前均已成为行业内头部企业。而随着光纤光缆触底反弹；海上风电持续高景气，收购华为海洋成为具备全球海缆通信网络建设能力的服务商；电力传输业务稳中向上，公司未来成长三叉戟已成，并摆脱单一光缆业务依赖，开启增长新周期。

海上风电持续高景气，驱动海缆及海工业务持续高增。海上风电作为重要的清洁能源，将迎来数十年的高速增长，我国 2021 年上半年新增海上风电装机量 2.14GW，同比增长 102%。各省十四五期间海上风电规划逐渐清晰，叠加全球双碳共识下，海外海上风电规划预计也将大幅度提升，根据 GWEC 的数据，预计到 2030 年全球海上风电将达到 40GW，未来十年复合 20%以上增长。公司是海上风电领域领先厂商，具备海上施工交付及海缆产品，面对海上风电数十年的大机遇，公司有望把握机会实现长期价值突破。

光线光缆触底反弹，海底光缆进入全新建设周期。2020 年光纤集采价格跌破 20 元，无光棒自产能力企业亏损明显，新增产能大幅下降，行业加速洗牌。伴随今年中移动招标光缆价格 50%的反弹，光纤光缆行业复苏在即。此外，全球 95% 的国际流量通过海底光缆传输，目前距离上一波海底光缆建设高峰期已有 20 余年，而 5G、云计算、物联网、AI 等新一轮科技趋势下，流量增长有望推动光纤光缆及海底光缆需求持续向上。公司收购华为海洋后成为全球少数具备跨洋海底光缆建设能力的厂商，将充分受益新周期。

电力业务稳中向上，布局硅光及量子通信面向未来。公司电力板块布局多年，高压/超高压等领域拥有丰富技术积累，产品具备较强竞争力。我国电缆市场较为分散，公司作为行业头部企业，未来有望提升份额，产品结构也有望向高附加值高难度的特高压类升级。此外，公司在前沿技术领域也进行布局探索，公司硅光光模块样品已发布，后续有望在光模块领域进行业务拓展。量子保密通信领域，公司积极参与承建了数个国家级项目，为日后的产业融合发展提供了新模式。

投资建议：公司光纤光缆业务触底回升，海缆业务持续高速增长、电力传输业务保持稳定增长，光模块、量子通信布局未来，公司成长新动力已现。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 15.3/25.2/33.1 亿元，EPS 为 0.65/1.06/1.40 元，对应 2021-2023 年 PE 分别为 23/14/10 倍，当前估值水平较低，有较大提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：光纤光缆行业发展不及预期；海洋板块行业发展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	31,760	32,384	38,076	44,852	51,898
增长率 yoy (%)	-6.2	2.0	17.6	17.8	15.7
归母净利润(百万元)	1,362	1,062	1,529	2,515	3,306
增长率 yoy (%)	-46.2	-22.1	44.0	64.6	31.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.58	0.45	0.65	1.06	1.40
净资产收益率 (%)	8.1	5.0	6.5	9.6	11.2
P/E (倍)	25.3	32.4	22.5	13.7	10.4
P/B (倍)	2.6	1.7	1.6	1.5	1.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 10 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	通信设备
11月10日收盘价(元)	15.89
总市值(百万元)	37,535.25
总股本(百万股)	2,362.19
其中自由流通股(%)	96.58
30日日均成交量(百万股)	77.58

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号: S0680519010002

邮箱: songjiaji@gszq.com

分析师 黄瀚

执业证书编号: S0680519050002

邮箱: huanghan@gszq.com

研究助理 赵丕业

邮箱: zhaopiye@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	26431	32820	38056	41007	48539
现金	7171	9728	9373	11041	12775
应收票据及应收账款	10517	10673	14241	15107	18851
其他应收款	790	683	1048	991	1369
预付账款	954	1128	1320	1564	1773
存货	4687	4862	6329	6559	8026
其他流动资产	2313	5746	5746	5746	5746
非流动资产	14817	15665	16778	18047	19286
长期投资	1284	1468	1753	2037	2322
固定资产	7707	7625	8543	9536	10473
无形资产	1936	1908	1979	2045	2097
其他非流动资产	3891	4664	4503	4428	4394
资产总计	41247	48485	54834	59054	67825
流动负债	20276	21294	26647	29039	35241
短期借款	8791	7519	8526	12944	13759
应付票据及应付账款	8183	7564	10890	10363	13688
其他流动负债	3302	6211	7231	5732	7794
非流动负债	4507	3849	3367	2856	2267
长期借款	4253	3436	2954	2443	1854
其他非流动负债	254	413	413	413	413
负债合计	24783	25143	30015	31895	37508
少数股东权益	2793	3351	3441	3531	3622
股本	1904	2362	2362	2362	2362
资本公积	3415	8260	8260	8260	8260
留存收益	8552	9407	10839	13136	16126
归属母公司股东权益	13672	19991	21378	23627	26695
负债和股东权益	41247	48485	54834	59054	67825

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1517	1612	3097	1277	5441
净利润	1340	1159	1619	2606	3396
折旧摊销	927	1188	937	1114	1293
财务费用	777	680	905	1033	1323
投资损失	-184	24	-100	-100	-100
营运资金变动	-1479	-1495	-255	-3367	-462
其他经营现金流	136	57	-9	-9	-9
投资活动现金流	-4354	-2360	-1941	-2274	-2423
资本支出	3617	1518	828	984	955
长期投资	-713	-218	-285	-285	-285
其他投资现金流	-1450	-1059	-1397	-1574	-1753
筹资活动现金流	5343	2297	-2519	-1754	-2098
短期借款	-152	-1272	0	0	0
长期借款	2351	-817	-481	-511	-589
普通股增加	0	458	0	0	0
资本公积增加	219	4844	0	0	0
其他筹资现金流	2925	-917	-2037	-1242	-1509
现金净增加额	2516	1394	-1363	-2750	919

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	31760	32384	38076	44852	51898
营业成本	26395	27073	31726	36538	41349
营业税金及附加	92	116	114	135	208
营业费用	1187	941	1066	1256	1505
管理费用	1019	1112	1256	1480	1765
研发费用	1067	1215	1447	1704	2076
财务费用	777	680	905	1033	1323
资产减值损失	-148	-120	100	100	150
其他收益	271	325	325	325	325
公允价值变动收益	-1	56	4	4	4
投资净收益	184	-24	100	100	100
资产处置收益	-9	-4	5	5	5
营业利润	1551	1374	1894	3039	3957
营业外收入	101	49	76	90	104
营业外支出	60	83	99	117	135
利润总额	1593	1340	1872	3012	3926
所得税	253	181	253	407	530
净利润	1340	1159	1619	2606	3396
少数股东损益	-23	97	90	90	90
归属母公司净利润	1362	1062	1529	2515	3306
EBITDA	3118	2919	3113	4560	5742
EPS (元/股)	0.58	0.45	0.65	1.06	1.40

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	-6.2	2.0	17.6	17.8	15.7
营业利润 (%)	-49.1	-11.4	37.9	60.4	30.2
归属母公司净利润 (%)	-46.2	-22.1	44.0	64.6	31.4
获利能力					
毛利率 (%)	16.9	16.4	16.7	18.5	20.3
净利率 (%)	4.3	3.3	4.0	5.6	6.4
ROE (%)	8.1	5.0	6.5	9.6	11.2
ROIC (%)	6.8	4.6	5.6	7.4	8.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.1	51.9	54.7	54.0	55.3
净负债比率 (%)	39.2	13.6	12.3	19.7	12.9
流动比率	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.58	0.45	0.65	1.06	1.40
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.64	0.68	1.31	0.54	2.30
每股净资产 (最新摊薄)	5.69	8.37	8.95	9.90	11.20
估值比率					
P/E	25.3	32.4	22.5	13.7	10.4
P/B	2.6	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	13.9	13.5	12.6	9.1	7.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 10 日收盘价

内容目录

1. 投资要点.....	5
2. 公司概况：制造业为魂，光+电双线布局.....	6
3. 行业综述：光纤光缆底部反转，海洋板块持续高景气.....	9
4. 未来展望：通信+海洋板块共振，公司有望迎来厚积薄发.....	19
5. 盈利预测与估值.....	23
6. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 亨通光电发展历程.....	6
图表 2: 亨通光电股权结构（截止 2021 年 9 月 30 日）.....	6
图表 3: 通信网络业务产业链.....	7
图表 4: 能源互联业务产业链.....	7
图表 5: 公司 2020 年细分主营产品.....	8
图表 6: 公司 2016-2021Q3 年营业收入（万元）.....	8
图表 7: 公司 2016-2020 年主营业务营收增速.....	8
图表 8: 公司 2016-2021Q3 年净利率和毛利率.....	9
图表 9: 公司 2016-2020 年主营业务毛利率变动情况.....	9
图表 10: 公司 2012-2021Q3 年归属母公司股东净利润（万元）.....	9
图表 11: 公司 2012-2021Q3 年经营活动现金流（万元）.....	9
图表 12: 国内光纤供需情况（万芯公里）.....	10
图表 13: 光纤近年价格（元/芯公里）.....	10
图表 14: 2020 年全球新增风电数.....	11
图表 15: 全球风电总装机量.....	11
图表 16: 2006-2020 年新增海上风电装机量（单位 GW）.....	12
图表 17: 2020 年全球新增海上风电装机量（单位 GW）.....	12
图表 18: 2020 年全球累计海上风电装机量（单位 GW）.....	12
图表 19: 未来十年海上风电展望（单位 GW）.....	13
图表 20: 各省十四五能源规划及海上风电政策.....	13
图表 21: 海上风电产业链.....	14
图表 22: 全球海底光缆分布图（2020）.....	15
图表 23: 海底光缆产业链.....	15
图表 24: 中国海底光缆建设情况与全球主要国家对比.....	16
图表 25: 华为海洋股权结构主要变化.....	16
图表 26: 华为海洋前五大客户结构（单位：万元）.....	17
图表 27: 华为海洋收入的地区分布（单位：万元）.....	17
图表 28: 公司自主研发生产的水下设备.....	17
图表 29: 华为海洋营收分业务构成（单位：万元）.....	18
图表 30: 毛利率变动业务构成.....	18
图表 31: 华为海洋未来新增订单预测情况（单位：百万美元）.....	18
图表 32: 华为海洋财务摘要预测（单位：万元）.....	18
图表 33: 我国光缆线路总长度及每年新增数（万公里）.....	19
图表 34: 2018 年全球光纤光缆市场份额.....	20
图表 35: 公司光通信及网络营收及其同比增速（亿元）.....	20

图表 36: 公司光通信及网络业务毛利率情况.....	20
图表 37: 公司海洋业务船只.....	21
图表 38: 公司海上风电项目.....	21
图表 39: 海洋电力通信与系统集成业务营收及其同比增速 (亿元)	22
图表 40: 海洋电力通信与系统集成业务毛利率.....	22
图表 41: 公司电力业务营收及其同比增速 (亿元)	22
图表 42: 公司电力业务对应毛利率情况.....	22
图表 43: 公司光模块产品及 CPO 样机.....	23
图表 44: 公司未来三年营收预测及拆分 (亿元)	24
图表 45: 同行业可比公司估值分析.....	24

1. 投资要点

我们区别于市场的观点

- (1) **市场对光纤光缆盈利反弹认知不充分。**过去两年，光纤光缆经历了供需变化，价格大幅度下降，行业内企业盈利能力均出现不同程度下滑，市场对此信心不足。我们认为，今年中移动招标量价回升（量+20%，价+50%）表明行业触底反弹，结合过去的招标量价趋势，我们预计明年光纤光缆大概率量价继续回暖，运营商双千兆等布局将拉高光纤光缆需求。此外，过去三年亨通作为行业龙头，大幅提高生产效率，通过技术改进，成本端已有明显下降，当前虽价格未回到高点，但毛利率的弹性将更为明显。
- (2) **市场低估了海底通信业务的价值。**全球 95%跨国数据均通过海底光缆实现，近年来伴随 5G、AI 等技术爆发，流量数据量大幅提升，而全球海底光缆基本在 2000 年前后，急需升级换代，需求将持续回暖。公司具备光棒生产能力，成本优势明显，收购华为海洋后具备跨洋作业能力，未来将进一步加码海洋施工规模，有望充分受益本轮周期。
- (3) **市场对海上风电的高确定性认识不充分。**海上风电正成为最重要的能源之一，全球海上风电市场前景将持续上扬，目前世界各国政府对于可再生能源的认可程度正持续提升，海上风电平价的趋势十分明显，成本的急剧下降使得其成为最具竞争力的能源之一。GWEC 预计，未来十年将新增超 235GW 的海上风电装机容量，到 2030 年海上风电总装机容量将达到 270GW。未来五年复合增速将达到 29.3%。目前我国沿海各省均积极布局海上风电，十四五期间海上风电建设任务很重，公司作为少数能够海上风电建设的厂商，有望充分受益，未来业绩有望实现持续增长。

关键假设

- (1) 我们认为，公司作为光纤光缆龙头企业，具备光棒生产自足能力，在过去两年行业不景气的大背景下，积极降本增效。本轮量价回暖，公司光纤光缆毛利率水平大幅度回暖至 28%左右，加速业绩释放。
- (2) 我们认为，海上风电未来十年确定性强，行业空间大，且平价正在加速。公司作为少数具备海上风电建设能力的厂商，有望充分受益行业增长，成为公司未来数年业绩增长的核心驱动。
- (3) 海底光缆进入全新建设周期，公司收购华为海洋后，强化海洋板块能力，协同能力进一步提升，有望实现营收和利润的持续增长。

股价上涨的催化因素

- (1) 海上风电行业发展超预期；
- (2) 公司拿到海风大订单；
- (3) 光纤光缆行业需求超预期；
- (4) 公司其他业务加速落地。

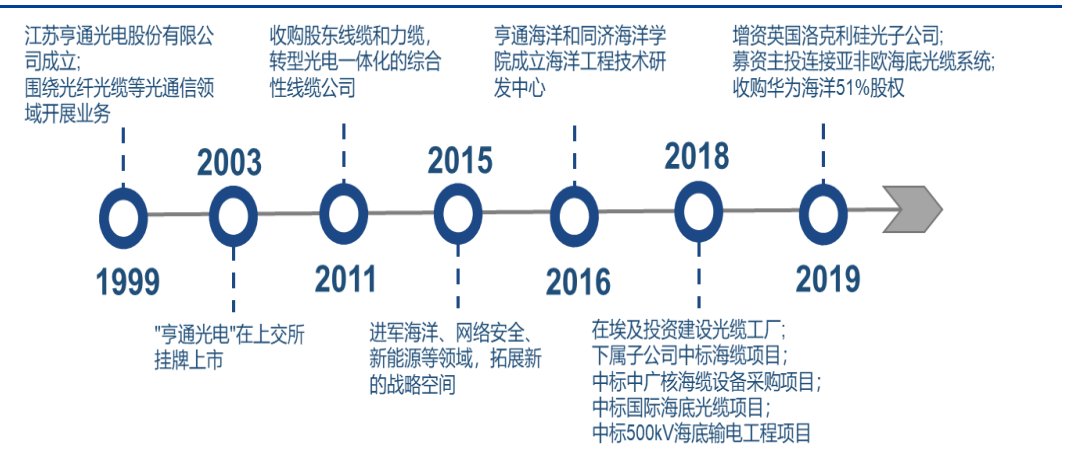
投资风险

- (1) 光纤光缆行业发展不及预期；
- (2) 海洋板块行业发展不及预期。

2. 公司概况：制造业为魂，光+电双线布局

海洋、电缆、新业务成长明确，加快打造全球化运营的国际化公司。公司成立于1993年，于2003年在上交所上市。成立初期主营光纤光缆生产销售业务，多年来在保持国内第一梯队地位的同时，积极推行国际化战略，2018年其全球光缆市场份额位列第二（销售额占比9%，CRU）。2011年，亨通收购线缆和力缆资产，转型为光、电一体化的国际综合性线缆公司，投入于智能电网、特高压及特种电缆等领域。2013年公司正式提出海洋战略，逐步进军海缆和海洋工程领域。公司也布局了大数据、网络安全等行业，致力于向科技创新型、服务平台型公司发展，并通过全球化产业与营销网络布局，致力于成为全球领先的通信网络和能源互联综合解决方案提供商。

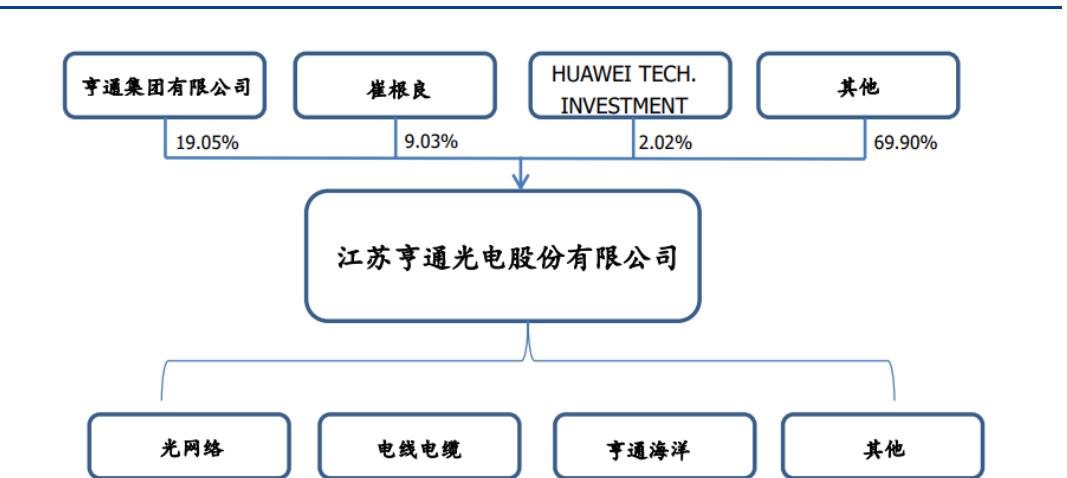
图表1：亨通光电发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

上市公司控股股东亨通集团（直接持股19.05%）前身为吴江市光电通信线缆总厂，1996年经国家工商总局核准升级为国家级企业集团，主要产品和服务为电缆、光缆、通信器材等。上市公司实际控制人崔根良是亨通集团创始人，也是中国光通信行业领军人物之一，任中国企业家协会第七届理事会常务理事、中国通信企业协会主任委员、中国工业经济联合会主席团主席等职。

图表2：亨通光电股权结构（截止2021年9月30日）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司主营业务分为三个板块：

(1) 通信网络业务：公司聚焦新一代通信产业与核心技术的研发创新，提升系统解决方案的研发与集成能力，充分发挥新一代绿色光纤预制棒自主技术及成本优势，持续提升通信网络业务市场竞争力，不断提高通信网络产品与运营服务业务的市场占有率。积极拓展光模块、智慧城市、量子保密通信等领域业务，构筑形成通信产业从产品到服务的全产业链及自主核心技术，打造集“产品-服务-运营”于一身的全产业链模式，为客户提供更有价值的产品与服务，共同创造万物互联的新时代。

图表 3: 通信网络业务产业链



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

(2) 能源互联业务：公司聚力打造全球能源互联系统解决方案服务商，通过加大技术创新与市场整合，持续加大特高压输电装备、直流输电装备、海上风电、储能等核心技术的研发投入，以高端核心产品和装备为龙头，以系统成套解决方案和工程总包为两翼，实现从“产品供应商”向“系统集成服务商”转型，打造能源互联产业全价值链体系。

图表 4: 能源互联业务产业链



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

(3) 海洋产业：公司紧抓海洋产业发展机遇，围绕海洋电力传输、海底网络通信与海洋装备工程三大领域，通过持续的技术积累、整合与创新，紧紧把握海洋经济开发机遇期，不断加强对海洋产业的技术研发与产业布局，致力打造国际一流海洋能源互联系统服务商与全球跨洋通信系统集成业务领导者。

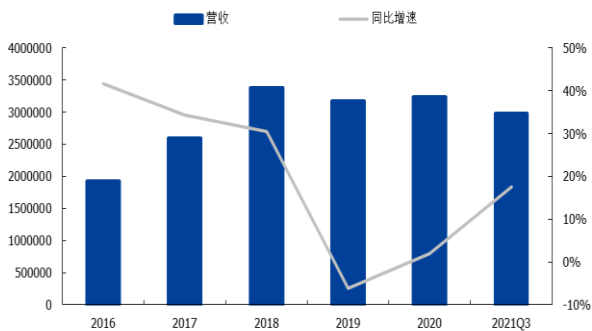
图表 5: 公司 2020 年细分主营产品

2020 年细分产品	营业收入占比	毛利占比
智能电网传输与系统集成	40%	35.9%
铜导体产品	19%	1.3%
光网络与系统集成	18%	25.5%
海洋电力通信与系统集成	10%	27.0%
工业智能控制	6%	5.3%
装卸仓储	5%	1.9%
其他业务	2%	3.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

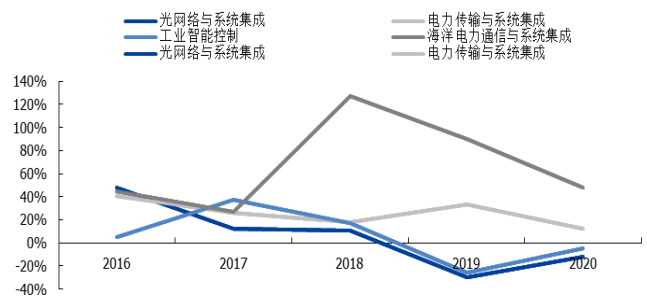
公司加大战略投入, 经营情况持续向好。近年来, 公司进一步加大通信网络和能源互联两大核心产业的战略投入, 在 5G 通信、硅光模块、量子保密通信、海洋通信、海洋电力、海洋工程等产品与服务上持续加大技术投入与市场拓展, 取得积极进展, 在智慧城市系统集成业务上凭借优异的整体解决方案、集成交付能力与产业生态优势取得重大市场突破。2016-2018 年同比增速保持在 30% 左右的水平, 2019 年受大环境影响出现下滑, 2020 年重新回升, 公司 2021 年前三季度营收达 298 亿, 经营情况持续向好。

图表 6: 公司 2016-2021Q3 年营业收入 (万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

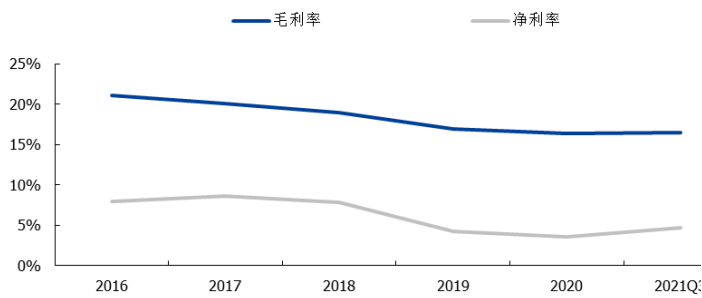
图表 7: 公司 2016-2020 年主营业务营收增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

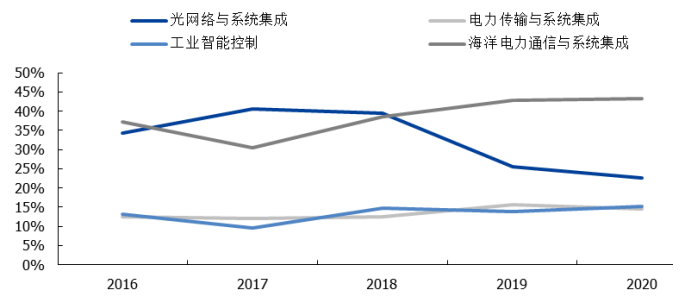
毛利率、净利率未来有提升空间。2016-2020 年, 毛利率和净利率持续下跌, 2021 整体有所回升, 截止至 2021Q3, 毛利率与净利率均已超过 2020 年水平。亨通三块主营业务中, 海洋板块是营收和毛利增速是最高的; 电力板块次之。

图表 8: 公司 2016-2021Q3 年净利率和毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

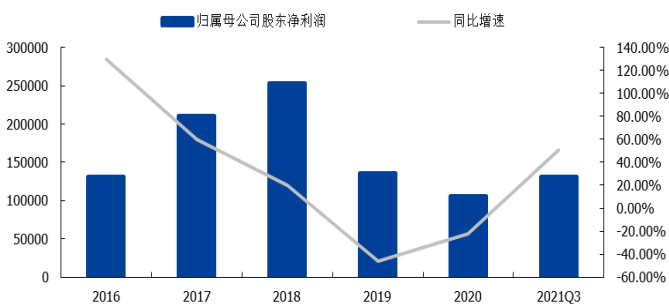
图表 9: 公司 2016-2020 年主营业务毛利率变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

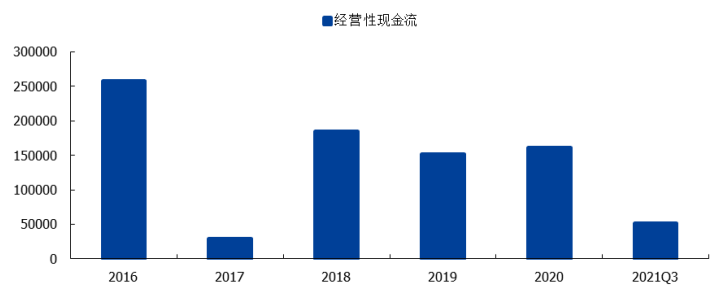
利润水平持续向好，现金流情况稳定。在经历行业波动后，公司今年净利润有望实现明显回暖，而随着海洋板块的持续深耕以及光纤光缆行业明显复苏，预计明年盈利能力将继续提升。公司近年来现金流情况较为稳定，整体经营稳健扎实。

图表 10: 公司 2012-2021Q3 年归属母公司股东净利润 (万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 公司 2012-2021Q3 年经营活动现金流 (万元)



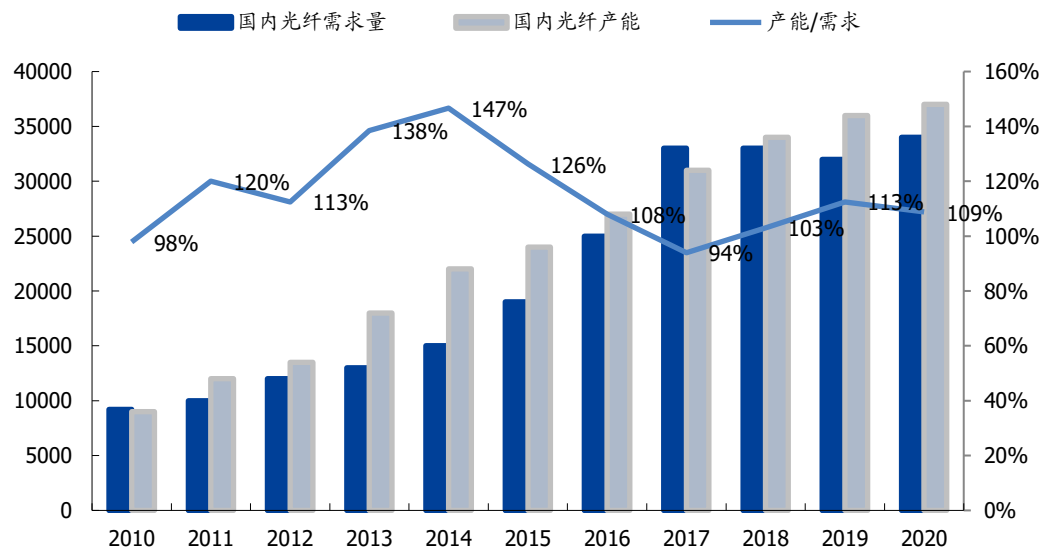
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 国盛证券研究所

3. 行业综述：光纤光缆底部反转，海洋板块持续高景气

光纤光缆需求波动，行业经历调整洗牌。2015-2017年，光纤光缆行业伴随着中移动 FTTH 的建设迎来一轮黄金期，产品量价齐升，2018年后，一方面光纤到户覆盖率提升到较高水位之后，增长受阻，另一方面，2018年开始运营商建设重心逐步转向 5G，光纤到户拉动的需求增长告一段落。虽然 5G 基站的接入、回传也需要光纤资源，但整体需求量较 FTTH 仍相对较小。

供给方面，因 2016-2017 年运营商集采价格较高，光纤光缆盈利能力上佳，行业内企业普遍扩产。与 2010 年左右的扩产不同，此轮龙头厂商都加强了上游光纤预制棒的产能扩张，龙头厂商亦从套管法向全合成法过渡，努力提升全产业链一体化能力，基本实现了光棒的自给自足，大幅提升了对成本的掌控力。而近两年因价格与需求下行，厂商盈利能力快速下滑，具备光棒生产能力的龙头厂商盈利及抗风险能力提升，行业加速洗牌。

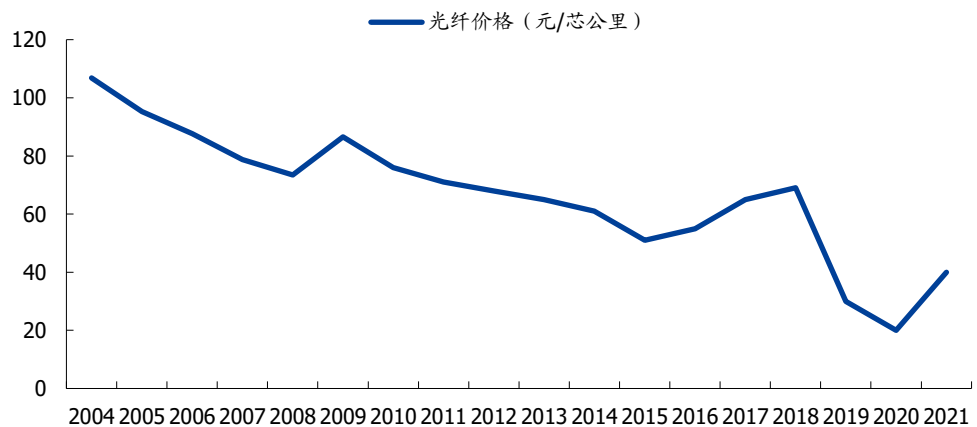
图表 12: 国内光纤供需情况 (万芯公里)



资料来源: 运营商及相关公司公告, 国盛证券研究所

价格触底反弹, 新一轮流量爆发将推动行业景气持续修复。2021年10月, 中国移动公布了2021年普通光缆产品集采中标候选人, 长风光纤、富通通信、亨通光电、中天科技、烽火通信位列前五, 此次采购规模约447.05万皮长公里(折合1.432亿芯公里), 中标中位数为91.79亿元, 对应光缆中标中位价格为64.1元/芯公里。我们认为, 过去两年招标光纤低于20元的价格几乎逼近厂商成本, 无光棒自产能的企业开始亏损, 新增产能大幅下降, 行业加速洗牌。伴随中国移动价格回暖, 整个光纤光缆行业复苏在即。而5G、云计算、物联网、元宇宙等新一轮科技趋势下, 流量增长有望推动光纤光缆需求进入新一轮景气周期, 供需关系改善, 行业前景持续修复。

图表 13: 光纤近年价格 (元/芯公里)



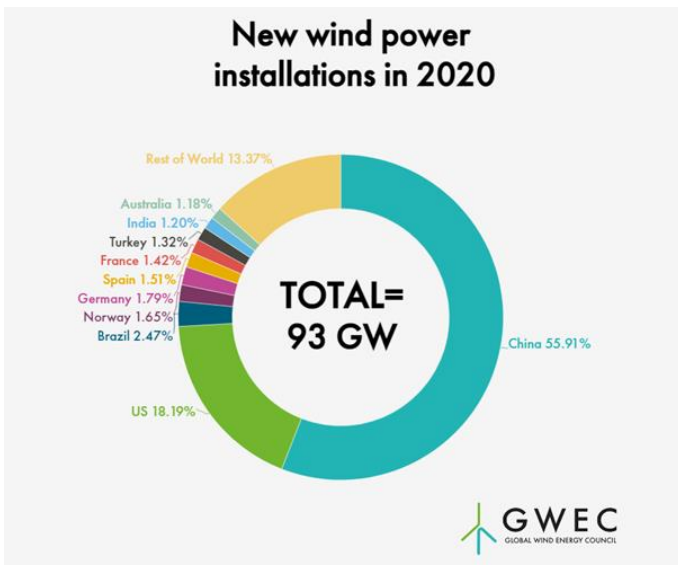
资料来源: 运营商公告, 国盛证券研究所

海外市场仍具备较大提升空间。目前东南亚、南亚、中东、南美及非洲等地区光纤通信网络基础薄弱, 宽带普及率较低。为加强基础网络建设, 这些地区的主流运营商纷纷加快固网宽带规模建设。根据FTTH欧洲委员会的数据, 欧洲的FTTH覆盖率最近刚刚达到了50%。根据西班牙政府“新一代宽带扩展计划”的目标, 到2021年年底, 光纤覆

盖率将达到西班牙人口的 91.24%，其中包括四分之三的农村人口。英国政府计划投入 50 亿英镑支持千兆宽带的部署。以千兆速度宽带连接首批一百万个家庭和企业，并在 2025 年之前将覆盖范围扩大到最困难的 20% 的英国地区。随着海外市场宽带的普及和 FTTH 带来的光进铜退，当地将迎来光纤接入网建设高潮，而光纤光缆市场也将迎来新的发展机遇。

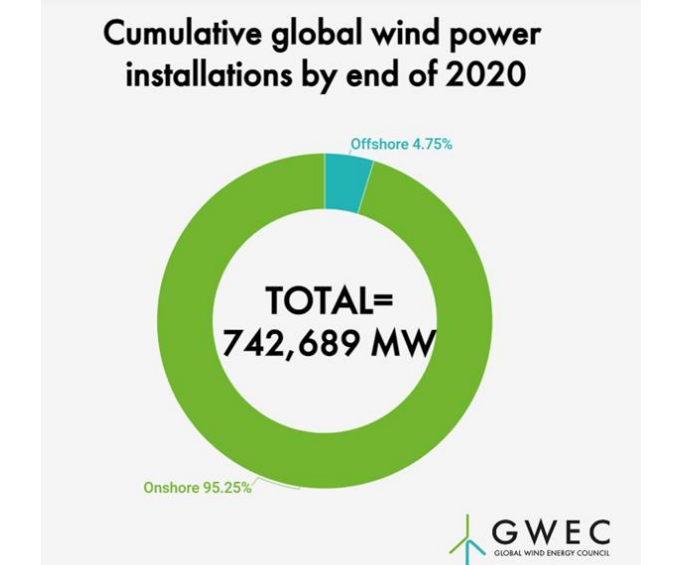
可再生能源发展迅速，全球风电装机速度全面提速。2020 年全球新增风电装机 93GW，同比 2019 年增增长 53%，而为实现全球净零排放的目标，风电装机速度在未来十年中至少需要提高两倍。2020 年中国和美国贡献了全球新增装机的 75%，而累计装机量也达到了全球的一半。全球风电总装机量达到 742GW，按此装机量计算，每年可以减少 11 亿吨二氧化碳排放，相当于南美洲的碳排放量。全球风电装机量已经是十年前的近四倍，风能也在世界范围内成为最具竞争力的电源之一。

图表 14: 2020 年全球新增风电数



资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

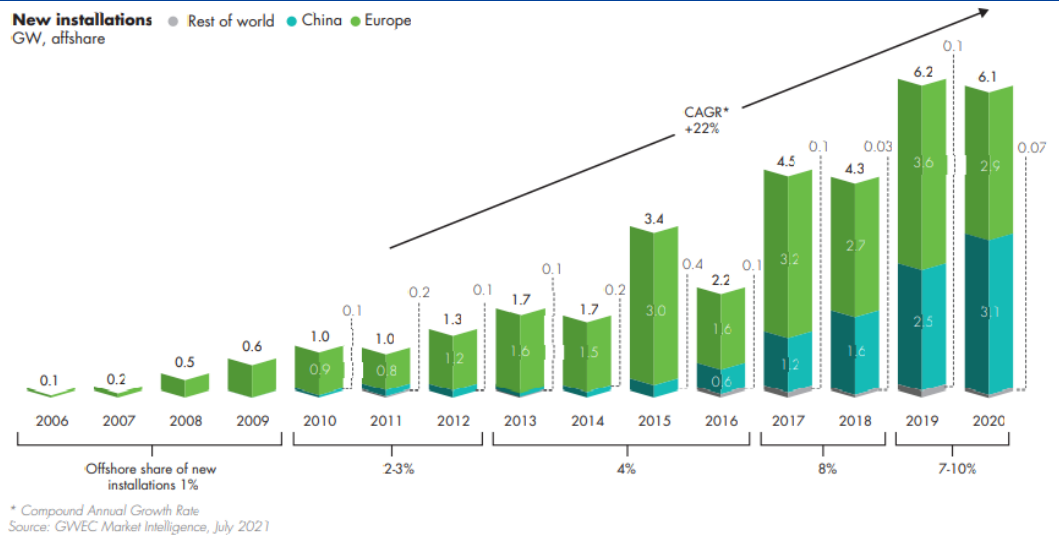
图表 15: 全球风电总装机量



资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

可再生能源发展迅速，全球风电装机速度全面提速。2020 年全球新增风电装机 93GW，同比 2019 年增增长 53%，而为实现全球净零排放的目标，风电装机速度在未来十年中至少需要提高两倍。2020 年中国和美国贡献了全球新增装机的 75%，而累计装机量也达到了全球的一半。全球风电总装机量达到 742GW，按此装机量计算，每年可以减少 11 亿吨二氧化碳排放，相当于南美洲的碳排放量。全球风电装机量已经是十年前的近四倍，风能也在世界范围内成为最具竞争力的电源之一。

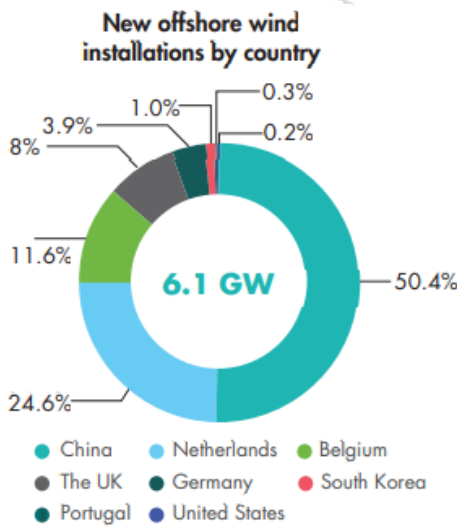
图表 16: 2006-2020 年新增海上风电装机量 (单位 GW)



资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

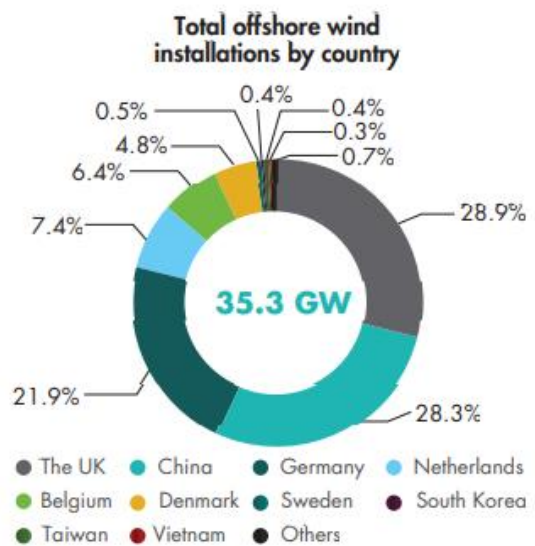
海上风电持续高增长, 我国装机量持续爆发。根据 GWEC 的数据, 海上风电过去 20 年实现了高速发展, 尤其是近 5 年, 随着成本的持续下降, 海上风电逐渐凸显优势, 过去 5 年全球海上风电装机量从 2015 年的 3.4GW 升至 2020 年的 6.1GW, 接近实现翻倍。在双碳大背景下, 海上风电作为我国重要可再生资源, 受到重视程度持续提升, 2020 年全年我国海上风电装机量达到 3.1GW, 占比超过 50%, 预计 2021 年装机量还有大幅度提升。整个海上风电景气度持续向上。

图表 17: 2020 年全球新增海上风电装机量 (单位 GW)



资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

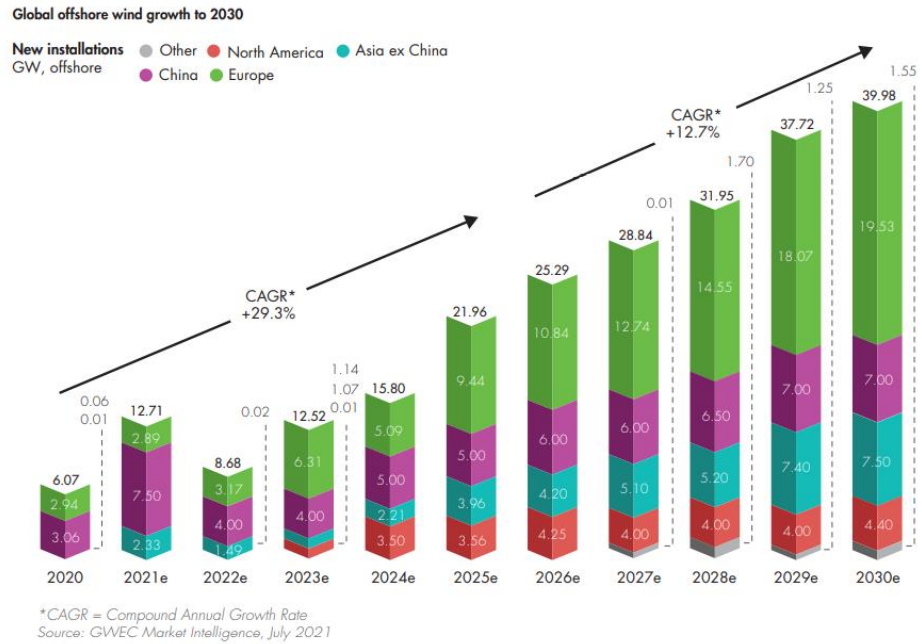
图表 18: 2020 年全球累计海上风电装机量 (单位 GW)



资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

未来海上风电有望成为最重要的能源之一。全球海上风电市场前景将持续上扬, 目前世界各国政府对于可再生能源的认可程度正持续提升, 海上风电平价的趋势十分明显, 成本的急剧下降使得其成为最具竞争力的能源之一, 加上商业化和工业化继续取得进展, 海上风电在促进跨行业合作和脱碳方面发挥着越来越独特的作用。GWEC 预计, 未来十年将新增超 235GW 的海上风电装机容量, 2020-2025 年复合增速将达到 29.3%, 海上风电景气度持续向上。

图表 19: 未来十年海上风电展望 (单位 GW)



资料来源: GWEC, 国盛证券研究所

双碳大背景下, 海上风电大有可为。2020年9月, 国家主席习近平在联合国向全球庄严承诺将提高国家自主贡献力度, 采取更加有力的政策和措施, 二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值, 努力争取2060年前实现碳中和。同年12月, 习近平在气候雄心峰会上进一步指出, 到2030年, 中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005年下降65%以上, 非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右, 森林蓄积量将比2005年增加60亿立方米, 风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。受双碳目标的指引, 各沿海省份也是根据自身特点, 加码布局海上风电, 新增规划50GW以上。

图表 20: 各省十四五能源规划及海上风电政策

省份	发布时间	文件名称	核心内容
江苏	2021.1	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划(征求意见稿)》	“十四五”器件海上风电新增8GW
福建	2021.5	《关于印发加快建设“海上福建”推进海洋经济高质量发展三年行动方案(2021-2023年)的通知》	拓展海上风电产业链, 有序推进福州、宁德、莆田、漳州、平潭海上风电开发, 规划建设深远海海上风电基地
海南	2021.5	南方电网《海南“碳达峰、碳中和”工作方案》	“十四五”实现海上风电、光伏等新增装机5.2GW
广西	2021.5	《广西壮族自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	规模化、集约化发展海上风电, 打造北部湾海上风电基地
广东	2021.6	《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》	采取前端补贴, 2025年底海上风电累计装机达到18GW, 进一步修编海上风电发展规划
山东	2021.6	《关于促进全省可再生资源高质量发展的意见(征求意见稿)》	2021年建成投运两个海上风电试点项目, “十四五”器件海上风电争取启动10GW
浙江	2021.6	《浙江省可再生能源发展“十四五”规划》	“十四五”器件海上风电新增4.5GW, 新增或开工9.96GW

资料来源: 各有关部门, 国盛证券研究所

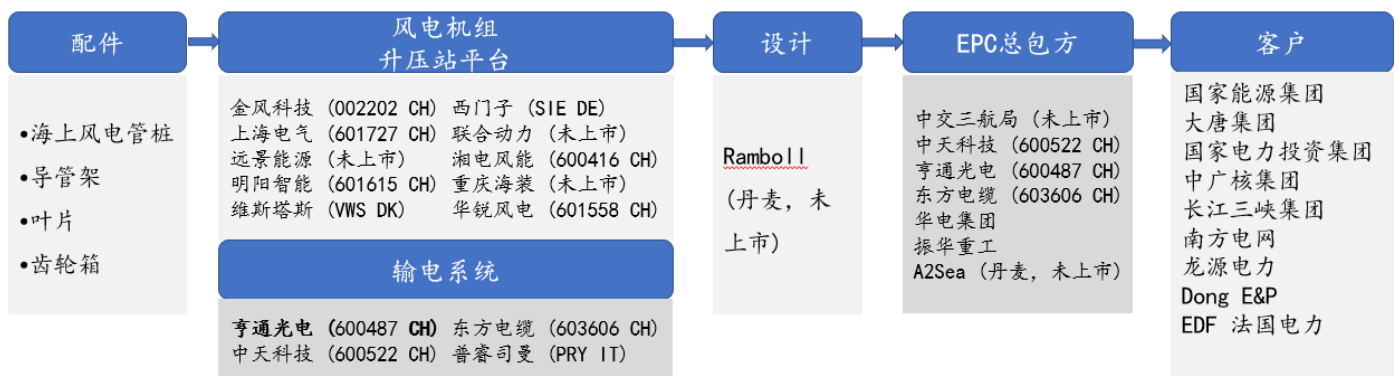
海上风电壁垒高难度大，龙头厂商优势明显。海上风电建设难度远大于陆上风电场，难点在于风险高、高度高、精度高，建设成本通常是陆上风电场的 2-3 倍。其中重要的成本项目包括设备、线缆和工程。

海缆市场相较陆缆市场具有一定的进入门槛：

- 1) 设备要求更高，海缆需要克服海水腐蚀等问题，截面构造相对于陆缆更加复杂，并且要求能够单根连续生产；
- 2) 地理位置特殊，海缆通常生产后直接绕于铺缆船上，工厂必须紧邻江河大海；
- 3) 资金投入较大，出于产业链一体化的目的，海缆企业通常要求具有施工能力，需要建设铺缆船。进入门槛也使得海缆具有较高利润，海缆毛利率通常在 30%-40%，甚至能达到 50%以上，是陆缆的 2-3 倍。

海上风电工程费用较高体现了建设的难度，能够参与海上风电 EPC 的竞争者屈指可数。海上 EPC 能力需要风电安装平台的支撑。全球海上风电平台于 2002 年左右开始发展，我国早期海上风电项目通过起重船施工，对设备重量和体积都有要求，且效率较低。2013 年我国正式启用了第一台海上风电平台，2015 年达到 5 座，后续风电安装平台逐年增长。

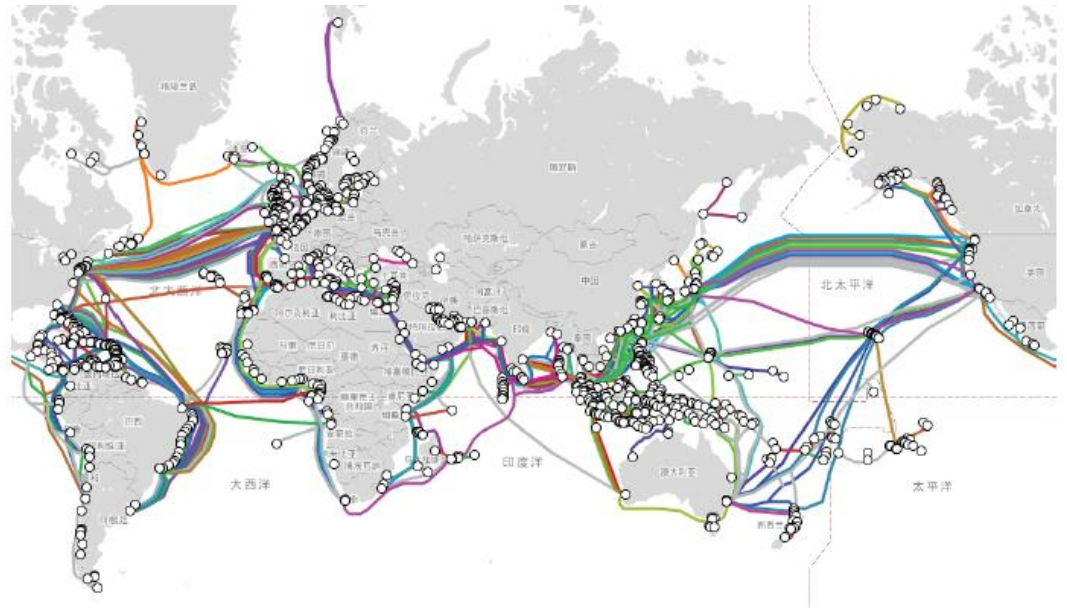
图表 21: 海上风电产业链



资料来源: 各有关公司公告, 国盛证券研究所

数据持续爆发，海底光缆进入新建设周期。据 TeleGeography 的报道，全球 95% 的国际数据通过海底光缆传输，全世界范围内纳入其统计的光缆有 462 条，总长度超过 110 万公里。上一轮海底光缆建设高峰期在 2000 年互联网大爆发年份，考虑到海底光缆生命周期一般在 20-25 年，以及近年来以 5G、AI 等技术带来的流量爆发，我们预计未来数年海底光缆通信网络建设将进入新建设周期。未来几年随着互联网带宽需求将持续增长，包括像虚拟现实、AR、VR、元宇宙等新技术场景的持续发展，全球海底光缆。根据 TeleGeography 的预测，2020 年海缆通信网络市场规模为 30.5 亿美元。

图表 22: 全球海底光缆分布图 (2020)

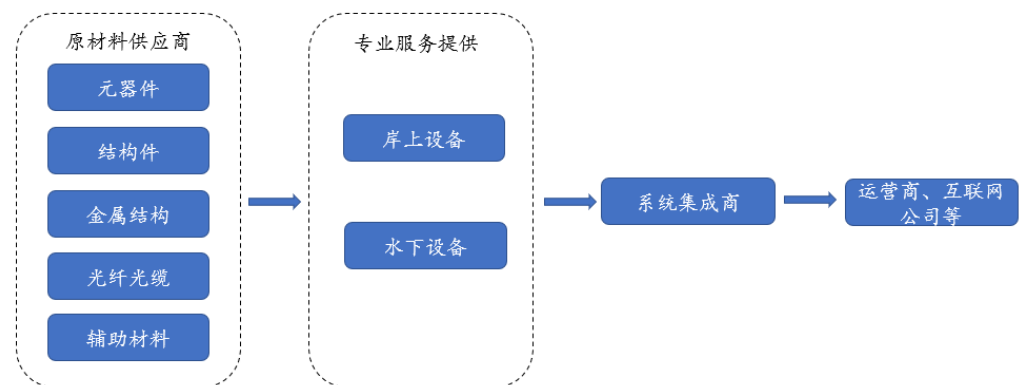


资料来源: telegeography, 国盛证券研究所

海底光缆一般由互联网公司和运营商铺设, 铺设主体为 EPC 总包商, 集成产品包括海缆、水下设备和岸上设备, 项目门槛视铺设的海缆长度和施工难度而定, 随着海缆长度的提升, 海缆工程难度也不断提升, 一般 500 公里以上系统需要中继系统支持。

中继海缆通信系统(多跨系统): 一般覆盖较长的距离跨度, 由岸上设备与水下设备组成; 5000 公里以上的中继项目建设周期为两年左右, 5000 公里以下的中继项目建设周期为一至两年。

图表 23: 海底光缆产业链



资料来源: 国盛证券研究所

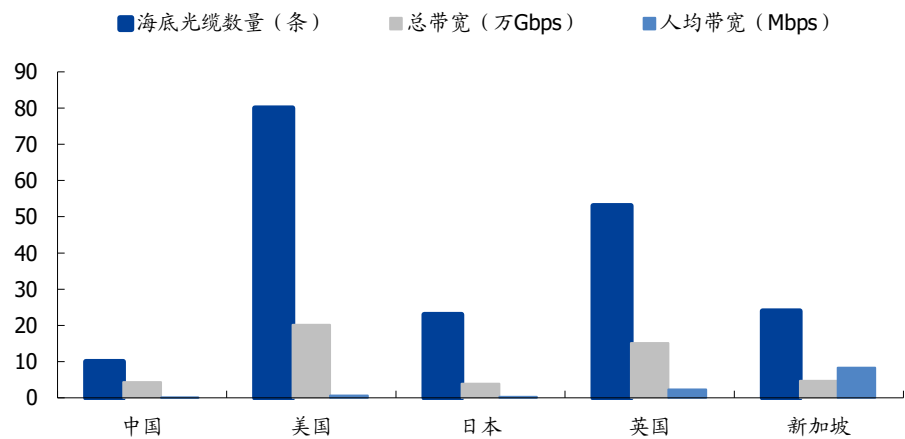
无中继海缆通信系统(单跨系统): 一般跨度在 500 公里以下, 因其跨越距离较短而无需借助海底中继器对传输信号进行放大, 亦不需要岸上供电设备对海底中继器进行供电。建设周期为一年以内。

在产业链中, 系统集成商由于负责项目实施, 在产业链中的位置最有优势。而典型的系统集成商包括: 阿尔卡特朗讯、NEC、Tyco、华为海洋、亨通光电、中天科技、烽火通信等。其中中继系统是行业难点, 此前被海外厂商垄断。

系统集成商负责项目实施，在产业链中处于优势地位。典型的系统集成商包括：阿尔卡特朗讯、NEC、Tyco、华为海洋、亨通光电、中天科技、烽火通信等。其中中继系统是行业难点，此前被海外厂商垄断。

我国海底光缆仍具备较大提升空间。与未来国际流量发展预期和世界主要国家相比，中国的国际海缆发展仍显不足。中国的海底光缆建设目前仍然落后于其他发达国家。根据工信部数据，美国、日本、英国和新加坡拥有光纤数量分别为中国海底光纤数量的8倍、2倍、5倍和2倍多，人均带宽分别为20倍、10倍、74倍和265倍。中国海底光缆建设情况无法与蓬勃发展的数据通信行业相匹配，未来仍有较大开拓空间。

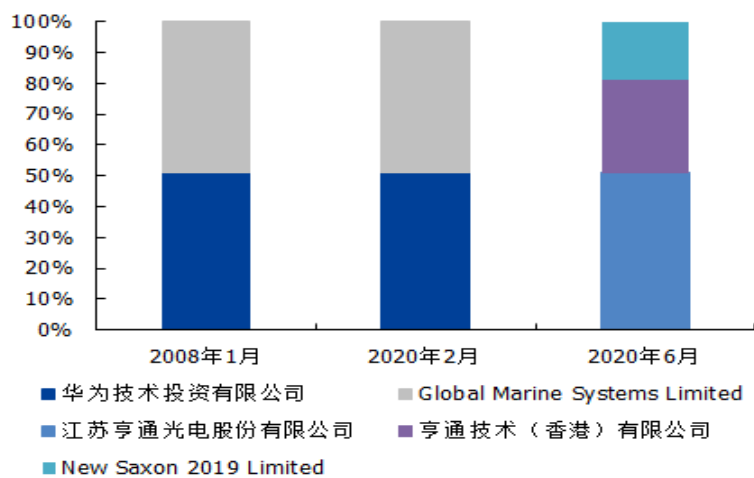
图表 24: 中国海底光缆建设情况与全球主要国家对比



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

收购并表华为海洋,打通产业链上下游。华为海洋于2008年1月25日在香港设立,2019年亨通光电公告收购华为海洋公司51%股权,进一步扩大了海洋板块的布局。2020年3月华为海洋已实现并表。目前,华为海洋是全球第四大海缆通信网络供应商,全球市场份额占比超过10%。是一家海缆通信网络建设解决方案提供商,为客户提供高可靠、高性价比的产品技术解决方案和包括项目管理、工程实施和技术支持于一体的端到端服务。

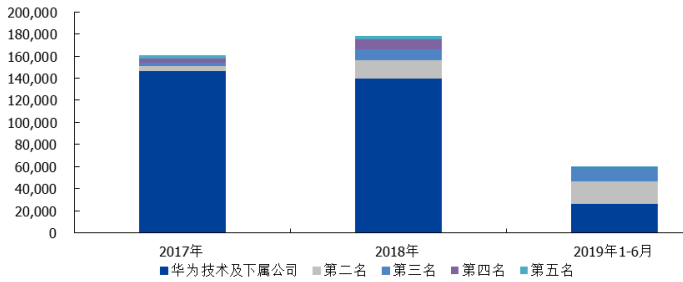
图表 25: 华为海洋股权结构主要变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

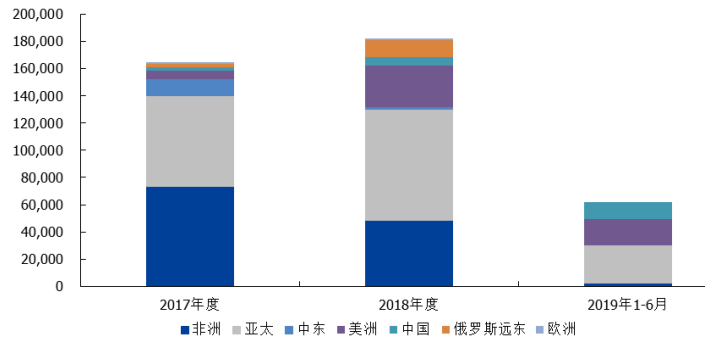
业务分部覆盖全球。由于海缆建设业务单个项目金额较大，公司收入来源相对集中。其中华为海洋部分新建海缆项目通过华为技术及其子公司返签获得。根据公司计划，未来5年华为公司将为亨通提供海缆项目市场拓展、SLTE等产品和服务供应、IT系统支持等相关服务方面等支持，确保华为海洋顺利完成平稳过渡。2020年，华为海洋有14个海缆TK项目交付，截至2020年末累计交付项目109个，累计施工长度超过6.7万公里，年末在手订单为33.4亿人民币，发展态势良好。公司业务范围覆盖全球，其中亚洲区业务占比较高。

图表 26: 华为海洋前五大客户结构 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 华为海洋收入的地区分布 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

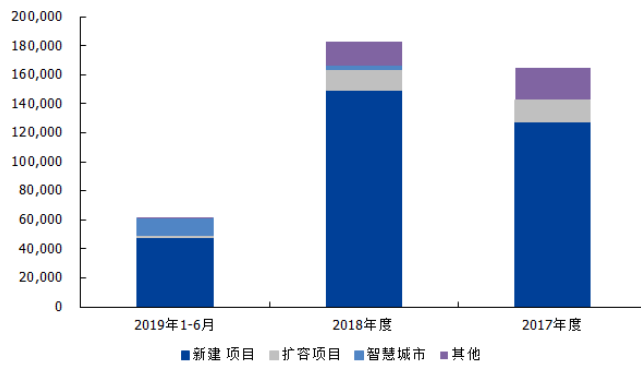
主营业务与核心产品。华为海洋业务主要包括海缆建设和智慧城市两部分，海缆业务可分为新建和扩容两部分。水下设备是有中继新建项目的核心部件，也是华为海洋的核心产品；同时海缆线路长度一般较长、内容较为复杂，因此有中继新建项目处于卖方市场，回报丰厚，毛利率最高。华为海洋可以提供的水下设备包括海底中继器、海底分支器等。公司以销定产，自己采购原材料进行生产；陆上设备大部分选择同华为采购，因此陆上设备毛利率较低。

图表 28: 公司自主研发生产的水下设备



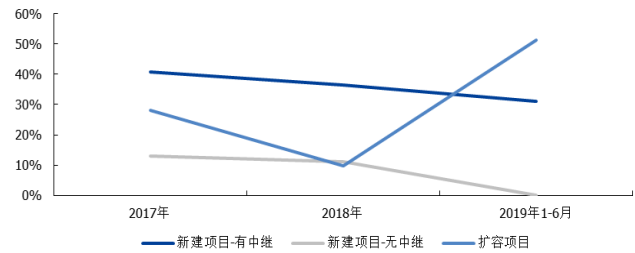
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 华为海洋营收分业务构成 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 毛利率变动业务构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

技术壁垒极高, 全球仅四家具备海缆建设能力。目前全球从事海缆通信网络建设的企業主要为 SubCom、Nokia/ASN、NEC 和 华为海洋。Subcom、ASN 和 NEC 进入海缆通信领域的时间较早、具有先发优势, 2008 年前的海缆通信市场长期被上述三大巨头垄断。华为海洋 2008 年成立后开始进入该领域, 凭借高可靠、高性价比的海缆通信网络建设解决方案, 以及快速服务响应能力, 逐渐赢得客户信任, 市场份额逐步增加。预计 2021 年华为海洋的市场占有率保持在 13% 的历史平均水平, 未来凭借着强大的研发能力及项目成功交付案例的增加以获取更多客户信任, 华为海洋所占市场份额将进一步提升, 2021 至 2022 年逐年递增 1%, 以后年度市场占有率保持在 2022 年的水平上。

图表 31: 华为海洋未来新增订单预测情况 (单位: 百万美元)

未来订单预测	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
全球新建海缆市场规模	3050	3050	3050	3050
华海市场占有率	13%	14%	14%	14%
新建海缆项目订单	396.5	427	427	427
其中: 有中继海缆项目	356.9	384.3	384.3	384.3
无中继海缆项目	39.7	42.7	42.7	42.7
扩容项目订单	10	10	10	10
总订单金额	406.5	437	437	437

资料来源: 公司购买资产交易报告书 (2020.01.07), 国盛证券研究所

华为海洋管理层预测华为海洋未来的收入、成本、毛利率和归属于母公司的净利润等数据呈增长趋势, 主要考虑到: (1) 目前, 全球海底光缆通信网络建设迎来重要发展窗口期, 根据 TeleGeography 的预计, 新建海缆通信网络和海缆通信网络扩容市场规模在 2019 年和 2020 年都有所增长; (2) 华为海洋目前在手订单充足; (3) 近年来, 华为海洋持续加强研发能力, 提升核心竞争力, 积累了丰富的特别是中长距离海缆项目交付经验, 跻身全球第四大海底光缆通信系统供应商, 未来发展空间、盈利前景较好。

图表 32: 华为海洋财务摘要预测 (单位: 万元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	283113.9	274850.5	292876.0	300424.4
营业成本	225662.0	214889.4	228886.3	234695.4
毛利率	20.3%	21.8%	21.9%	21.9%
归属于母公司的净利润	17757.6	20424.2	22163.2	22373.1

资料来源: 公司购买资产交易报告书 (2020.01.07), 国盛证券研究所

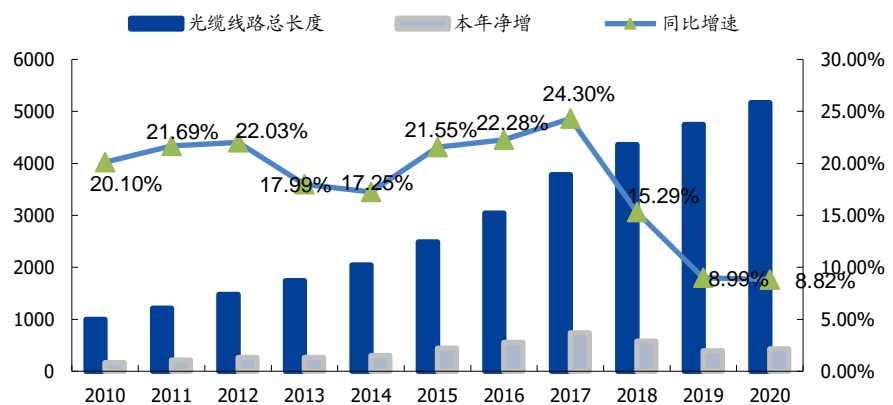
亨通光电和华为海洋在 PEACE 海缆项目上已经实现合作。PEACE 项目由华为海洋担任总承包商、亨通光电实施。项目全程 15800 公里，有中继，采用 200G 波分传输技术，6 对光纤，每对光纤设计容量为 16Tbit/s。连接中国-欧洲-非洲，是中非、中欧距离最短的海缆路由。PEACE 跨洋海缆通信系统运营项目的实施，将实现公司从海底光缆生产制造向海底光缆系统运营延伸，进一步推动公司光通信产业从“制造型企业”向“平台服务型企业”战略转型。

4. 未来展望：通信+海洋板块共振，公司有望迎来厚积薄发

通信板块触底反弹，后续利润水平有望持续复苏，释放利润。

公司在光纤光缆领域积淀深厚。公司早在 1998 年便成为国内产销量前五的光纤光缆制造企业，经过 20 余年的发展，2018 年公司在全球光缆市场销售额以 9% 的市占率居于第二，也是国内少数具备光棒、光纤、光缆一体化产线的厂商。公司光网络与系统集成板块的营收和利润实现了持续增长，虽受行业景气程度影响，但整体仍表现出较强韧性，是公司核心业务板块。而从我国光缆线路里程数看，过去十年中整体增速维持在较高水平，近三年增速有所下滑，结合基站及固网建设周期以及运营商战略，我们预计后续增速有望回升。

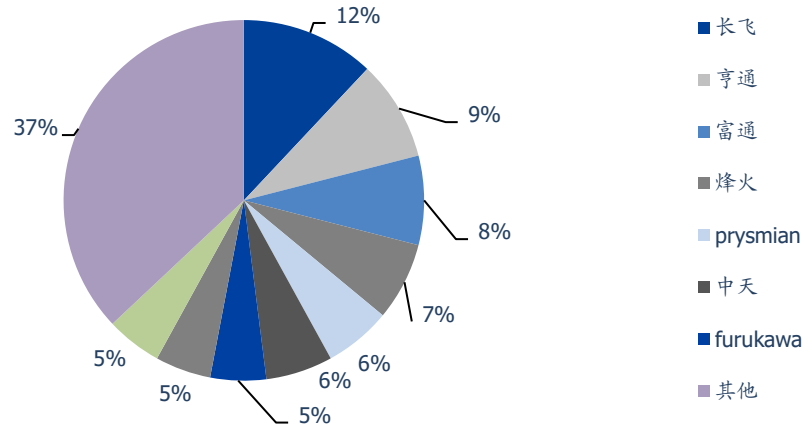
图表 33: 我国光缆线路总长度及每年新增数 (万公里)



资料来源：工信部，国盛证券研究所

光纤光缆行业招标价格大幅上涨，未来供需关系持续改善、业绩弹性可期。2020 年，受国内光通信行业供需调整的影响，光通信市场竞争加剧，光通信产品市场价格下滑。展望未来，5G/云计算/物联网/AI 拉动的新一轮流量高增长周期将带动光纤需求新一轮景气，在光纤价格下挫过程中供给端产能将持续出清，未来供求关系将逐步改善，行业有望进入新一轮景气周期。我们认为，随着供求关系持续改善，同时光纤光缆招标价格大幅上涨，公司有望把握光纤光缆价格复苏的机遇，业绩弹性可期。

图表 34: 2018 年全球光纤光缆市场份额



资料来源: CRU, 国盛证券研究所

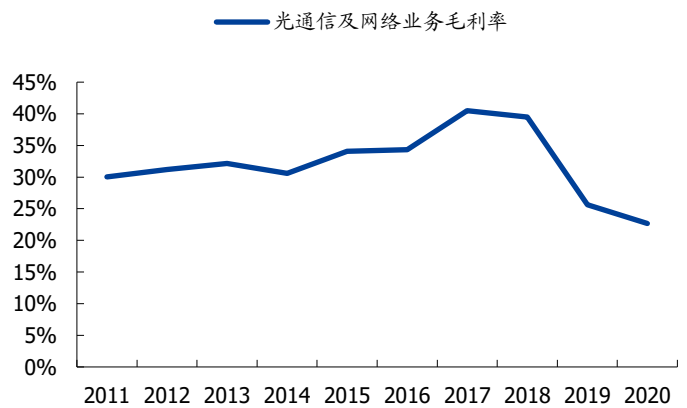
通信板块触底反弹，利润水平有望持续回升。光通信及网络作为公告重要业务，在过去 10 年中，2011-2014 年增速较为稳定，在 2015-2018 年公司营收实现了持续高速增长，一方面是需求端的暴涨，运营商建设带动光缆需求持续增长，行业处于供不应求阶段，另一方面公司光棒投产迅速果断，产能得以快速扩张，抢占市场份额，体现出公司高效的执行力和敏锐的判断力。2019-2020 年受整体需求侧疲软，以及招标价格出现大幅度下跌，整体营收和毛利率水平出现下滑，此阶段对于中小厂商打击更大，公司此阶段积极优化工艺流程，降低成本。我们结合 2021 年招标情况，预计后续光缆价格有望持续复苏，行业需求向好，公司毛利率有望回升至 30% 以上。

图表 35: 公司光通信及网络营收及其同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 公司光通信及网络业务毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

海洋通信保持领先，海上风电高度景气，海洋板块潜力巨大。

海洋通信行业高壁垒，公司有望持续受益于新建设周期。公司是目前国内 UJ/UQJ 证书组合最多、认证缆型最多的企业，是国内唯一通过 5000 米水深国际海试的企业。截至 2020 年 12 月亨通海光缆交付已突破 4 万公里，跻身国际海洋通信前四强，中国第一。

图表 37: 公司海洋业务船只



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1) 公司建设的 PEACE 跨洋海缆通信系统运营项目满足中国到欧洲、非洲快速增长的国际业务流量需求, 是中国第一条民企投资并自主运营的国际海洋通信线路。目前全球投入使用海底光缆中, 2000 年前的投资占 40%, 根据海缆 25 年左右的使用寿命推算, 这些海缆逐步进入生命周期尾期, 新的海缆建设替代周期即将到来, 这是中国弯道超车改变国际海缆战略格局的战略机遇。

2) 2020 年公司收购华为海洋, 20 年华为海洋持续加大海底光缆系统集成关键部件和核心技术的研发力度; 亨通海装顺利完成海洋观测网主接驳盒、次接驳盒等整套系统的海试。

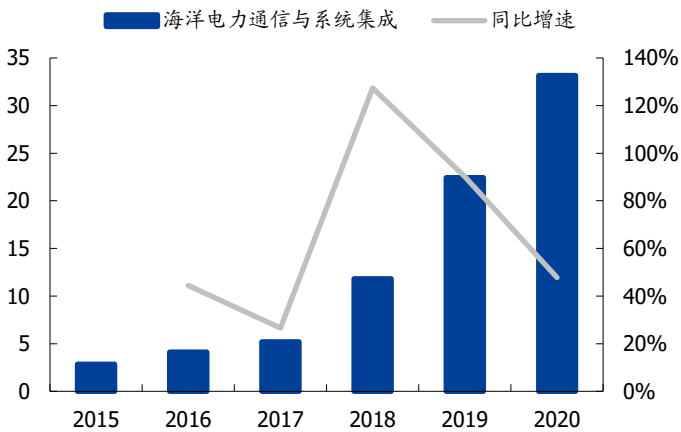
图表 38: 公司海上风电项目



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

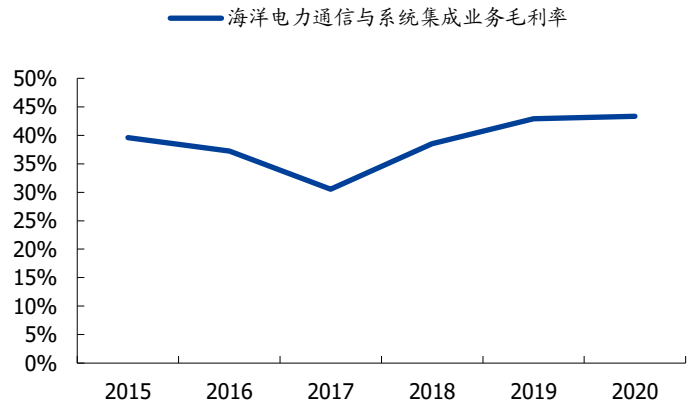
海上风电受益双碳, 未来十年高度景气。2020 年, “碳达峰、碳中和”目标的提出为我国经济社会发展提供了动力引擎, 公司抓住海上风电抢装潮, 全面提升亨通海上风电产业链系统解决方案整体实力。2020 年内, 公司承建了全球第一座半潜式漂浮海上风力发电场——葡萄牙海上浮式风电项目, 打破了国外垄断, 也填补了中国企业在欧洲总包海上风电输出系统建设维护项目上的空白; 亨通海缆成功布局漂浮海上风电市场, 以技术创新的实力, 在海上浮式风电建设领域实现了从制造商向集成服务商的跨越。此外, 成功中标越南、菲律宾、柬埔寨、西班牙等海外项目, 面对海上风电未来十年高度确定的行业机会, 公司相关有望实现高速增长。

图表 39: 海洋电力通信与系统集成业务营收及其同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 海洋电力通信与系统集成业务毛利率

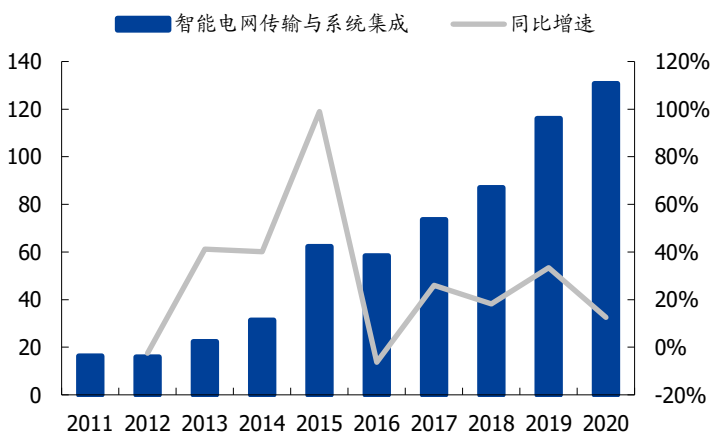


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

电力业务受益特高压建设、份额提升、产品结构优化, 持续快速增长可期。

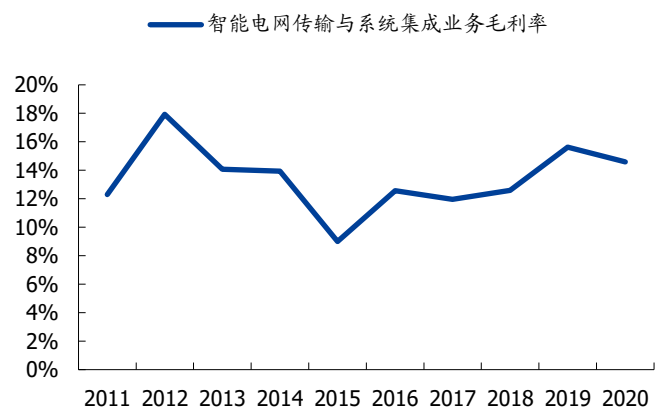
在特高压方面, 2020 年随着国内以特高压为主的电网建设再次提速, 公司持续强化在高压电力传输领域的市场地位和服务能力, 建立了国内规模最大的超高压测试研发中心。在中高压特种产品方面, 公司除了在电网市场继续发力, 通过差异化市场竞争, 重点向特种电缆分布的重大基础设施、工程建筑、轨道交通及电气装备等市场深度转型, 在细分特种电缆领域寻求突破; 2020 年内, 公司中标数量持续攀升, 防火电缆、工程布线、电气装备特种缆等同比上年同期显著增加; 同时在国网 OPGW 中标份额稳中有升, 铜铝合金、特种导线行业地位提升明显。

图表 41: 公司电力业务营收及其同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 公司电力业务对应毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

面向未来, 战略布局硅光光模块及量子通信。

伴随 5G 网络、物联网、大数据的兴起, 数通网向更大流量迭代将带动光模块、光纤光缆新的需求增长, 公司积极布局, 2020 年 3 月, 公司发布第一款 400G QSFP-DD DR4 硅光模块样品。2021 年, 公司发布量产版 400G QSFP-DD DR4 硅光模块, 该硅光模块使用英国洛克利小型化的硅光芯片和电芯片, 采用业界领先的 7nm DSP 芯片, 产品的功耗

低于 9 瓦，极大改善了数据中心的节能减排绿色环保指标性能。模块整体采用 COB 封装方式，由于使用了独特设计及工艺制造的硅光芯片，大幅度地降低了制造成本。

图表 43: 公司光模块产品及 CPO 样机



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

基于硅光技术，公司已成功推出国内第一台 3.2T CPO 工作样机，其采用了核心交换芯片与光引擎在同一高速主板上的协同封装，缩短了光电转换功能到核心交换芯片的距离，从而达到缩短高速电通道链路，改善系统功耗，是公司 400G DR4 硅光模块全面部署后的又一个重要技术里程碑；作为下一代板上光互联的主流解决方案，CPO 在数据中心、高性能计算等方面前景广阔。

积极布局量子保密通信，探索前沿科技发展。公司作为光通信龙头厂商，积极布局前沿科技领域，公司 2018 年中国联通开展合作，2019 年建设完成国内首条由量子保密通信方案提供商与电信运营商合建的量子干线“京雄量子保密通信干线”，从北京连接至雄安新区，提供量子加密视频会议、端到端通信保护、数据库加密备份等创新解决方案，实现量子安全办公、数据中心远程灾备、量子政务网、金融数据量子加密传输等，是量子信息安全服务商与运营商在该领域广域的网络合作探索与实践，为日后的产业融合发展提供了新模式。公司承建“宁苏通沪量子干线”、“京雄量子干线”网络系统相关指标均达到国际先进水平，并荣获国际电信联盟(ITU)“信息社会世界峰会”最高奖。公司还参与建设“量子加密通信联合实验室”；中标苏州电子政务外网量子安全通信试点项目。

5. 盈利预测与估值

分业务板块来看，公司光通信与系统集成业务未来有望持续恢复，主要得益于运营商固网升级、双千兆等战略下，光纤光缆需求的明显复苏，量价有望持续回暖。海洋板块包括海上风电和海洋通信两块业务，海上风电平价速度超预期，在双碳大背景下，未来数年确定性强，整体增速快，海洋通信业务则有望伴随海底光缆及跨洋通信需求的持续增长，实现稳健增长。电力板块相对稳健，我们预计公司作为行业龙头市占率有望实现持续提升。

我们预计公司未来主要得益于通信业务触底反弹，以及海洋板块的持续高速增长。基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 380.8/448.5/519.0 亿元，同比增长 17.6%/17.8%/15.7%。其中海洋板块实现营收 56.3/84.5/118.3 亿元，同比增长 70%/50%/40%，光通信与系统集成实现营收 63.8/73.3/80.6 亿元，同比增长 6.9%/15%/9.9%。智能电网传输与系统集成实现营收 151.5/171.2/188.4 亿元，同比增长 16%/13%/10%。铜导体产品基本保持现状。

图表 44: 公司未来三年营收预测及拆分 (亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	317.6	323.8	380.8	448.5	519.0
同比增长	-6.2%	1.97	17.6%	17.8%	15.7%
智能电网传输与系统集成	116.0	130.6	151.5	171.2	188.4
同比增长	33.4%	12.6%	16%	13%	10%
光网络与系统集成	67.5	59.7	63.8	73.3	80.6
同比增长	-29.7%	-11.6%	6.9%	15.0%	9.9%
海洋电力通信与系统集成	22.4	33.1	56.3	84.5	118.3
同比增长	90.1%	47.8%	70%	50%	40%
铜导体产品	60.54	59.9	60	61	62
同比增长	-4.0%	-1.0%	1%	1%	1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司近年来降本增效卓见成效, 尤其是光纤光缆业务, 其光棒从进口到套管发再到全合成, 持续的技术升级使得成本持续降低, 即使在过去两年价格大幅降低的大环境下, 公司业务依然能够实现微利, 伴随本轮价格回暖, 预计公司光纤光缆盈利能力将大幅提升, 毛利率有望从 22% 迅速回升至 28% 附近, 且后续依旧具备弹性。

公司作为科技驱动型企业, 我们预计公司研发方面投入还将继续保持, 以不断强化竞争优势。公司近年来在运营方面表现良好, 预计将继续维持。我们预计公司 2021-2023 年研发投入占比为 3.8%/3.8%/4%, 管理费用等其他费用基本持平当前水平。

基于上述假设, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 15.3/25.2/33.1 亿元, 对应 EPS 为 0.65 元、1.06 元、1.40 元, 对应 2020-2022 年 PE 分别为 23/14/10 倍, 当前估值水平较低, 未来伴随海洋板块及通信业务持续向上, 公司估值与同行业可比公司有较大提升空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 45: 同行业可比公司估值分析

证券代码	公司名称	收盘价		EPS					PE			
		2021/11/10	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
603606	东方电缆	46.20	1.36	2.13	2.18	2.49	18.39	21.66	17.79	16.54		
600522	中天科技	16.25	0.74	0.39	1.21	1.43	14.61	41.56	13.46	11.39		
	平均							31.61	15.62	13.96		
600487	亨通光电	15.89	0.45	0.65	1.06	1.40	32.4	22.5	13.7	10.40		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

6. 风险提示

1、光纤光缆不及预期

我们预计未来两年光纤光缆量价有望持续向好，若其需求及价格不及预期，则将影响公司业绩。

2、海洋板块不及预期

海洋板块是公司未来成长的重要驱动，若该板块业务拓展进度不及预期，则将影响公司业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com