

2021年11月30日

李天凡

H70465@capital.com.tw

目标价(元)

19.80

**公司基本资讯**

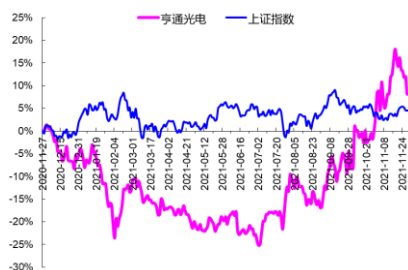
產業別	通信
A 股价(2021/11/29)	15.90
上证指数(2021/11/29)	3562.70
股價 12 個月高/低	17.94/10.96
總發行股數(百萬)	2362.19
A 股數(百萬)	2281.49
A 市值(億元)	362.76
主要股東	亨通集团有限公司(19.05%)
每股淨值(元)	8.73
股價/賬面淨值	1.82
	一个月 三个月 一年
股價漲跌(%)	-0.3 30.0 8.2

**近期評等**
**产品组合**

智能电网传输与系统集成	40.34%
铜导体	18.50%
光网络与系统集成	18.42%
海洋电力通信与系统集成	10.23%
其他	12.51%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	1.8%
一般法人	22.7%

**股价相对大盘走势**

**亨通光电 (600487.SH)**
**Buy 买进**
**海洋业务快速发展, 光纤光缆行业景气度回升, 公司业绩迎拐点**
**结论与建议:**

亨通光电是国内领先、产业链完整的综合性线缆生产企业之一, 主营业务涵盖光通信和电力电缆两大行业, 能同时在光通信、电力电缆两大领域为客户提供系统解决方案。公司具备集“设计、研发、制造、销售与服务”一体化的综合能力, 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。

公司受益海上风电和特高压建设对电力电缆的需求释放, 收购华为海洋布局海洋通信网络建设业务, 同时光纤光缆行业迎来拐点景气度回升, 公司业绩有望实现快速增长, 维持“买进”评级。

■ **海洋业务快速增长, 业绩明显好转:** 公司产品线丰富, 业务主要分为通信网络业务、能源互联业务、海洋业务三个板块。受益于海上风电建设的快速发展, 近几年公司海洋电力通信与系统集成业务营收快速增长, 产品结构不断改善。2021 年前三季度, 公司营收 298.12 亿元, 同比增长 17.54%, 净利润 13.16 亿元, 同比增长 50.56%。对比 2020 年营收和净利润增速 (营收 yoy+1.97%、净利润 yoy-22.05%), 公司业绩明显好转。

■ **“双碳”背景下海上风电装机量快速放量, 打开未来增长空间:** 《十四五规划》提出有序发展海上风电, 国际风能理事会预计 2021 年中国海上风电新增装机量可达 7.5GW, 同比增长一倍以上。在国内碳达峰和碳中和的政策要求下, 广东、江苏、山东、浙江等多地出台海上风电建设规划, 加快建设海上风电装机量。公司已形成从海缆研发制造、运输、嵌岩打桩、一体化打桩、风机安装、海缆敷设到风场运维的海上风电场运营完整产业链。在海上风电快速发展的背景下, 公司具有产业链布局优势, 有望充分受益。

■ **中国移动光缆招标量价齐升, 行业景气度回升:** 2021 年 10 月, 中国移动披露 2021 年-2022 年普通光缆集采结果, 集采量是 1.432 亿芯公里, 同比去年 1.192 亿芯公里增长 20%, 集采均价 64.49 元/芯公里, 较 2020 年均价 40.90 元提升超 50%, 超出市场预期。国内流量持续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, 行业迎来拐点。公司是国内光纤光缆龙头企业, 有望受益行业景气度回升, 业绩弹性可期。

■ **盈利预测:** 预计公司 2021—2023 年实现净利润 15.63 亿元、25.13 亿元和 33.31 亿元, 同比分别增长 47.16%、60.83% 和 32.57%, EPS 分别为 0.66 元、1.06 元和 1.41 元, 目前 A 股股价对应 PE 为 24/15/11 倍, 给予“买进”评级。

■ **风险提示:** 1、海洋业务发展不及预期; 2、市场竞争加剧的风险; 3、疫情对国内外市场的影响;

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021E	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1362	1062	1563	2513	3331
同比增减	%	-46.20	-22.05	47.16	60.83	32.57
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.720	0.550	0.661	1.064	1.410
同比增减	%	-45.86	-23.61	20.27	60.83	32.57
A 股市盈率(P/E)	X	22.08	28.91	24.04	14.95	11.27
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	0.06	0.10	0.10	0.15
股息率 (Yield)	%	0.50	0.38	0.63	0.63	0.94

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

一、公司概况

公司概况和业务介绍:

亨通光电专注于通信网络和能源互联两大领域，具备集“设计、研发、制造、销售与服务”一体化的综合能力，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。

公司业务主要分为通信网络业务、能源互联业务、海洋业务三个板块。通信网络业务包括光棒光纤光缆、光模块光器件、网络建设和运营、量子通信、光纤传感监控系统等业务；能源互联业务包括全系列电力传输产品、精密材料、电力物联网和智能终端、EPC 工程总承包、综合能源服务等；海洋业务包括海洋电力传输、海底网络通信、海洋装备工程三大领域。

表 1: 亨通光电主要产品和服务

业务板块	应用分类	主要产品
通信网络	智能接入	高密度接入、数据中心、光模块光器件、RFID 射频识别
	光纤传感	安防智能检测系统、火灾智能监控系统、煤矿火灾智能监测系统、油气管道泄漏预警系统
	综合传输	光棒光纤、射频拉远、综合布线
	量子通信	管控系统、组网解决方案
能源互联	电力	新能源汽车、电力传输、智慧铁路、智慧建筑
	轨道交通	信号系统、通信系统、供电系统
海洋业务	海洋电力	海上石油平台、海上风电系统、海底观测系统
	海洋通信	水下特种通信、跨洋通信传输

资料来源：公司网站，群益金鼎证券整理

**新兴业务快速发展，公司业绩好转：** 2019 和 2020 年公司业绩下滑，主要是由于国内电信运营商光纤光缆集采价格大幅下跌，导致光网络与系统集成业务营收和毛利率下滑，拖累公司整体业绩。面对经营不利局面，公司在海洋通信、特高压、海

洋电力等新兴领域战略布局，加大新产品研发和市场拓展，近两年营收逐步企稳回升。

2021年前三季度，公司实现营收298.12亿元，同比增长17.54%；净利润为13.16亿元，同比增长50.56%。前三季业绩好转，主要是海上风电建设快速发展，公司相关业务营收快速增长，另外整体费用率持续下降，盈利能力增强。

图 1:2016-2021Q3 公司营业收入及增速

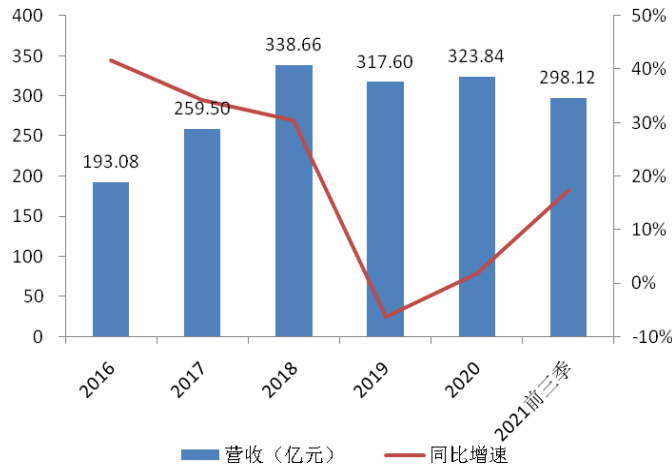
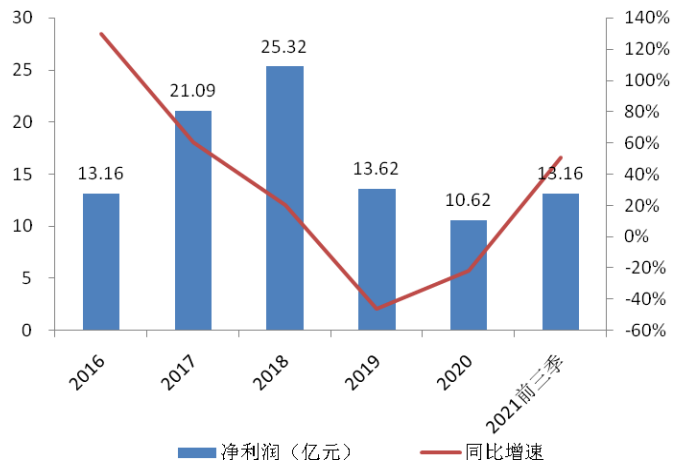


图 2: 2016-2021Q3 公司净利润及增速

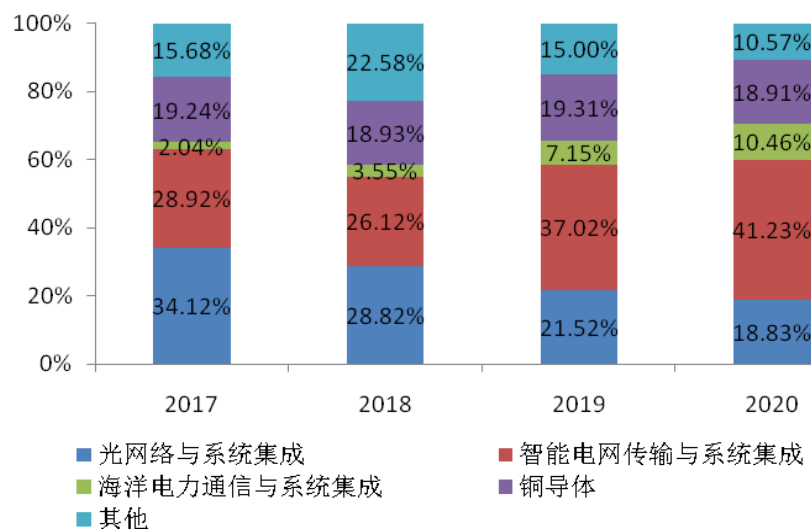


资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

**能源互联业务和海洋业务快速增速：**在营收结构上，按应用分类，公司业务主要包含光网络与系统集成、智能电网传输与系统集成、海洋电力通信与系统集成。近几年，随着公司大力发展智能电网、海上风电和海洋通信业务，相关产品营收占比持续提升。

2020年公司智能电网传输与系统集成业务实现营收130.64亿元，同比增长12.6%，占比提高到41.23%；海洋电力通信与系统集成业务实现营收33.14亿元，同比增长47.8%，占比提高到10.46%；光网络与系统集成实现营收59.65亿元，同比下降11.6%，占比下降到18.83%，主要是受光纤光缆集采价格大幅下降的影响。

图 3:公司营收结构拆分（按产品）



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

**毛利率逐渐企稳，费用控制较好：**近几年公司综合毛利率小幅下降，主要是一方面光通信业务毛利率持续承压，另一方面智能电网传输和海洋电力通信业务毛利率持续提升。2020年公司综合毛利率为16.40%，其中光网络业务毛利率22.67%，智能电网传输业务毛利率14.58%，海洋电力通信业务毛利率43.33%。公司综合毛利率逐步企稳，主要是受益高毛利的海洋电力通信业务占比提升，公司营收结构改善。

费用率方面，2021年前三季公司整体费用率为11.38%，同比下降1个百分点，其中销售费用率同比下降1个百分点至3.55%。公司整体费用率逐步下降，控费能力提高。

图 4:公司主要业务毛利率

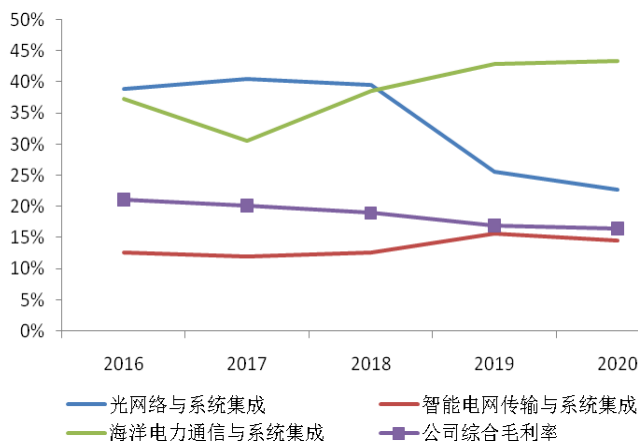
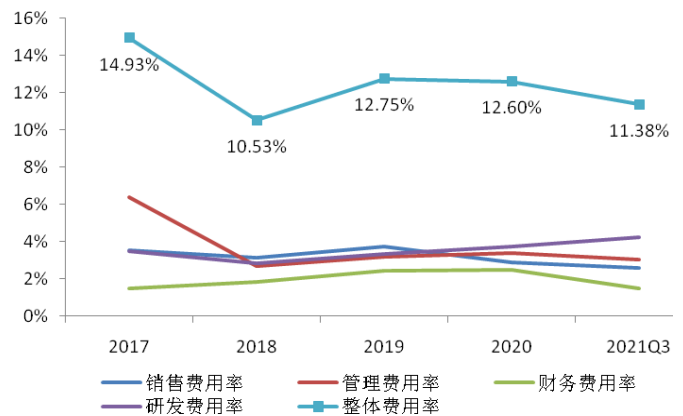


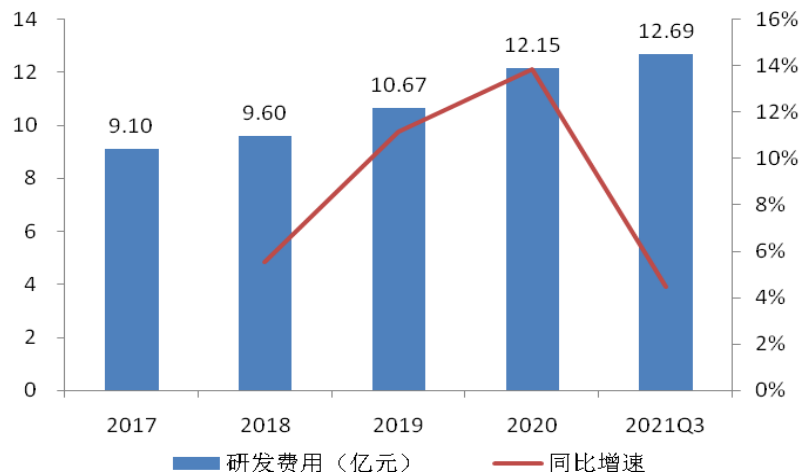
图 5:公司各项费用率情况



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

**多领域布局，研发投入持续增长：**公司坚持自主研发、持续加大在新一代绿色光棒、硅光通信、海上风电、特高压输电设备、海底网络通信等新技术新领域的研发，丰富产品结构发展新兴产业。2021年前三季总体研发费用为12.69亿元，同比增长38.64%。持续研发投入助力公司丰富产品矩阵，打造核心竞争力。

图 6:公司研发费用及增速



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

## 二、行业发展前景及公司竞争力分析

**国内 5G 网络建设稳步推进：**2021 年《政府工作报告》指出，将加大 5G 网络建设力度，丰富应用场景。《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》提到，要布局建设信息基础设施，加快 5G 网络规模化部署，推广升级千兆光纤网络。

2021 年三大运营商计划总资本开支 3406 亿元，连续三年保持增长态势，其中 5G 资本开支 1847 亿元，占比 54.2%。基站数量方面，截止 2021 年 9 月末，全国移动电话基站总数达 969 万个，同比增长 5.7%，其中 4G 基站总数为 586 万个，占比 60.4%。5G 基站总数 115.9 万个，占移动基站总数的 12%。国内 5G 建设稳步推进。

图 7：三大运营商资本开支情况（亿元）

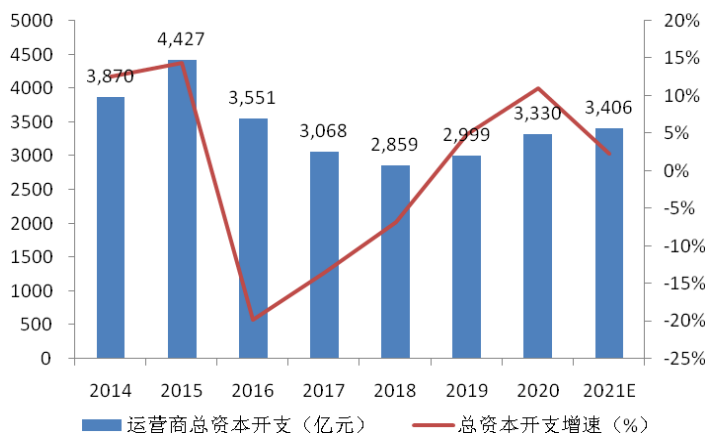
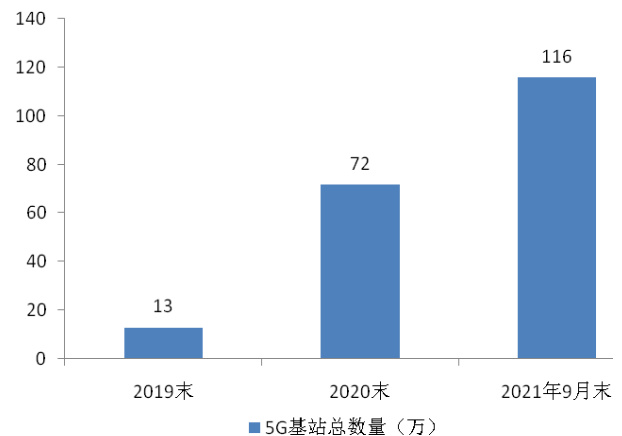


图 8：国内 5G 基站累计建设数量（万）



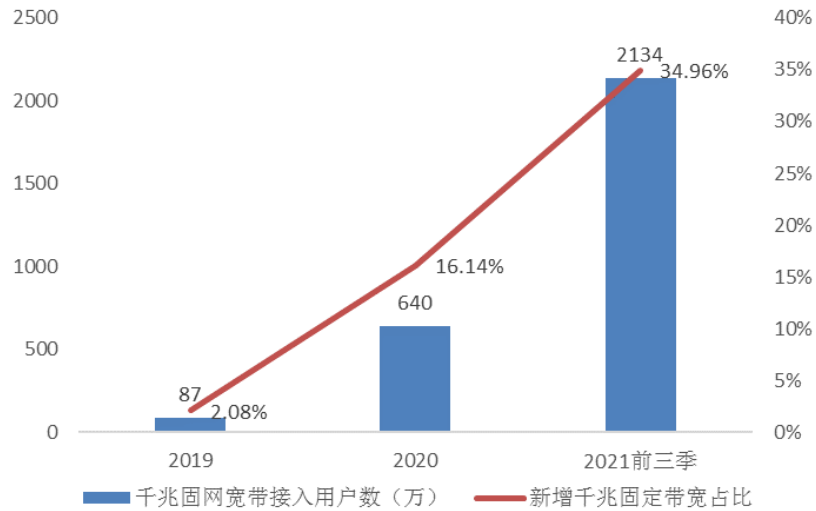
资料来源：运营商公告，工信部，群益金鼎证券整理

**千兆宽带用户渗透率稳步提升：**3 月工信部印发《“双千兆”网络协同发展行动计划（2021-2023 年）》，提出到 2021 年底千兆光纤网络具备覆盖 2 亿户家庭的能力，千兆宽带用户突破 1000 万户，建成 20 个以上千兆城市；到 2023 年底，千兆光纤网络具备覆盖 4 亿户家庭的能力，千兆宽带用户突破 3000 万户，建成 100 个千兆城市。

截至 2021 年 9 月末，国内固网宽带接入用户达 5.26 亿户，比上年末净增 4274 万户。其中 1000M 速率以上的固网宽带用户达 2134 万户，同比增长 402.1%，比上年末净增 1494 万户，在本年净增的固网宽带接入用户数中占比达 34.96%。

在数据流量爆发的背景下，对于网络的传输容量的要求提升，网络扩容升级对光纤需求将逐渐放量。

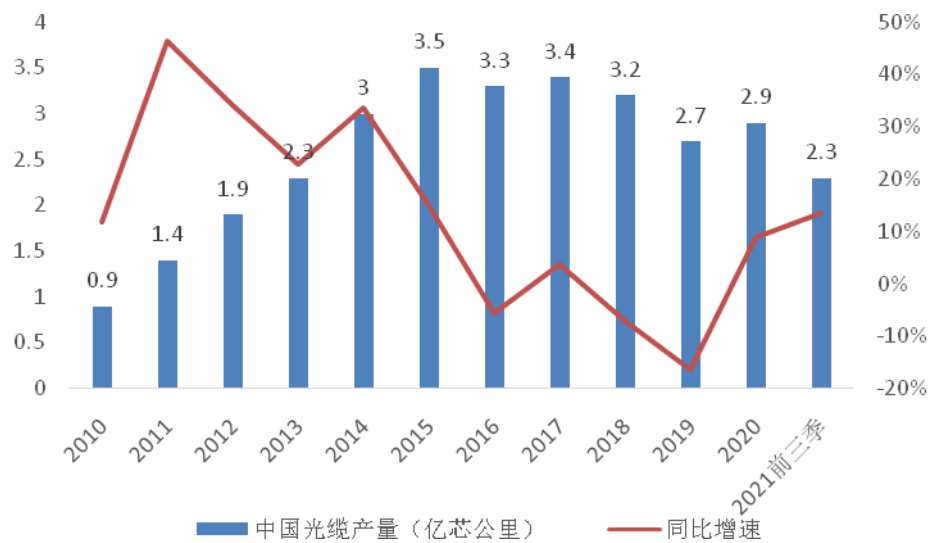
图 10：新增千兆固网带宽接入用户数及占比



资料来源：工信部，群益金鼎证券整理

**光纤光缆行业持续发展：**国内光缆产量在 2020 年实现 V 型反转，2021 年 1-9 月国内光缆产量 2.35 亿芯公里，同比增速进一步提高到 13.6%。另外海外市场宽带的普及和 FTTH 带来的光进铜退，将迎来光纤接入网建设高潮，预计光纤光缆市场将迎来新的发展机遇。

图 11：我国光缆产量及增速

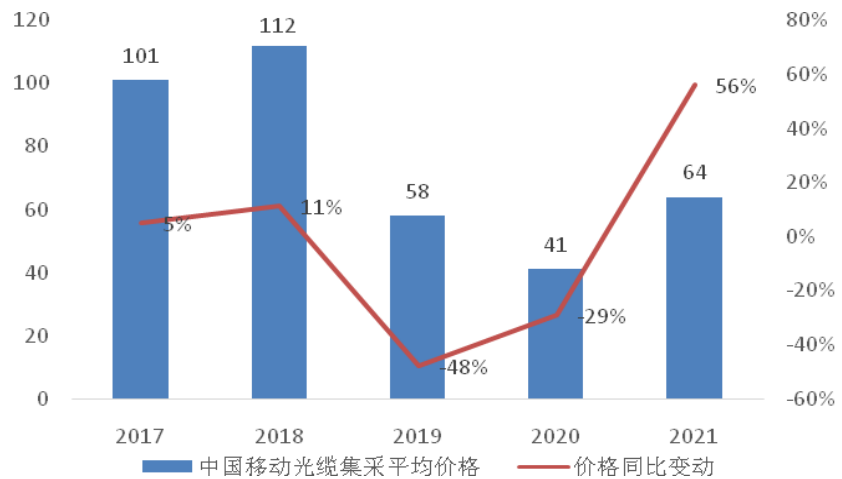


资料来源：国家统计局，群益金鼎证券整理

**中国移动光缆招标价格超预期，行业迎来拐点：**2021 年 10 月，中国移动披露 2021 年-2022 年普通光缆集采结果，集采量是 1.432 亿芯公里，同比去年 1.192 亿芯公里增长 20%，集采均价是 64.49 元/芯公里，较 2020 年均价 40.90 元提升 56%，超出此前预期，超过 2019 年均价 58.47 元。

随着中国移动集采价格回暖，整个光纤光缆行业复苏在即。国内 5G、云计算、物联网、人工智能等新技术新应用不断拓展，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，行业迎来拐点。

图 12: 中国移动光缆集采平均价格及价格变动



资料来源: C114, 群益金鼎证券整理

**公司是国内光纤光缆行业龙头企业:** 中国通信学会光通信委员会公布《2020 年全球/中国光通信最具竞争力企业 10 强》，我国有 4 家进入榜单，分别是长飞光纤、亨通光电、富通集团和烽火通信，全球市场份额分别达到了 9%、8%、7%、6%。公司具备“光棒-光纤-光缆”设计、生产制造、销售全产业链布局，整体竞争力强，有望充分受益行业景气度回升。

表 2: 2020 年全球光纤光缆行业市场份额排名

公司	国内排名	全球排名	市场份额
长飞光纤	1	3	9%
亨通光电	2	4	8%
富通集团	3	7	7%
烽火通信	4	9	6%

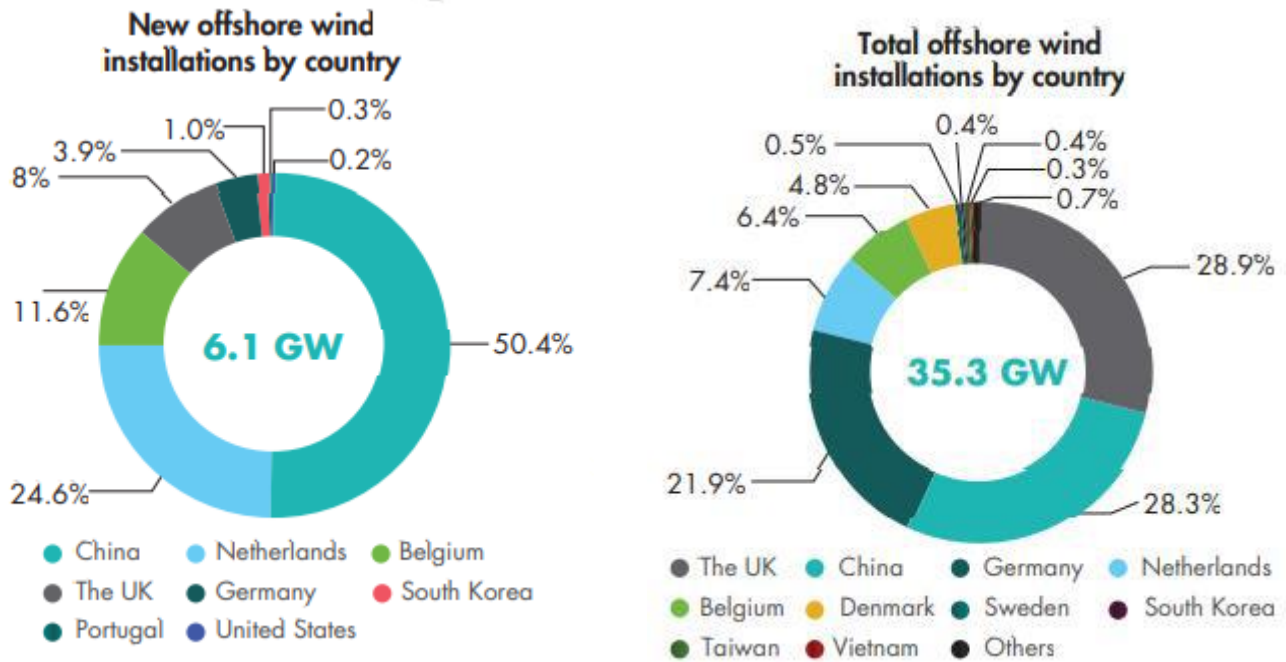
资料来源: 中国通信学会光通信委员会, 群益金鼎证券整理

**全球风电装机量全面提速:** 根据 GWEC (全球风能理事会) 9 月发布的《2021 年全球海上风电报告》，2020 年全球海上风电新增装机 6.1GW, 比 2019 年的 6.24 GW 略有降低，预计 2021 年将是全球海上风电装机创纪录的一年。其中中国全年新增风电装机量达到 3.1GW, 占全球比重超 50%。累计装机量方面，截至 2020 年底全球海上风电总装机量为 35.3GW, 其中中国占比 28.3%，仅次于英国排名全球第二。

全球风能理事会预测，2020-2024 年全球海上风电将继续保持高速发展，新增装机容量有望从 2020 年的 6.1GW 增长到 2024 年 15GW, 年复合增速超 25%，海上风电建设将成为全球风电行业的新增长点。

图 13: 全球 2020 年新增海上风电装机量 (GW)

图 14: 2020 年全球累计海上风电装机量 (GW)



资料来源：GWEC，群益金鼎证券整理

**中国海上风电新增装机量快速增长：**2021年3月，《十四五规划》提出要“大力提升风电、光伏发电规模，有序发展海上风电”，各沿海省市纷纷提出建设目标。

2021年是海上风电国家补贴退出前最后的抢装年，GWEC预计2021年中国海上风电新增装机量可达7.5GW，较2020年实现翻倍以上增长。在国内碳达峰和碳中和的政策下，广东、江苏、山东、浙江等多地出台海上风电建设规划，加快建设海上风电装机量，我们预计“十四五”期间国内海上风电年均装机有望达9-10GW，行业将迎来快速增长期。

表 3：多个省份十四五规划海上风电新增装机量

省份	十四五期间海上风电新增建设规划/GW
广东	17.0
山东	10.0
江苏	9.1
浙江	4.5
广西	3.0
合计	43.6

资料来源：政府公告，群益金鼎证券整理

**公司构建全球能源互联系统解决方案服务商：**面对海上风电全生命周期的运营需求，公司拥有国内最大直径的海上风电单桩嵌岩机和覆盖海上风电场建设的施工船机；拥有海上风电系统解决方案及服务能力，形成了从海缆研发制造、运输、嵌岩打桩、一体化打桩、风机安装、海缆敷设到风场运维的海上风电场运营完整产业链。

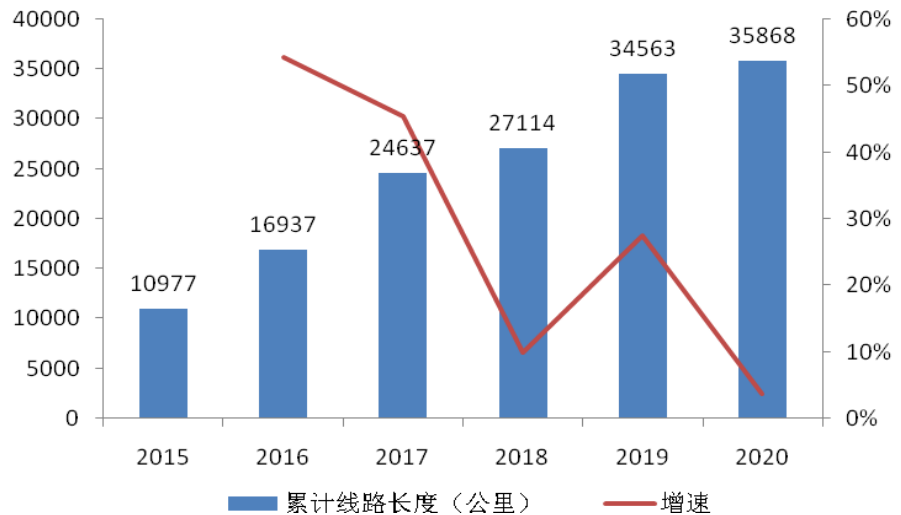


随着我国海上风电新增装机量的逐年增加，势必会带动海底电缆及海上风电施工需求量的增长，公司拥有海上风电电缆生产及 EPC 总包能力，有望充分受益。

**国内特高压建设加速推进：**国家电网 2021 年 3 月发布《碳达峰、碳中和行动方案》提出，“十四五”期间国家电网新增的跨区输电通道将以输送清洁能源为主，将规划建设 7 回特高压直流，新增输电能力 5600 万千瓦。

受益于基建刺激叠加环保需求，特高压工程建设加速，特高压工程累计线路长度从 2015 年的 10977 公里快速提升至 2020 年的 35868 公里，年复合增长率达 26.72%。2020 年由于受到疫情及经济压力影响，特高压工程建设有所放缓。随着国内疫情的好转和相关产业政策的推出，预计特高压投资将大规模全面重启，再次迎来新一轮基础设施建设高潮。

图 15：中国特高压工程累计线路长度及增速



资料来源：国家电网，群益金鼎证券整理

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，具备业内最高电压等级的 1000kV AC 和 ±1100kV DC 的电缆系统超级试验验证能力。另外，公司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、航空航天、工程建设、轨道交通、新能源及电气装备等市场拓展，打造绿色建筑业务。

**海底光缆迎来新一轮发展机遇，收购华为海洋打通上下游产业链：**目前全球 95% 以上的国际数据通过海底光缆进行传输。全球海底光缆的平均寿命约 25 年，其中 40% 的海缆是 2000 年之前建设的，已经逐步进入使用生命周期的尾期，需要升级换代。随着全球数字经济的深入发展，国际互联网流量还会持续增长，全球海底光缆通信网络建设将迎来一个新的发展窗口期。

2019 年亨通光电公告收购华为海洋公司 51% 股权，进一步扩大海洋板块的布局。2020 年 3 月华为海洋已实现并表。华为海洋主要从事全球海缆通信网络建设，为客户提供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，另外近几年还拓展智慧城市业务。目前华为海洋的全球市场份额占比为

10%-15%，是全球第四大海缆通信网络供应商，客户主要为世界各国的电信运营商和需要进行大容量数据传输的互联网企业。

通过本次交易，公司在原有海缆研发制造、海洋工程施工、海底通信网络运营的基础上，新增全球海缆通信网络的建设业务，打通上下游产业链，有助于推动公司光通信产业板块从“产品供应商”向“全价值链集成服务商”转型，推动公司国际化产业布局。

目前公司正推动实施总投资 28 亿元的 PEACE 跨洋海缆通信系统运营项目，全长 15800 公里，这条连通亚欧、亚非、非欧经济走廊的重要通信骨干网络由华为海洋担任 EPC 总承包商，亨通光电实施，公司海洋板块业务未来有望持续高增长。

### 三、盈利预测与估值分析

公司受益海上风电和特高压建设对电力电缆的需求释放，收购华为海洋布局海洋通信网络建设业务，同时光纤光缆行业迎来拐点景气度回升，公司业绩有望实现快速增长。我们预计公司 2021、2022 和 2023 年净利润分别为 15.63 亿元、25.13 亿元和 33.31 亿元，同比分别增长 47.16%、60.83%和 32.57%，EPS 分别为 0.66 元、1.06 元和 1.41 元。

公司与长飞光纤、东方电缆、中天科技、烽火通信等上市公司处于同一行业。从 PE 估值上看，四家公司 2021 年平均 PE 估值约 58 倍，公司目前 PE 估值约 24 倍，明显低于同业平均值。我们认为随着公司光通信业务毛利率好转和海洋业务快速放量，公司估值有较大提升空间。给予公司 2021 年 30 倍的目标 PE，目标价为 19.80 元，给予“买进”评级。

表 4：与同行业上市公司比较

公司名称	总市值 (亿)	营业收入 (亿)	归母净利润 (亿)	毛利率 (%)	2021EPS	2021PE
长飞光纤	248.90	82.22	5.44	21.74%	1.11	29.6
东方电缆	387.70	50.52	8.87	30.55%	2.07	27.8
中天科技	547.31	440.66	22.75	13.27%	0.14	131.3
烽火通信	197.91	210.74	1.02	21.75%	0.40	43.7
平均值					0.93	58.1
亨通光电	375.59	323.84	10.62	16.40%	0.66	24.0

备注：市值日期为 2021 年 11 月 29 日

## 附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	31760	32384	37839	44444	51509
经营成本	26395	27073	31502	36198	41483
研发费用	1067	1215	1343	1556	1777
营业税金及附加	92	116	132	156	180
销售费用	1187	941	1059	1244	1442
管理费用	2086	2327	2554	2956	3374
财务费用	777	680	927	1067	1210
资产减值损失	148	120	130	140	150
投资收益	184	-24	40	40	40
营业利润	1551	1374	1853	2998	3984
营业外收入	101	49	45	45	45
营业外支出	60	83	15	15	15
利润总额	1593	1340	1883	3028	4014
所得税	253	181	245	394	522
少数股东损益	-23	97	75	121	161
归属于母公司股东权益	1362	1062	1563	2513	3331

## 附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7171	9728	10595	12444	14423
应收账款	10226	10288	11352	13333	15453
存货	4687	4862	5108	6000	6954
流动资产合计	26431	32820	35947	42666	49964
长期股权投资	1284	1468	1550	1550	1550
固定资产	7707	7625	8000	8000	8000
在建工程	1612	2166	2000	2000	2000
非流动资产合计	14817	15665	18328	21627	25736
资产总计	41247	48485	54275	64293	75700
流动负债合计	20276	21294	22703	26666	30905
非流动负债合计	4507	3849	3241	3236	3364
负债合计	24783	25143	25944	29902	34269
少数股东权益	2793	3351	3426	3547	3708
股东权益合计	16465	23342	28331	34391	41431
负债及股东权益合计	41247	48485	54275	64293	75700

## 附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	1517	1612	1741	2044	2369
投资活动产生的现金流量净额	-4354	-2360	-3000	-3000	-3000
筹资活动产生的现金流量净额	5343	2297	2400	2400	2400
现金及现金等价物净增加额	2516	1394	1141	1444	1769

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。