

亨通光电 (600487.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩符合预期, 在手订单充足, 业绩确定性高

TMT 及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 16.55 元

事件: 公司 8 月 29 日晚发布《2022 年半年度报告》, 公司实现营业收入 221.06 亿元, 同比上升 22.4%; 归属上市公司股东的净利润 8.60 亿元, 同比上升 28.2%; 归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8.85 亿元, 同比上升 59.2%。公司实现 EPS (基本) 0.36 元。

基础数据

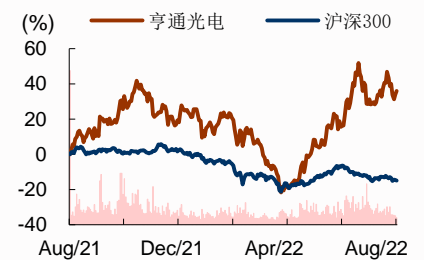
总股本 (万股)	236221
已上市流通股 (万股)	236221
总市值 (亿元)	391
流通市值 (亿元)	391
每股净资产 (MRQ)	8.9
ROE (TTM)	7.7
资产负债率	55.5%
主要股东	亨通集团有限公司
主要股东持股比例	24.05%

1、业绩符合预期, 光纤光缆行业复苏带动利润率提升

股价表现

2022H1, 公司实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 221.06 亿元、8.60 亿元和 8.85 亿元, 同比分别上升 22.4%、上升 28.2%和上升 59.2%。单季度来看, 2022Q2, 公司实现营业收入 127.54 亿元, 同比上升 15.1%, 环比上升 36.4%; 归母净利润 5.16 亿元, 同比上升 26.8%, 环比上升 50.0%; 扣非归母净利润 5.75 亿元, 同比上升 58.7%, 环比上升 85.1%。在“新基建”“碳达峰、碳中和”等背景下, 得益于光通信行业量价齐升、行业供需格局持续改善, 以及国家电网建设的稳步推进, 公司积极把握市场机遇, 带动相关业务保持了较快增长, 市场综合竞争力进一步提升。我们认为, 随着光纤光缆行业回暖, 国内海风资源开发逐渐向规模化, 公司作为龙头有望深度受益。

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	12	35
相对表现	8	23	50



资料来源: 公司数据、招商证券

2、海洋板块在手订单充足, 预中标龙源射阳 100 万千瓦项目

相关报告

公司海洋板块业务规模近年来呈现大幅增长的态势, 在手订单充足。截至 2022 年 7 月末, 公司拥有海底电缆、海洋工程及陆缆产品等能源互联领域在手订单金额 135.36 亿元, 海洋光缆在手订单金额超 60 亿元。

2022 年 8 月 29 日, 龙源风力射阳 100 万千瓦项目发布中标候选人公示, 亨通光电以 17.82 亿元报价位列第一中标候选人。根据招标公告, 该项目所招标的 220kV 海缆共长 352.6km; 分 9 批次交付, 2022 年 11 月 15 日前完成前三个批次的交付。我们认为, 龙源射阳 100 万千瓦项目的中标增加了公司 2022H2 及 2023 年业绩确定性, 此外随着公司在建射阳海缆生产基地投产 (注: 一期计划于 2023H2 实现投产, 新增产能约 15 亿元), 公司未来业绩的增长逻辑有望不断验证。

- 《亨通光电 (600487) —业绩符合预期, 各业务多点开花》2022-04-26
- 《亨通光电 (600487) —四季度营收超预期增长, 多项目中标表现亮眼》2022-03-15
- 《亨通光电 (600487) —三季度营收创新高, 盈利能力持续改善》2021-10-28

□ 风险提示: 光纤光缆招标不及预期, 海洋业务竞争加剧, 上游原材料价格、费用涨幅过大, 公司负债率较高。

余俊 S1090518070002

✉ yujun@cmschina.com.cn

梁程加 S1090522060001

✉ liangchengjia@cmschina.com.cn

李哲瀚 S1090522020002

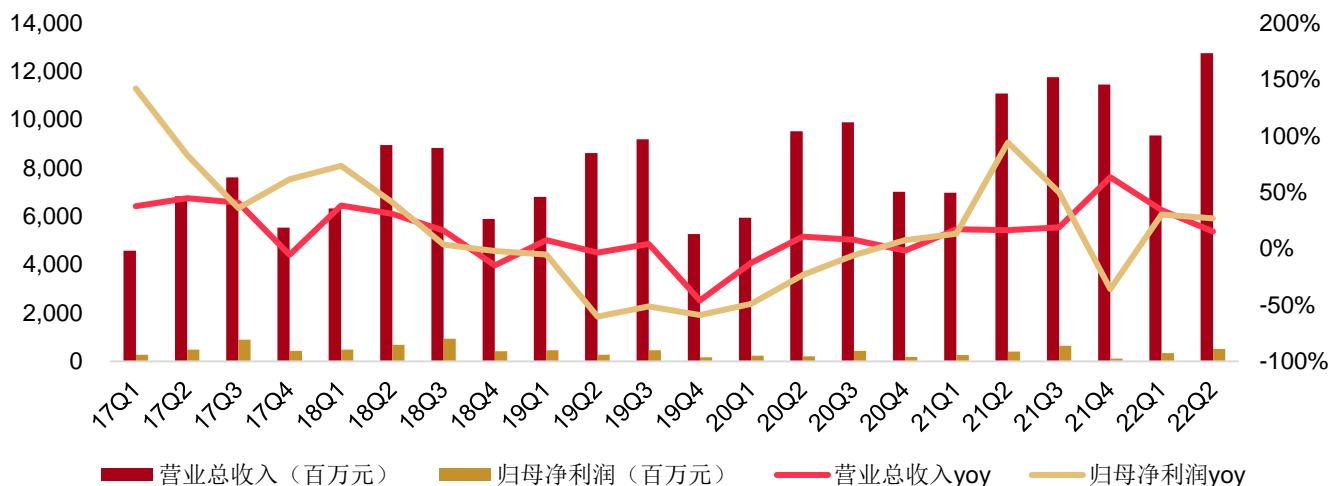
✉ lizhehan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	32384	41271	46832	53629	61074
同比增长	8%	27%	13%	15%	14%
营业利润(百万元)	1374	1709	2627	3433	4181
同比增长	-11%	24%	54%	31%	22%
归母净利润(百万元)	1062	1436	2146	2831	3423
同比增长	-22%	35%	49%	32%	21%
每股收益(元)	0.45	0.61	0.91	1.20	1.45
PE	36.8	27.2	18.2	13.8	11.4
PB	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4

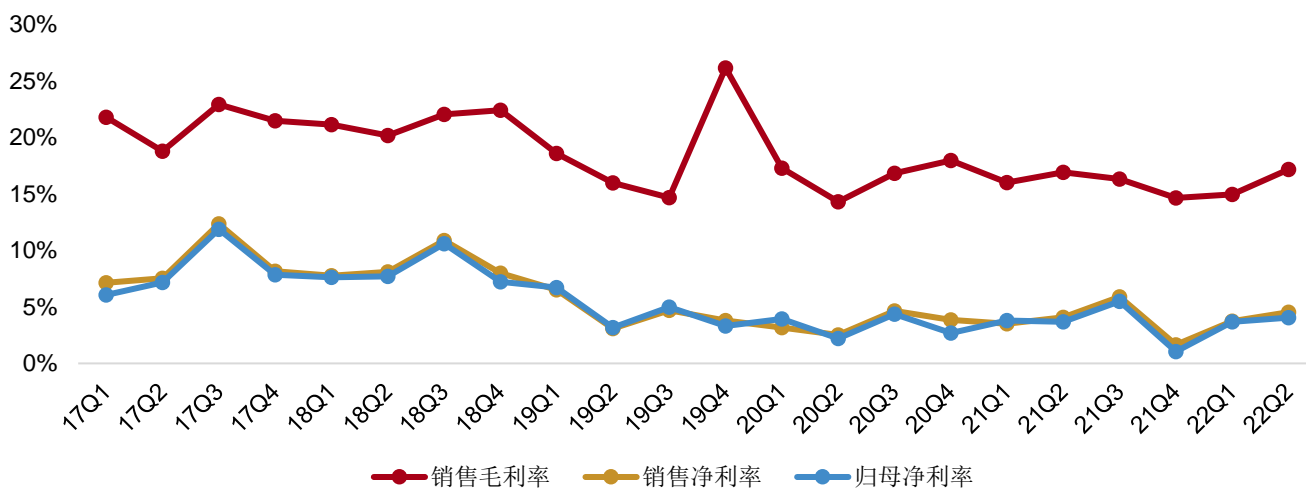
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 公司营业总收入及归母净利润情况



资料来源: Wind、招商证券

图 2: 公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind、招商证券

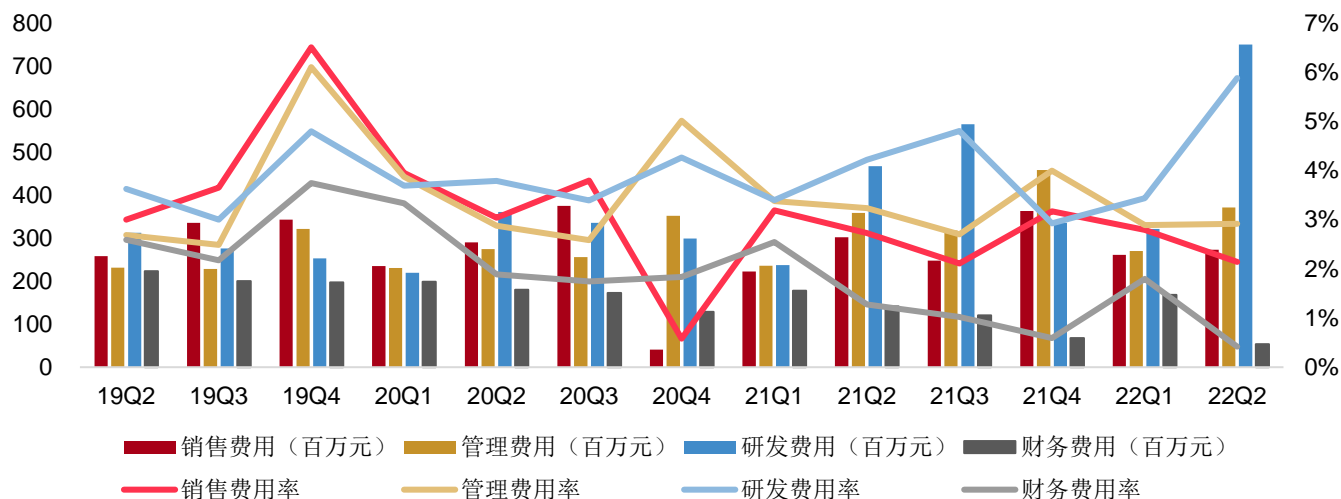
毛利率方面，2022H1，公司销售毛利率为 16.23%，同比下降 0.32 个百分点。单季度来看，2022Q1/Q2 公司毛利率分别为 14.95%和 17.17%。2022Q2 销售毛利率同比上升 0.27 个百分点，环比上升 2.23 个百分点。公司充分利用期货、期权等市场的套期保值功能，减少因原材料价格波动造成的产品成本波动，保证产品毛利的相对稳定。

净利率方面，2022H1，公司归母净利润率为 3.89%，同比上升 0.17 个百分点。单季度来看，2022Q1/Q2 公司归母净利润率分别为 3.68%和 4.05%。2022Q2 归母净利润率同比上升 0.37 个百分点，环比上升 0.37 个百分点。公司在持续扩大研发投入的情况下依然保持稳定的净利率。

3、综合费用管控得当，持续加大研发投入

2022H1，公司综合费用率（销售+管理+研发+财务）为 11.17%，同比下降 0.70 个百分点。其中，①销售费用为 5.34 亿元，同比上升 1.8%，销售费用率为 2.42%，同比下降 0.49 个百分点；②管理费用为 6.42 亿元，同比上升 8.1%，管理费用率为 2.90%，同比下降 0.39 个百分点；③研发费用为 10.71 亿元，同比上升 52.1%，研发费用率为 4.85%，同比上升 0.95 个百分点，主要系公司坚持创新引领发展，持续加大在 5G 光纤通信、光纤预制棒、大容量高速海底光缆集成系统、超高压陆缆、超高压海缆交流和直流系统、海上风电等领域新技术、新产品的研发投入；④财务费用为 2.21 亿元，同比下降 30.6%，财务费用率为 1.00%，同比下降 0.77 个百分点，主要系公司报告期内贷款利率下降以及汇兑收益所致。

图 3: 公司费用率变动情况

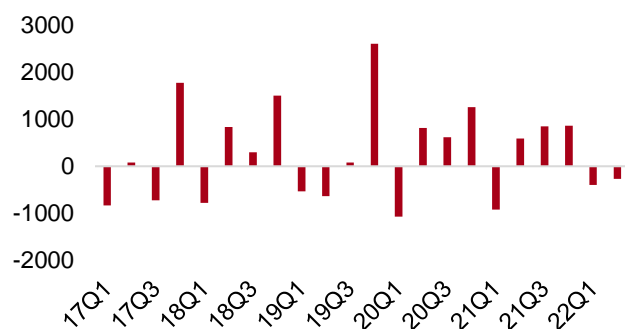


资料来源: Wind、招商证券

4、经营性现金流阶段性下降，存货情况维持稳定

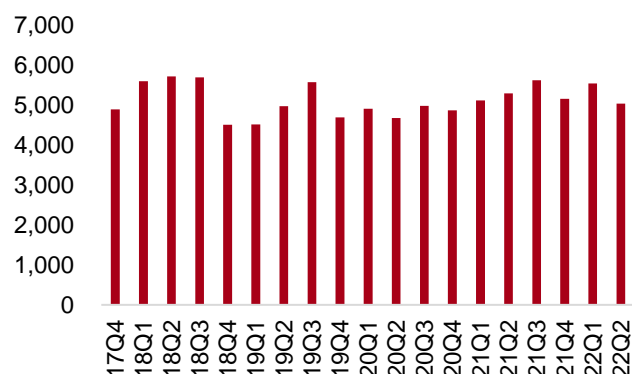
2022H1, 经营活动产生的现金流净额为-6.65 亿元, 同比扩大 98.6%, 经营活动产生的现金流净额/营业收入为-3.01%。2022Q2 经营活动现金净流量为-2.68 亿元, 同比下降 145.6%, 环比下降 32.6%。经营活动产生的现金流净额变化主要系报告期内经营性往来款项增减变动所致。

图 4: 公司经营性现金流量净额 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 公司存货情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、招商证券

5、光纤光缆行业已过“至暗时刻”，盈利能力大幅提升

自 2012 年起, 光纤光缆行业产能、需求、价格周期呈现“三年上行、三年下行”规律。在经历三年的量价齐跌后, 2021 年国内光纤光缆行业触底反弹。中低端产能出清, 市场需求逐渐复苏, 行业供需格局逐步改善, 光缆集采价格开始回暖——中国移动 2021 年普通光缆招标呈现量价齐升的趋势, 其中价格方面更是上涨高达 60% 以上。未来需求侧由国内新基建投资及海外网络建设共同拉动, 而供给侧低端产能出清, 头部集中趋势出现, 竞争环境持续优化。预计全球需求上升, 叠加供给一定程度上锁死, 行业将进入新景气周期。

公司依托自主研发的全球领先绿色光棒生产技术及智能制造技术, 不断发挥成本、环保与质量的综合优势, 以工业互联网为依托, 应用大数据平台持续提升数字化管理水平, 不断提升过程控制和产品质量; 并通过在超低损耗光纤、激光光纤、多模光纤等产品的市场应用, 助力 5G 基础设施建设, 建立全球通信网络领域行业领先地位。

6、整合华海通信资源，海洋板块业务持续发力

在“碳达峰、碳中和”背景下，海上风电成为全球能源结构转型、保障能源安全的有力引擎。截止 2021 年，中国新增海上风电装机规模连续四年领跑全球，同时“十四五”规划提出将建设广东、福建、浙江等海上风电基地。根据各省开发目标文件，2021-2025 年期间国内预计新增装机量约 60.5GW。政策端发力叠加国内海上风电待开发巨大潜力空间，海上风电大有可为，将持续带动海底电缆及海上风电施工需求量的增长。同时，其高行业壁垒特质及未来海上风电平价趋势带动产业链成熟发展将利好国内头部厂商。

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实现全产业链布局，具备行业领先的核心竞争力，同时国内外旺盛的需求有望拉动公司订单量进一步攀升。

弥补短板业务，收购华海通信剩余股权。继 2020 年亨通光电收购华为海洋 53% 的股份，用于新增全球海缆通信网络的建设业务，打通上下游产业链，进一步推动公司在海洋产业领域从“产品供应商”向“全价值链集成服务商”转型，2022 年 6 月 25 日公司发布公告收购华海剩余股权，公司合计持有华海通信股权将由 81% 提升至 93%。成功收购华为海洋将助力公司完成对海洋通信板块的资产整合，有利于华海通信核心团队持续发挥积极性和创造性，促进华海通信健康、持续、快速发展，进而带动公司海洋通信板块的整体发展。亨通成为了国内少有的全方位解决方案能力的海底通信网络提供商，将进一步增强公司海缆全产业链能力。

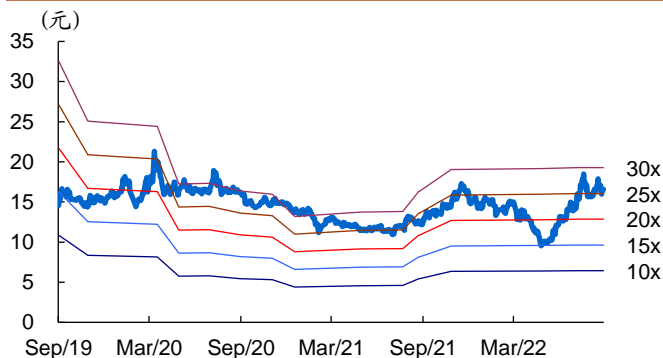
7、特种电缆业务高速增长，硅光模块及 CPO 产品未来可期

公司在与国网、南网、五大发电集团等大型厂商的合作关系持续加强，国网、南网的市场地位得到进一步巩固。同时特种电缆在重大基础设施、工程建设、轨道交通和新能源等市场进一步开发，寻求在细分特种电缆领域的突破，公司有望转型为能源互联系统解决方案服务商。近年来，公司在光通信前沿领域不断布局，加大硅光模块开发及市场推广力度，目前已经成功发布了量产版的 400G QSFP-DD DR4 硅光模块以及国内第一台 3.2T 的 CPO（共封装光学）交换机的样机，同时公司在 2021 年 OFC 上发布并展示了 800G QSFP-DD800 DR8 的可插拔高速光模块产品。我们认为，随着光模块速率的不断提升，硅光技术的优势将逐渐凸显，同时 CPO 技术有望打开更广阔的市场空间，公司在前沿领域布局的先发优势有望确保未来在行业重塑过程中的竞争力。

8、投资建议

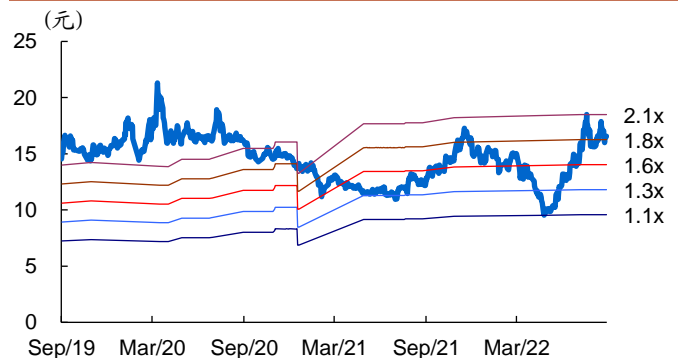
作为传统光纤光缆行业的龙头厂商，随着光纤光缆行业回暖，行业生态大幅改善，公司的盈利将进一步增厚。同时，公司的海洋通信、海洋电力、海上风电及特种电缆等业务高速发展，硅光模块及 CPO 产品未来可期。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 21.46 亿元/28.31 亿元/34.23 亿元，对应增速分别为 49%/32%/21%，对应 PE 分别 18.2X/13.8X/11.4X，维持“强烈推荐”投资评级。

图 6：亨通光电历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 7：亨通光电历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	32820	36000	41150	47348	54172
现金	9728	10248	11573	13604	16429
交易性投资	1649	588	588	588	588
应收票据	386	1576	934	1252	1659
应收款项	10288	13889	14916	16949	19502
其它应收款	680	532	942	965	1038
存货	4862	5153	6630	7260	8025
其他	5227	4014	5566	6729	6931
非流动资产	15665	16457	14750	13235	11890
长期股权投资	1468	1513	1513	1513	1513
固定资产	7625	6955	5542	4291	3184
无形资产商誉	2926	2902	2612	2351	2116
其他	3646	5086	5083	5080	5077
资产总计	48485	52457	55900	60583	66062
流动负债	21294	23888	25138	26958	29003
短期借款	7519	7994	8417	8417	8417
应付账款	7564	9515	11537	12562	14308
预收账款	2811	2669	3226	3897	4150
其他	3400	3711	1957	2082	2128
长期负债	3849	3919	3919	3919	3919
长期借款	1851	1750	1750	1750	1750
其他	1998	2169	2169	2169	2169
负债合计	25143	27807	29057	30877	32922
股本	2362	2362	2362	2362	2362
资本公积金	8185	7938	7938	7938	7938
留存收益	9444	10469	12450	15034	18131
少数股东权益	3351	3881	4092	4372	4709
归属于母公司所有者权益	19991	20769	22750	25334	28431
负债及权益合计	48485	52457	55900	60583	66062

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1612	1376	2527	1891	2746
净利润	1159	1578	2358	3110	3760
折旧摊销	1188	1201	1092	900	730
财务费用	680	754	580	526	507
投资收益	24	8	(297)	(297)	(297)
营运资金变动	(1231)	(2138)	(1278)	(2422)	(2093)
其它	(208)	(27)	72	74	140
投资活动现金流	(2360)	(1636)	912	912	912
资本支出	(1518)	(2706)	615	615	615
其他投资	(841)	1069	297	297	297
筹资活动现金流	2297	(29)	(2114)	(773)	(832)
借款变动	(1801)	700	(1369)	0	0
普通股增加	458	0	0	0	0
资本公积增加	4841	(247)	0	0	0
股利分配	(152)	(142)	(165)	(247)	(326)
其他	(1049)	(340)	(580)	(526)	(507)
现金净增加额	1550	(289)	1325	2030	2826

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	32384	41271	46832	53629	61074
营业成本	27073	34688	38994	44361	50300
营业税金及附加	116	133	151	173	197
营业费用	941	1136	1242	1422	1620
管理费用	1112	1370	1521	1705	1941
研发费用	1215	1604	2014	2306	2626
财务费用	680	507	580	526	507
资产减值损失	(230)	(252)	0	0	0
公允价值变动收益	56	(162)	0	0	0
其他收益	325	297	297	297	297
投资收益	(24)	(8)	0	0	0
营业利润	1374	1709	2627	3433	4181
营业外收入	49	65	65	65	65
营业外支出	83	37	37	37	37
利润总额	1340	1737	2656	3462	4210
所得税	181	160	298	352	450
少数股东损益	97	142	212	279	338
归属于母公司净利润	1062	1436	2146	2831	3423

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	8%	27%	13%	15%	14%
营业利润	-11%	24%	54%	31%	22%
归母净利润	-22%	35%	49%	32%	21%
获利能力					
毛利率	16.4%	16.0%	16.7%	17.3%	17.6%
净利率	3.3%	3.5%	4.6%	5.3%	5.6%
ROE	6.3%	7.0%	9.9%	11.8%	12.7%
ROIC	5.7%	5.7%	7.8%	9.3%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	51.9%	53.0%	52.0%	51.0%	49.8%
净负债比率	22.9%	22.0%	18.2%	16.8%	15.4%
流动比率	1.5	1.5	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
存货周转率	5.7	6.9	6.6	6.4	6.6
应收账款周转率	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1
应付账款周转率	3.4	4.1	3.7	3.7	3.7
每股资料(元)					
EPS	0.45	0.61	0.91	1.20	1.45
每股经营净现金	0.68	0.58	1.07	0.80	1.16
每股净资产	8.46	8.79	9.63	10.72	12.04
每股股利	0.06	0.07	0.10	0.14	0.17
估值比率					
PE	36.8	27.2	18.2	13.8	11.4
PB	2.0	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	21.3	19.9	14.1	12.5	11.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信导航方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。曾分别获得2020及2019年wind“金牌分析师”第一和第三名，2020年21世纪“金牌分析师”第三名，2020及2019年新浪金麒麟“新锐分析师”第一名和“最佳分析师”第五名；2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。

李哲瀚 招商证券通信行业分析师 中国科学技术大学理学学士，香港大学金融硕士，2022年初加入招商证券通信团队，专注于泛物联网板块等相关领域研究；曾任职于中国银河国际，3.5年港股TMT行业研究经历。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。