

**投资评级：买入（首次）**
**报告日期：2022年11月16日**
**市场数据**

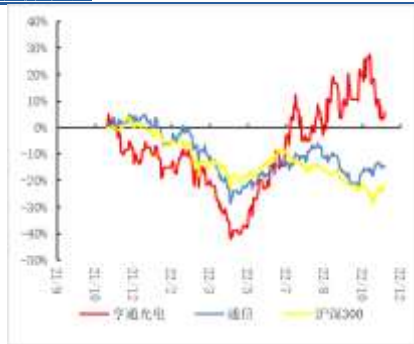
目前股价	17.22
总市值（亿元）	414.34
流通市值（亿元）	414.34
总股本（万股）	240,615
流通股本（万股）	240,615
12个月最高/最低	21.45/17.10

**分析师**

分析师：侯宾 S1070522080001

☎ 010-88366060

✉ houbin@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

# 光通信业务回暖改善，海缆及海洋业务持续高景气

## ——亨通光电（600487）公司深度报告

**盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	32384	41271	48351	56441	65241
(+/-%)	8.4%	27.4%	17.2%	16.7%	15.6%
归母净利润（百万元）	1062	1436	1865	2371	2941
(+/-%)	-22.1%	35.3%	29.8%	27.1%	24.0%
摊薄 EPS（元/股）	0.55	0.61	0.79	1.00	1.24
PE	32	29	22	17	14

资料来源：长城证券研究院

**核心观点**

- 全球信息与能源互联解决方案服务商，行业红利带动公司业绩发展：**公司专注通信和能源两大领域，是当前中国光纤网络、电力电网领域规模最大的系统集成商与网络服务商。公司拥有全产业链垂直整合能力，股权结构稳定，子公司分工明确，管理团队技术背景深厚且经验丰富，成本管控能力优异，有望享受行业红利实现业绩加速发展。
- 海上风电市场景气度高，公司先发布局有望持续受益：**全球海上风电新增装机规模占比不断提升，“双碳”目标打开海上风电发展空间，国内政策环境向好。公司制造工艺先进，迅速切入中高端海上风电产品市场，产能选址布局靠近沿海，具备先发优势，有望持续受益带动新增长。
- 海底光缆迎来新一轮建设期，公司产品拥有核心竞争力：**近四成海底光缆将进入生命周期尾期，海底光缆建设迎来新一轮建设期。此外，国内沿海省份支持政策出台，加速海洋通信产业发展。公司拥有跨洋通信网络的全产业链解决方案，是目前国内 UJ/UQJ 证书组合和认证缆型最多，唯一通过 5000 米水深国际海试的企业，技术壁垒优势深厚。
- 光通信市场回暖，公司市场竞争力强：**光纤光缆行业供需平衡恢复，5G 布局与千兆网建设推进，云厂商资本支出增加带动光模块需求高企，光通信市场发展向好。公司产能充足且自给率高，集采中标份额名列前茅，是中国电信国家重点研发计划项目唯一提供商，市场竞争力强。
- 智能电网建设与新兴产业需求带来新增量，公司积极切入新赛道：**双碳目标推动能源消费向电能转型，智能电网和特高压建设刺激特种电缆需求旺盛，公司积极增加研发投入，深耕特种电缆研发，寻求新增量。
- 投资建议：**我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 18.65/23.71/29.41 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22/17/14 倍，鉴于公司所处光电行业发展景气度高，未来业绩有望实现高速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**上游原材料价格浮动风险、光纤光缆需求不及预期风险、国际贸易格局变化风险、市场竞争加剧风险。

## 目录

1. 亨通光电：全球信息与能源互联解决方案服务商，享受行业红利业绩加速发展 .....	5
1.1 全球信息与能源解决方案服务商，光纤/光缆及海缆龙头标杆企业 .....	5
1.2 三十载持续经营，多主业协同发展 .....	5
1.3 依托光电缆产业垂直延伸，提供多元化综合解决方案 .....	6
1.4 股权结构稳定，高管技术背景深厚，各子公司多元化发展 .....	8
1.5 成本管控能力不断加强，业绩有望快速发展 .....	10
2. 海上能源：海上风电市场景气度高，公司先发布局有望持续受益 .....	13
2.1 海上风电布局进程加速，未来市场空间广阔 .....	13
2.2 政策扶持+地方补贴，我国沿海各省迎来抢装潮 .....	14
2.3 布局中高端产品，产能选址靠近沿海，有望持续受益带动新增长 .....	15
3. 海洋通信：海底光缆迎来新发展机遇，跨洋通信龙头拥有核心技术壁垒 .....	16
3.1 海底光缆大规模更新在即，国内建设加速启动 .....	16
3.2 沿海省份产业政策出台，进一步加速海洋通信快速发展 .....	18
3.3 公司作为跨洋通信龙头企业，技术壁垒优势带来毛利提升 .....	18
4. 光通信市场回暖，光纤光缆量价回升，公司集采份额稳步提升 .....	20
4.1 市场回暖需求回弹，光纤光缆集采量价齐升 .....	20
4.2 5G 布局与千兆网建设赋能，移动互联网放量将至，光纤光缆行业发展向好 .....	20
4.3 云厂商资本投入持续攀升，刺激光模块需求高企 .....	22
4.4 位居光纤光缆行业龙头，公司为光网络建设与集成提供全产业链解决方案 .....	22
5. 智能电网传输：政策导向与产业景气双向利好，公司电力电缆基本盘稳固 .....	24
5.1 双碳目标推动终端能源消费转型，国内电线电缆市场景气度高 .....	24
5.2 智能电网传输建设加速，公司加大研发力度打造多维产品线和丰富产品矩阵 .....	25
5.3 特高压建设迎来新一轮热潮，公司积极布局新赛道寻求第二成长曲线 .....	27
6. 盈利预测 .....	28
6.1 关键假设 .....	28
6.2 盈利预测 .....	28
6.3 投资建议 .....	29
7. 风险提示 .....	30
7.1 附：盈利预测表 .....	31

## 图表目录

图 1: 亨通光电发展史.....	6
图 2: 亨通光电股权结构图 (截止至 2022 年 Q3) .....	8
图 3: 亨通光电控股子公司结构图 (截止至 2022 年 Q3) .....	8
图 4: 2021 年公司人员专业构成占比 (单位: %) .....	9
图 5: 2021 年公司人员学历构成 (单位: 人) .....	9
图 6: 公司近五年营业收入及同比增速 .....	10
图 7: 公司近五年归母净利润及同比增速 .....	10
图 8: 公司 2021 年主营业务构成占比 (单位: %) .....	10
图 9: 公司 2021 年毛利润构成占比 (单位: %) .....	10
图 10: 公司近五年营收构成 (单位: 亿元) .....	11
图 11: 公司近六年销售净利率与销售毛利率对比 (单位: %) .....	11
图 12: 公司近五年主营业务销售毛利率水平 (单位: %) .....	12
图 13: 公司近年来各费用率情况 (单位: %) .....	12
图 14: 全球风电累计装机容量 (单位: GW, %) .....	13
图 15: 全球风电新增装机容量 (单位: GW, %) .....	13
图 16: 全球风电细分市场累计装机量 (单位: GW, %) .....	13
图 17: 全球风电细分市场新增装机量 (单位: GW, %) .....	13
图 18: 全球风电新增装机量预测 (单位: GW) .....	14
图 19: 2021 年全球风电装机量地区分布 (单位: %) .....	14
图 20: 全球海底光缆分布图 .....	16
图 21: 全球海底光缆市场规模 .....	17
图 22: 全球海底光缆系统投资规模 (单位: 亿万美元) .....	17
图 23: 我国海底光缆建设情况与全球主要国家对比 .....	17
图 24: 公司海洋通信业务产业链示意图 .....	19
图 25: 按海底光缆部署公里数排名 .....	19
图 26: 按海底光缆部署公里数排名 .....	19
图 27: 2015-2021 年我国光纤光缆出口量和出口价格 (单位: 万吨, 亿美元) .....	20
图 28: 新增千兆固定宽带占新增宽带比例 (%) .....	21
图 29: 近 6 年移动互联网流量及月户均流量情况 .....	21
图 30: 硅光模块相关市场销量预测 .....	22
图 31: 量产版 400G QSFP-DD DR4 硅光模块 .....	24
图 32: 800G QSFP DD800 DR8 可插拔光模块 .....	24
图 33: 我国电能占终端能源消费占比 .....	24
图 34: 我国电线电缆销售收入及增速 .....	25
图 35: 2021 年我国电线电缆细分市场结构占比 .....	25
图 36: 我国历年电网投资额 (单位: 亿元) .....	25
图 37: 中国智能电网行业市场规模 (单位: 亿元) .....	26
图 38: 2009-2020 年智能电网投资情况 (单位: 亿元) .....	26
图 39: 2009-2021 年我国特高压建设数量 (条) .....	27
表 1: 公司主要控股子公司及主营业务 .....	6
表 2: 亨通光电主营业务概况 .....	7
表 3: 亨通光电产品场景及解决方案 .....	7

---

表 4:	亨通光电董事会成员及背景 .....	9
表 5:	全国各沿海地区海上风电规划 .....	14
表 6:	全国各省份海风补贴政策 .....	15
表 7:	公司部分海洋电力项目一览 .....	16
表 8:	公司海缆生产基地部署及规划 .....	16
表 9:	国内沿海省份相关产业政策 .....	18
表 10:	亨通光电公司近三年在运营商普通光缆集采中标份额及排名 .....	23
表 11:	中国移动和中国电信普通光缆集采厂商中标单价 .....	23
表 12:	我国智能电网行业最新政策汇总一览表 .....	26
表 13:	智能电网在新赛道的积极应用 .....	28
表 14:	亨通光电主营业务营收情况（单位：百万元） .....	29
表 15:	可比公司估值 1（数据截止至 2022.11.16） .....	29
表 16:	可比公司估值 2（数据截止至 2022.11.16） .....	30

---

# 1. 亨通光电：全球信息与能源互联解决方案服务商，享受行业红利业绩加速发展

## 1.1 全球信息与能源解决方案服务商，光纤/光缆及海缆龙头标杆企业

亨通光电专注通信和能源两大领域发展，主要经营光纤光缆、海缆及特种电缆等产品，主要面向通信、电力、能源、海洋、航天及全球通信能源等方向，已经成为全球信息与能源互联综合解决方案服务商。根据最新公告，公司目前属于全球光纤通信前三强，截止至 2021 年，公司光纤网络的全球市场占有率超过 15%。此外，公司具备集设计、研发、制造、销售与服务垂直一体化的综合能力，通过全球营销网络布局以及产能建设使得公司成为中国光纤网络、电力电网领域规模最大的系统集成商与网络服务商。

## 1.2 三十载持续经营，多主业协同发展

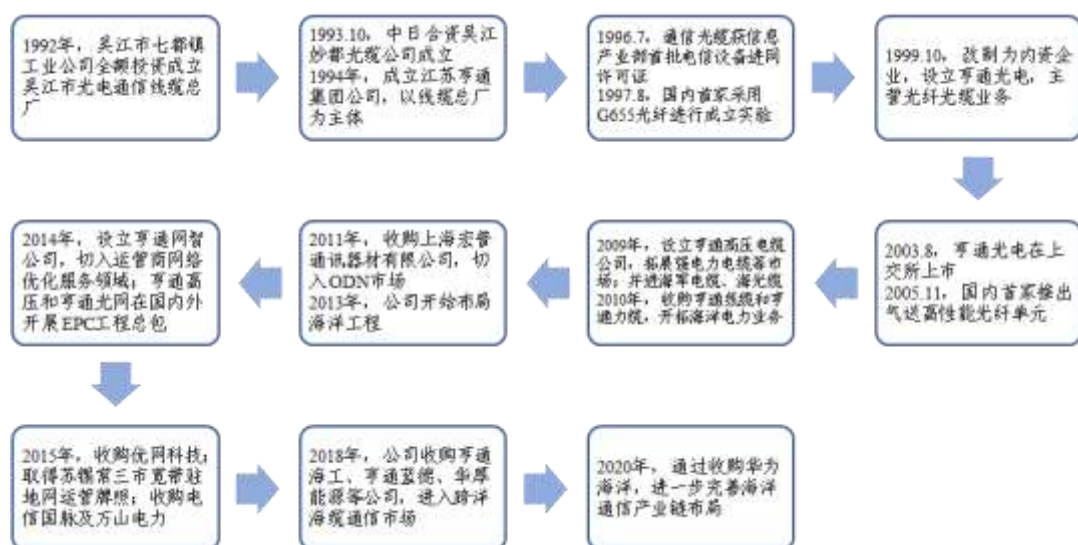
亨通光电成立于 1992 年，2003 年正式在上交所挂牌上市。从展历程可以看出，公司以线缆技术为基石不断扩展业务领域，形成了以光通信、智能电网、海洋能源与通信三大主营业务板块，主要历程分为以下几个阶段：

**第一阶段（1992 年-1999 年）：成立初期，以光纤光缆业务为核心基石。**1992 年，成立吴江市光电通信线缆总厂；1993 年，亨通光电公司前身中日合资吴江妙都光缆公司成立。1994 年，正式成立江苏亨通集团公司，开始研发光纤光缆技术并进行试验，同时获得信息产业部首批电信设备进网许可证。直至 1999 年 10 月，公司经过股份制改革设立亨通光电公司，主营业务为光纤光缆。

**第二阶段（2000 年-2013 年）：加速发展，布局电力海洋业务，多主业协同发展。**2003 年，公司成功上市后开始多主业协同发展布局，不断设立或收购相关产业公司，2009 年，设立亨通高压电缆公司，开始拓展强电力电缆、特种线缆市场，并同步进军海电缆及光缆；2010 年，收购亨通线缆和亨通力缆，积极开拓海洋通信业务。2013 年，公司正式开始布局海洋工程。

**第三阶段（2014 年-至今）：持续拓展多元化业务，打造全球能源互联系统集成解决方案服务商。**2014 年，公司通过设立亨通网智公司，切入运营商网络优化服务领域；2015 年，通过收购优网科技布局大数据业务和网络安全；2018 年，为了快速切入海洋工程市场，公司收购亨通海工、亨通蓝德、华厚能源等公司；2020 年，通过收购华为海洋，进一步完善公司海洋通信产业链布局。

图 1: 亨通光电发展史



资料来源: 公司官网、长城证券研究院

### 1.3 依托光电缆产业垂直延伸，提供多元化综合解决方案

以光纤光缆为抓手，不断拓展跨海洋通信、风电工程以及智能电网业务：公司在以单模、多模及特种光纤光缆、电力电缆为核心的基础上，不断设计研发海底电缆、光缆，动态海底电缆及光纤复合海底电缆等产品线，着力发展海洋通信工程；此外，立足于海洋通信工程，延伸打造海上电缆铺设与维修业务以及风电工程总承包。同时，公司跟随国家十四五政策导向，积极延伸新能源等业务场景，创造业绩新增量。

表 1: 公司主要控股子公司及主营业务

公司简称	参股关系	主营业务
亨通光纤	控股子公司	单模、多模及特种光纤、光电器件
成都亨通光通信	全资子公司	光纤光缆、电线电缆、光纤预制棒、建设智能化
亨通光电科技	全资子公司	光纤光缆、电线电缆、特种通信线缆、光器件、电子元件、通信设备
亨通光网	全资子公司	光电线缆、光电组件及传感器、EPC 总包工程、ODN 光通信设备
亨通高压	全资子公司	海底电缆、海底光缆、动态海底电缆
亨通海洋	控股子公司	海底光缆、海底电缆、光纤复合海底电缆、特种海洋工程用线缆、跨海洋通信系统附件
亨通海工	间接控股子公司	海洋工程、海上电缆铺设总承包、海光缆及海洋油气软管的铺设和维修、风电工程总承包
亨通蓝德重工	间接控股子公司	初创企业、海洋工程平台装备研发与制造、海上风电相关系统研发
亨通力缆	间接控股子公司	新能源汽车线缆、电缆附件及新能源汽车用线束、连接器、充电桩、充电枪、配电柜等配件与设备
亨通电子线缆科技	控股子公司	电线、电缆、裸铜线、镀锡线、铜绞线、镀锡绞线、油田线缆、PVC 塑胶颗粒的研发
亨通线缆	全资子公司	智能仓储工程、智能楼宇工程、数据中心工程
广德亨通	全资子公司	光亮铜杆、铜丝制造、铝杆、铝丝、铝合金杆、铝合金型材
亨通精工金属	全资子公司	铜杆、铝杆、铝合金杆生产加工

资料来源: 公司官网、长城证券研究院

根据公司 2021 年年度报告披露，公司光通信/海洋能源&通信/智能电网/工业智能/铜导体产品分别实现营收 62.52/57.52/169.95/30.23/68.46 亿元，占比分别为 15.15%/13.94%/41.18%/7.32%/16.59%。其中，光通信板块受益于国家政策及市场需求，仍存在较大的增量空间；海洋电力&通信板块为公司近年来重要战略规划发力点。

**表 2: 亨通光电主营业务概况**

主要业务	2021 年占比	业务内容
光通信	15.15%	1) 光纤预制棒、光纤、光缆以及智能光器件的研发与生产 2) 通信网络集成的设计、施工及 EPC 总包、通信运营服务
海洋能源&通信	13.94%	1) 海底电缆、海底光缆、海底接驳盒、Repeater、Branching Units 的研发生产制造 2) 海洋工程，包括但不限于海上风电工程及跨洋通信网络系统建设工程等
智能电网	41.18%	1) 中低压、高压、超高压和特种导线等产品的生产 2) 电力系统集成的设计、施工及 EPC 总包
工业智能	7.32%	1) 通信电线、电视 2) 电气设备用电缆、智能输配电及控制设备研发与生产
铜导体	16.59%	1) 基础产品制造 2) 电力传输及电视产品的主要原材料，主要用于自产自销
其他	5.82%	1) 主要为智慧城市及部分新能源业务

资料来源：公司官网、长城证券研究院

**表 3: 亨通光电产品场景及解决方案**

产品分类	产品场景	细分场景	产品分类	产品场景	细分场景
通信	智能接入	高密度接入	智慧海洋	海上石油平台	水下特种通信
		数据中心			
		光纤测温			
		RFID 射频识别			
	光纤传感		量子通信	海上风电系统	海上风电系统
	综合传输				
	特效传输				
	工程服务		智慧城市	智慧社区	智慧小镇
	检测服务				
	电力	新能源汽车		大数据	大数据
电力传输					
智慧铁路					
智能建筑					
县城级光纤网					
轨交	信号系统				Linkuser
	通信系统				Insight
	供电系统				DSP 平台
					DMarket
					Talkvip
				网络安全	
				网络优化	

资料来源：公司官网、长城证券研究院



**表 4: 亨通光电董事会成员及背景**

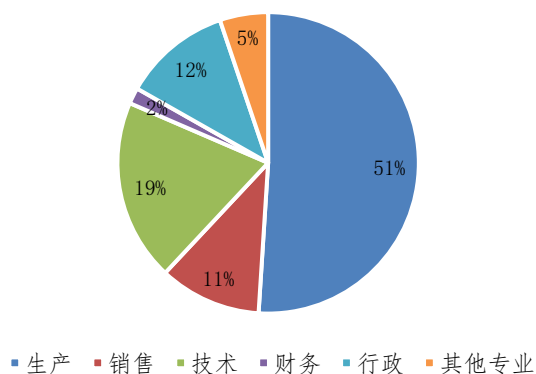
姓名	职务	学历	简介
崔巍	董事长	硕士	曾任中国人寿保险海外有限公司投资经理，2017 年 9 月至今任亨通集团有限公司董事、副总裁；担任江苏省青年联合会常务委员、苏州市青年联合会常务委员等
钱建林	董事	硕士	EMBA 工商管理硕士，高级经济师、高级工程师，全国优秀企业家，中国电子元件行业协会轮值理事长。2015 年 5 月至 2021 年 5 月任江苏亨通光电股份有限公司董事长，2016 年 9 月至今任亨通集团有限公司执行总裁。
尹纪成	董事	硕士	EMBA 硕士、高级经济师，2013 年 3 月至 2021 年 4 月任江苏亨通光电股份有限公司总经理
李自为	董事	硕士	高级经济师，2013 年 1 月至 2020 年 12 月任江苏亨通高压海缆有限公司总经理
孙义兴	董事	硕士	高级经济师，成都市五一劳动模范奖章获得者；曾任亨通光电通信有限公司执行副总经理，总经理；2018 年 5 月至 2021 年 5 月任江苏亨通光电股份有限公司执行副总经理
谭会良	董事	硕士	EMBA，高级经济师，曾任广东亨通光电科技有限公司总经理，2018 年 4 月至今任江苏亨通光电股份有限公司国际事业部总裁
鲍继聪	董事	硕士	高级经济师，高级工程师，曾任江苏亨通电力电缆有限公司总经理、亨通集团运营管理中心总监；2019 年 9 月至今任亨通集团有限公司副总裁
张建峰	董事	硕士	高级经济师，2021 年 4 月至今任江苏亨通光电股份有限公司总经理

资料来源: iFinD、长城证券研究院整理

**建立长效奖励机制，通过员工持股奖励方案，促进员工与企业共同成长：**公司形成了以人才为核心的创新管理体系，建立了人才领先战略和薪酬激励体系构建企业和员工的命运共同体，推动公司长期、可持续发展。公司已完成两期员工持股奖励方案，奖励中高层管理人员、核心技术骨干、海内外一线优秀市场人员及突出贡献人员；目前正积极推进第三期（2018 年-2022 年）员工持股奖励方案，所奖励人员涉及公司高管、重要中层管理人员、关键技术骨干人员以及所属期内对公司发展与效益增长有重大贡献人员。

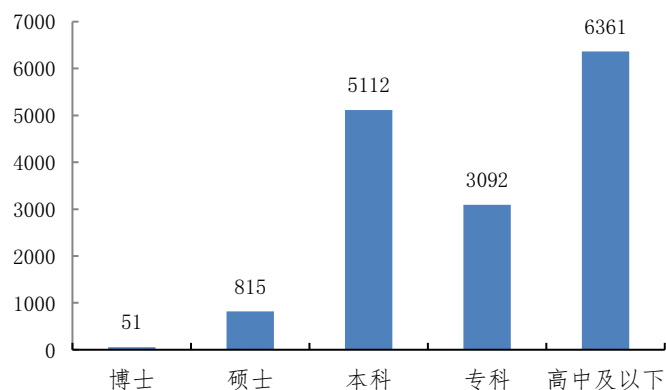
**积极引进研发与管理型人才，持续推进公司业绩提升：**截止至 2021 年，公司共有 15431 名员工。从人员专业构成来看，其中生产型员工 7872 名，占比 51%，同比增加 5.69%；技术型员工 3011 名，占比 19%，与 2020 年基本持平。从人员学历构成来看，共有博士生 51 名，硕士 815 名。我们认为，生产型与技术型员工比例的提升源于公司产能的不断扩大与研发的不断投入。

**图 4: 2021 年公司人员专业构成占比（单位：%）**



资料来源: 公司 2021 年年报、长城证券研究院

**图 5: 2021 年公司人员学历构成（单位：人）**



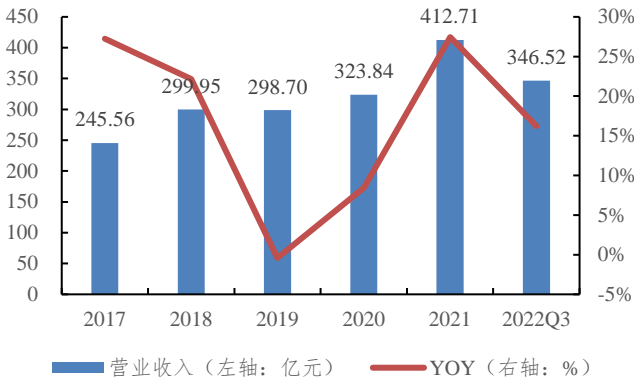
资料来源: 公司 2021 年年报、长城证券研究院

## 1.5 成本管控能力不断加强，业绩有望快速发展

### 1.5.1. 产品结构不断优化，促进公司业绩稳健发展

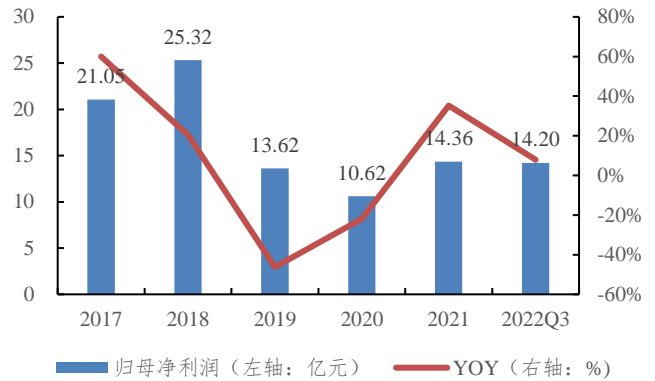
公司整体经营业绩实现稳健发展。2021 年公司实现营业收入 412.71 亿元，同比增长 27.44%；实现归母净利润 14.36 亿元，同比增速 35.28%。2022 年前三季度实现营业收入 346.52 亿元，同比增长 16.24%；实现归母净利润 14.2 亿元，同比增长 7.9%。2022 年 Q3，公司实现营收 125.47 亿元，较去年同期增长 6.74%；实现扣非净利润 5.92 亿元，较去年同期增长 8.44%。其中，非经常性损益项主要为美国公司股价下跌影响，前三季度共计拖累净利润约 1.7 亿元。

图 6：公司近五年营业收入及同比增速



资料来源：同花顺，长城证券研究院

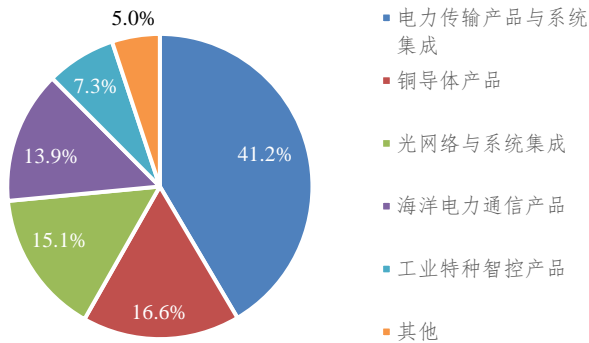
图 7：公司近五年归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺，长城证券研究院

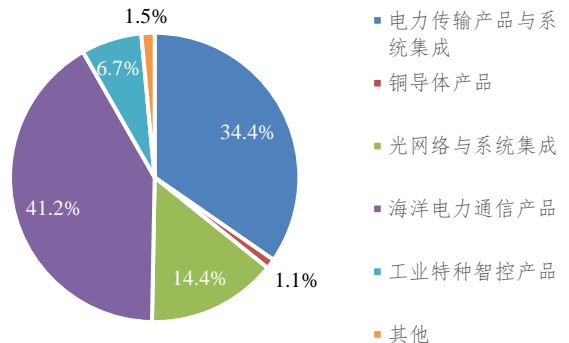
根据公司 2021 年年报披露，公司在光通信/海洋能源&通信/智能电网/工业智能以及铜导体产品上分别实现营收 62.52/57.52/169.95/30.23/68.46 亿元，分别占比 15.15%/13.94%/41.18%/7.32%/16.59%；分别贡献毛利润 9.51/27.10/22.66/4.43/0.72 亿元，占比 14.44%/41.16%/34.42%/6.73%/1.09%。可以看出，公司主营业务增长充分受益于国家电网建设的稳步推进、国家海洋战略加速推进、海上风电等海洋以及新能源业务快速发展。

图 8：公司 2021 年主营业务构成占比（单位：%）



资料来源：同花顺，长城证券研究院

图 9：公司 2021 年毛利润构成占比（单位：%）

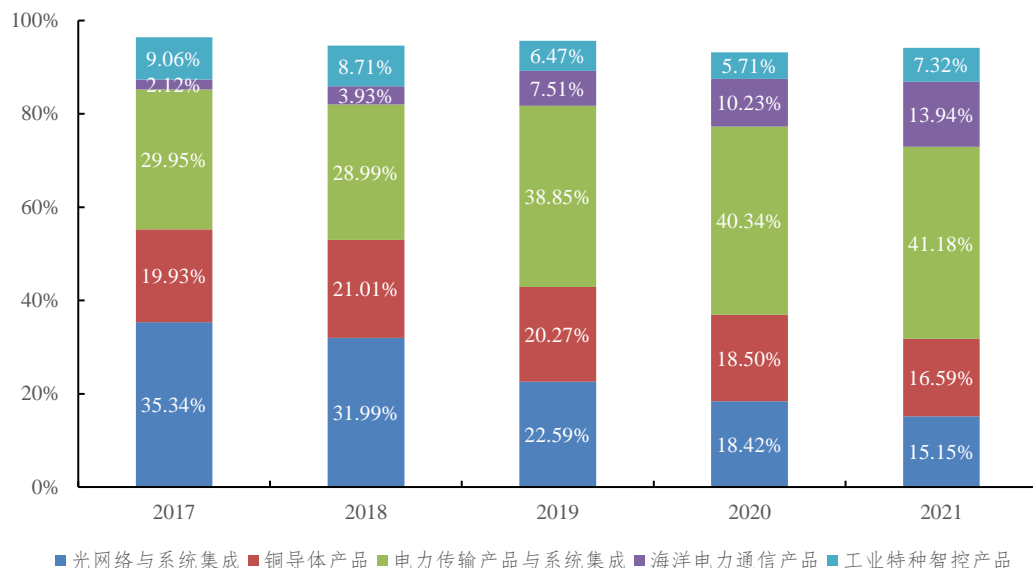


资料来源：同花顺，长城证券研究院

从时间轴整体向前推进来看：公司自 2017 年至 2021 年，光网络与系统集成业务曾贡献最多的营收，但随着运营商光纤光缆集采体量下降，加之光纤光缆执行价格处于底部位置，该业务的增速急剧承压，占总营收比例下滑明显；得益于公司在海洋电力通信和智

能电网传输业务的布局，公司海洋电力通信产品业务、电力传输产品与系统集成业务整体营收均保持稳健增长，后者逐渐替代光网络成为占公司总体营收最大的业务；此外，公司铜导体产品、工业特种指控产品业务保持相对稳定。

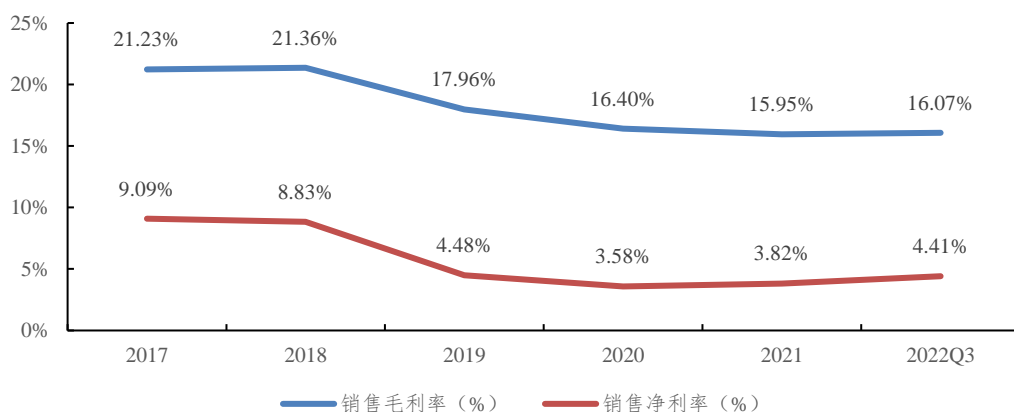
**图 10：公司近五年营收构成（单位：亿元）**



资料来源：同花顺、长城证券研究院

**截止至 2022Q3，公司净利率呈现企稳回升态势。**2021 年整体销售毛利率为 15.95%，销售净利率为 3.82%，较 2020 年（3.58%）增加 0.24pct。从盈利能力来看，公司受到业务结构占比调整、上游原材料涨价的影响，整体销售毛利率水平维持在 15%-21%之间，销售净利率维持在 4%-9%之间。2022 年前三季度，公司销售毛利率为 16.07%，销售净利率为 4.41%。

**图 11：公司近六年销售净利率与销售毛利率对比（单位：%）**



资料来源：同花顺、长城证券研究院

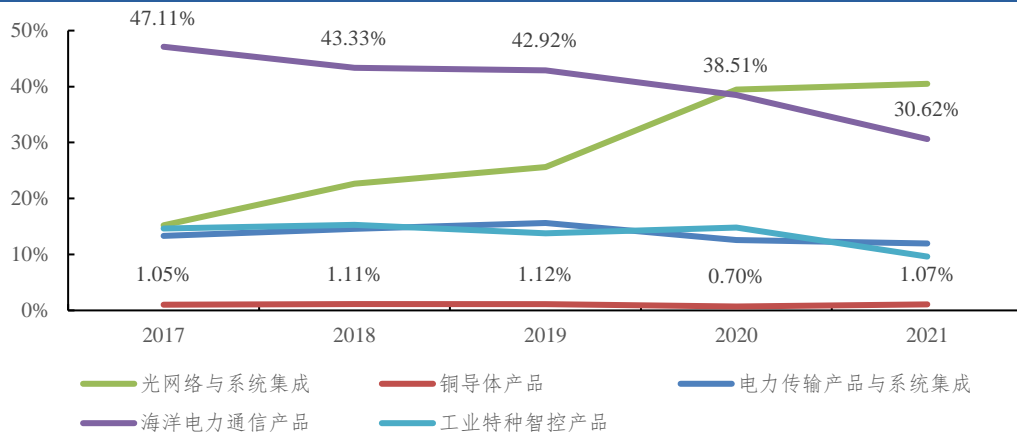
从主营业务拆分情况来看，公司光通信/海洋能源&通信/智能电网/工业智能/铜导体产品 2021 年销售毛利率为 15.21%/47.11%/13.34%/14.65%/1.05%。

公司海洋能源&通信业务销售毛利率对整体贡献很高，主要是海洋能源&通信产业毛利较其他主营业务较高导致，且公司在跨洋通信业务开展上，目前全球只有来自美国、法国、日本和中国四个国家的四个企业实施了全产业链的布局，而亨通光电是国内唯一一家具备海底光缆、海底接驳盒、Repeater、Branching Units 研发生产制造能力及跨洋通信

网络系统解决方案的全产业链公司。另外，海洋能源&通信工程未来市场需求高企，加之亨通光电技术壁垒较强，进一步放大了能源&通信产业对公司收入的支撑作用。

光通信销售毛利率呈企稳现象，主要因为目前市场可提供产品供应商较多，产品更新迭代速度较快，随着各公司研发的投入，技术壁垒逐渐攻克。2017年至2021年，公司智能电网、工业智能与铜导体产品三大主营业务销售毛利率均保持稳定发展。

**图 12: 公司近五年主营业务销售毛利率水平 (单位: %)**



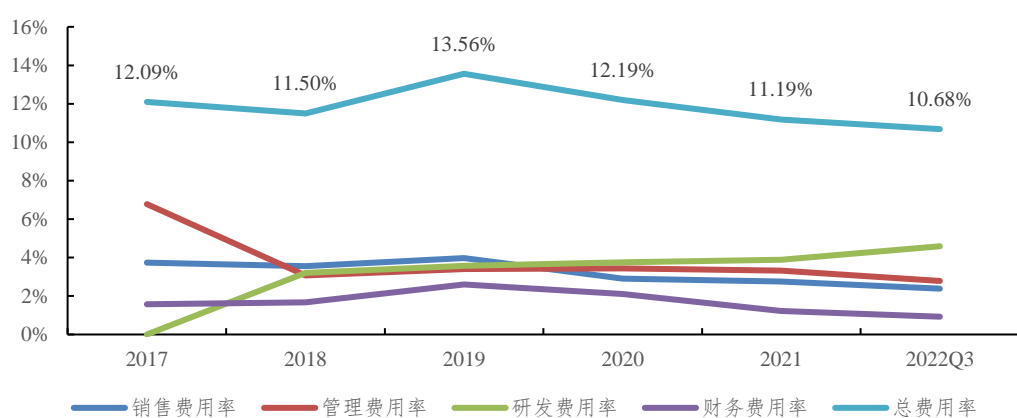
资料来源: 同花顺、长城证券研究院

### 1.5.2. 费用管控能力良好，不断促进降本提效

根据公司 2021 年报及 2022 年三季度报披露，公司 2021 年销售/管理/研发/财务费用分别为 11.36/13.70/16.04/5.07 亿元，分别同比增长 20.74%/23.12%/32.07%/-25.43%；2022 年前三季度发生销售/管理/研发/财务费用分别为 8.26/9.65/15.9/3.2 亿元，分别同比增长 6.9%/5.93%/25.33%/-27.05%。

其中，销售费用和管理费用有小幅波动；研发费用显著增加主要原因是公司进一步加大在 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和新产品的研发投入；财务费用显著下降主要得益于上半年贷款利率下降及汇兑收益所得。

**图 13: 公司近年来各费用率情况 (单位: %)**



资料来源: 同花顺、长城证券研究院

公司整体费用率管控良好，期间费用率持续下降：公司近几年来，销售/管理/财务费用率保持稳中下降的趋势，整体费用率得到了良好的管控，期间费用率持续下降，整体维持在 11%-14% 之间。

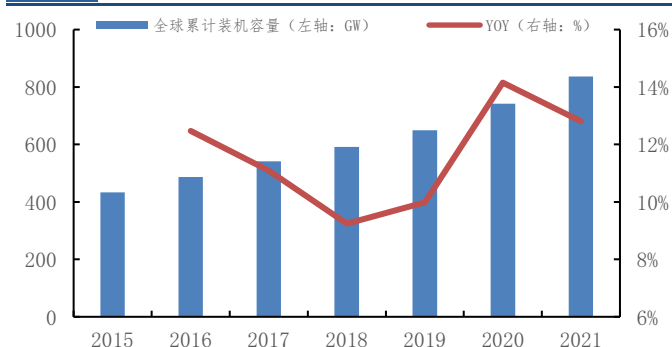
2021 年，公司期间费用率为 11.19%，较 2020 年（12.19%）下降 1.00pct；公司 2022 年前三季度期间费用率为 10.68%，同比 2021 年前三季度（11.37%）下降 0.70pct。2022 年前三季度，公司销售/管理/财务费用率分别为 2.38%/2.78%/0.92%。

## 2. 海上能源：海上风电市场景气度高，公司先发布局有望持续受益

### 2.1 海上风电布局进程加速，未来市场空间广阔

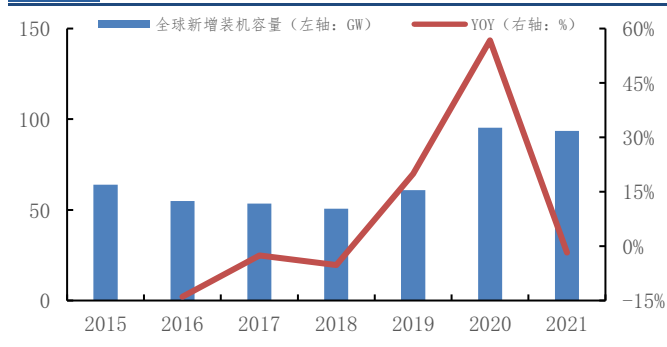
据 IEA 统计，若未来地球温度上升控制在 1.5°C 以内，那么在 2050 年全球海上风电装机需达到 2,000GW，而目前装机量还不到这一目标的 2%。据 GWEC 数据显示，2021 年全球风电累计装机量达到 837GW，同比 2020 年增长 12.80%；2021 年全球新增风电装机 93.6GW。我们认为，基于全球能源发展及碳中和目标，未来海上风电市场空间广阔。

图 14: 全球风电累计装机容量 (单位: GW, %)



资料来源: GWEC, 长城证券研究院

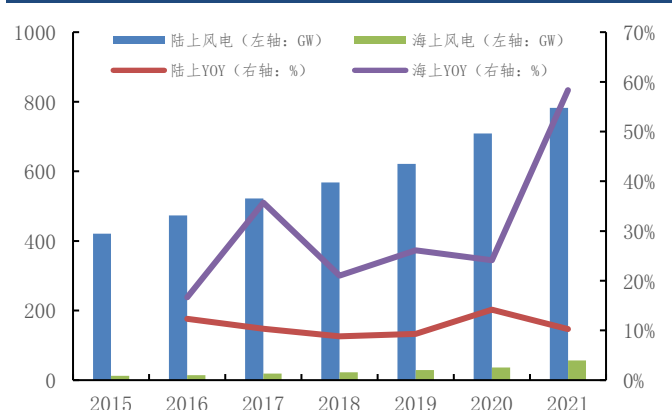
图 15: 全球风电新增装机容量 (单位: GW, %)



资料来源: GWEC, 长城证券研究院

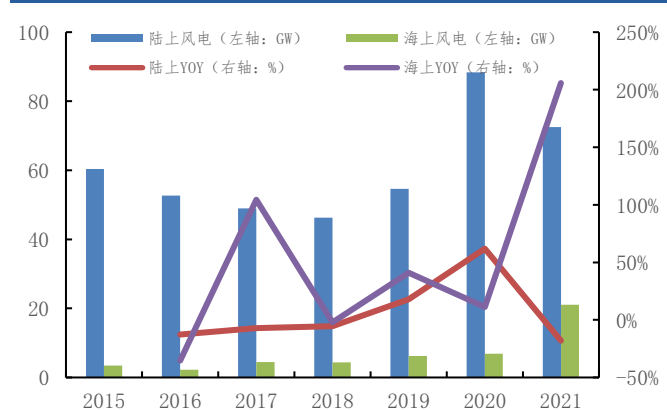
全球海上风电布局持续加快，海上风电占比不断提升：据 GWEC 数据显示，2021 年全球陆上风电累计装机量 782GW，同比增长 10.30%；海上风电累计装机 57GW，同比增长 58.33%。2021 年全球陆上风电新增装机 72.5GW，同比 2020 年下降 17.99%。海上风电新增装机 21.1GW，同比 2020 年增长 205.80%。

图 16: 全球风电细分市场累计装机量 (单位: GW, %)



资料来源: GWEC, 长城证券研究院

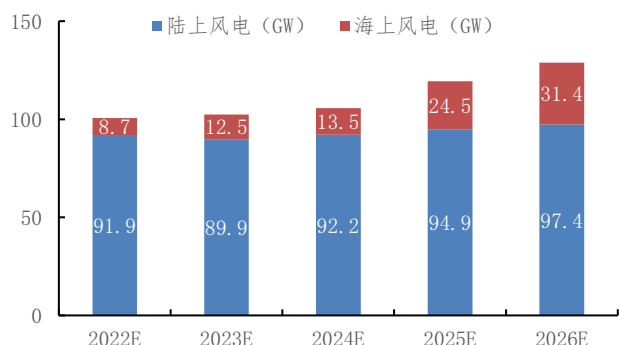
图 17: 全球风电细分市场新增装机量 (单位: GW, %)



资料来源: GWEC, 长城证券研究院

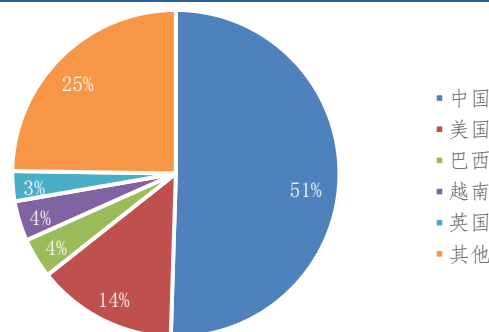
**海上风电市场前景广阔，未来发展需求高企：**据全球风能理事会预测，自 2022 年起的未来五年间，全球风电容量将新增 557GW，2022-2026 五年 CAGR 为 6.6%。2026 年全球风电装机容量将新增 128.8GW。其中，陆上风电装机容量新增 97.4GW，海上风电装机容量新增 31.4GW，海上风电增速为 28.12%，整体市场发展需求持续高企，保持强劲势头增长。

**图 18：全球风电新增装机量预测（单位：GW）**



资料来源：GWEC，长城证券研究院

**图 19：2021 年全球风电装机量地区分布（单位：%）**



资料来源：GWEC，长城证券研究院

此外，根据全球风能委员会数据显示，2021 年，海上风能投资首次超过海上石油和天然气，全球海上风电在实现了 21.1GW 的新增并网，超过 2020 年新增并网容量的三倍，创造了历史最好成绩。从地区分布来看，中国海上风电增量占全球的 80% 位列第一，英国、越南、丹麦分别位列第二、三、四位。据彭博新能源预测，预计到 2035 年，全球海上风电累计装机将达到 400GW，和 2021 年 55.5GW 的装机相比增长超 7 倍，中国、英国、美国、德国、荷兰将位居前五。

## 2.2 政策扶持+地方补贴，我国沿海各省迎来抢装潮

**“双碳”目标推出，打开海上风电发展空间：**国务院印发的《2030 年前碳达峰行动方案》提出，全面推进风电大规模开发和高质量发展，到 2030 年，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上。同时，《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》也提出将大力提升风电发电规模，有序发展海上风电。

在国家大力支持新能源发展，推进“双碳”目标达成背景下，海上风电发展空间进一步打开，全国各沿海地区海上风电规划及支持政策陆续出台。

**表 5：全国各沿海地区海上风电规划**

地区	规划	政策文件
山东	3500 万千瓦	《2022 年全省能源工作指导意见》
浙江	455 万千瓦	《浙江省可再生能源发展“十四五”规划》
广东	1800 万千瓦	《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》
广西	750 万千瓦	《广西海上风电规划正式获得国家能源局批复》
辽宁省	4050 兆瓦	《辽宁省“十四五”海洋经济发展规划》
天津市	90 万千瓦	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》
上海市	180 万千瓦	《上海市能源发展“十四五”规划》
江苏	909 万千瓦	《江苏省“十四五”海上风电规划环境影响评价第二次公示》
福建	5000 万千瓦	漳州海上风电峰会
海南	1230 万千瓦	海南省海上风电项目招商（竞争性配置）方案

资料来源：各省份政府公告网，长城证券研究院整理

根据沿海各省份海上风电相关政策统计，“十四五”期间全国海上风电规划总装机量超100GW，新增并网50GW以上，预计2020-2025期间，我国海上风电累计装机复合增长率将达到45.68%，海上风电发展将进入快车道。

此外，中国水规院风电处推进中国深远海海上规划，规划总体布局将围绕山东半岛、长三角、闽南、粤东、北部湾五个千万千瓦级海上风电基地，共布局41个海上风电集群，总容量约290GW。

**地方补贴相继推出，有力支持海上风电发展：**海上风电成为十四五重点发展产业，各省纷纷出台相关政策及地方补贴，推动整体国内市场的快速迭代与创新，地方补贴政策的推出将进一步加快海上风电产业发展。

**表 6: 全国各省份海风补贴政策**

时间	部门	政策文件	内容
2021年6月	广东省人民政府	《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》	明确2018年底前核准并在2022-2025年全容量并网的海上风电项目分别享受1500、1000和500元/kW的建设补贴。
2021年11月	浙江省发改委	《关于促进浙江省新能源高质量发展的实施意见(修改稿)》	按照“逐步退坡鼓励先进”的原则逐年制定海上风电上网电价，实施财政、金融等支持，支持省管海域海上风电项目逐步实现平价上网。
2022年4月	山东省能源局		对于2022-2024年建成并网额的海上风电项目，省财政分别给予800、500、300元/KW的建设补贴，补贴规模分别不超过2GW、3GW和1.6GW

资料来源：各省份政府公告网、长城证券研究院整理

## 2.3 布局中高端产品，产能选址靠近沿海，有望持续受益带动新增长

公司拥有海上风电系统解决方案及服务能力，形成了从海底电缆研发制造、运输、嵌岩打桩、一体化打桩、风机安装、敷设到风场运维的海上风电场运营完整产业链，是国内能够提供完整生命周期服务的海底电缆厂商之一。

公司布局全球海洋电力市场。东北、山东、江苏、浙江、福建、广东，公司的建设项目遍布全国。2020年，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。近年来，公司还成功中标其他欧洲、东南亚、中东等海外项目。

**公司海底电缆中高端产品优势明显，核心产品稀缺带动快速发展：**公司较早开始布局海底电缆生产能力，是国内拥有500KV及以上交/直海缆生产能力的三家厂商之一，拥有丰富的项目交付经验。公司一直不断加大研发投入，设计与生产出500kV交流海陆缆系统、±535kV直流海陆缆系统、330kV/220kV/66kV三芯大截面铜芯/铝芯海底电缆系统等高端装备，同时具备500kV及以下交直流海缆软接头技术。由于海底电缆对工艺等级、技术安全性要求极高，目前国内具有海底电缆生产能力的厂家屈指可数，随着装机大型化的发展，220KV及以上电压等级海缆占比有望持续提升，海底电缆电压升级趋势显著，具备高压海缆能力的厂商有望受益。公司作为海底电缆国内龙头企业之一，在中高端产品的布局优势将进一步得到体现。

**表 7: 公司部分海洋电力项目一览**

时间	项目情况
2018 年	在国家电网浙江舟山 500 千伏联网输电变电工程中，成功交付整根无接头 18.15 公里的 500KV 交联聚乙烯光电复合海底电缆，创下 500KV 电压等级海底电缆世界最大长度无接头记录
2019 年	浙江舟山联网北通道第二回输电线路工程中，公司成功交付 17.4 公里大长度无接头 500KV 交联聚乙烯海缆
2019 年	成功交付中广核阳江南鹏岛 400MW 海上风电项目三芯 220KV 海缆，项目采用三芯 220KV 海缆（含软接头）总长共 70 余公里
2021 年	成功交付国家电投 220KV（3*1000mm <sup>2</sup> ）大长度、大截面海底电缆，这是国内首次完成大长度（40 公里以上）、大截面（3*1000mm <sup>2</sup> ）三芯 220KV 海底电缆项目的生产交付
2022 年	为白鹤滩-浙江±800KV 特高压直流输电工程提供解决方案；成功交付乌兹别克斯坦独立电站项目 500KV 超高压陆缆

资料来源：公司公告、长城证券研究院

**拥有当地码头资源先发优势，产能布局靠近沿海地区有望受益：**公司的海缆生产基地位于苏州常熟。此外，公司江苏射阳项目正在建设中，广东揭阳项目也在规划中，将有助于获取广东、江苏等地区的海上风电招标订单，有望持续受益十四五期间核心地带业务带来的增量。

**表 8: 公司海缆生产基地部署及规划**

基地	拟投产日期	海缆等级
江苏常熟基地	2009 年选址规划，2012 年一期投产	35-550KV 交直流、胶带缆、光电复合缆等
江苏盐城射阳基地	规划建设，一期预计 2023 年投产	

资料来源：公司公告、长城证券研究院

## 3. 海洋通信:海底光缆迎来新发展机遇，跨洋通信龙头拥有核心技术壁垒

### 3.1 海底光缆大规模更新在即，国内建设加速启动

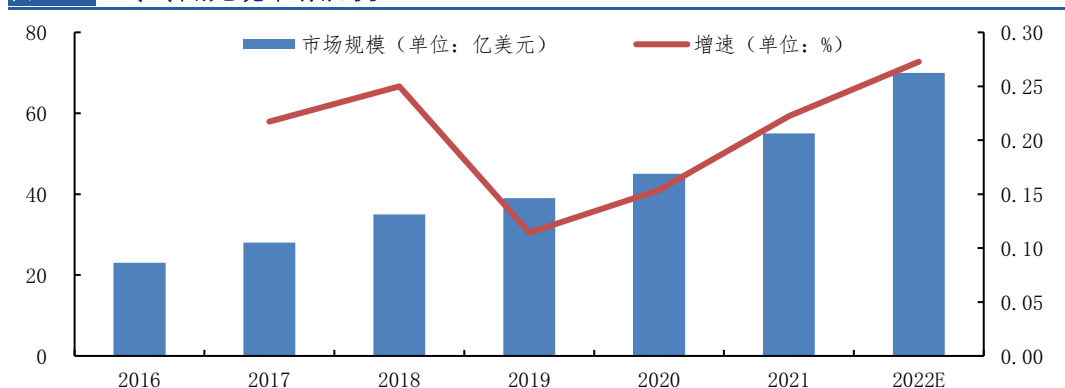
海底光缆是全球互联网和云计算行业的重要基础设施之一，是当代全球通信最重要的信息载体，全球 99% 的国际数据都是通过海底光缆进行传输。据 TeleGeography 统计，截止至 2021 年末，全球目前正在使用的海底光缆共 436 条，对应 1245 个登录站点，总长度超过 130 万公里。

**图 20: 全球海底光缆分布图**

资料来源：ITU，中国通信学会、长城证券研究院

据 STF 预估，海底通信光缆系统将于 2022 年达到 70 亿美元的市场规模，折合约 445 亿元人民币。从地域来看，亚洲内部航线将获得最多投资，为 16 亿美元，折合约 102 亿元人民币。

**图 21: 全球海底光缆市场规模**

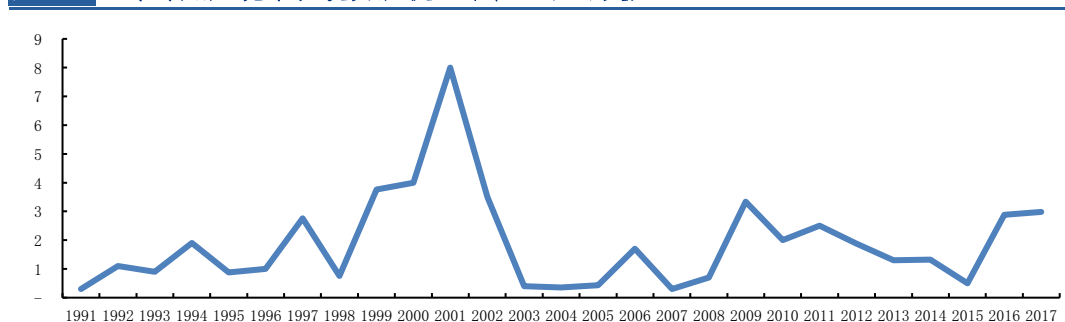


资料来源: OFweek 产业研究中心、长城证券研究院

从海缆发展历史看，海缆通信系统已有 3 次建设高潮。第一次为 1999-2002 年全球互联网泡沫时期，第二次则为 2009-2012 期间，数据中心开始成为驱动国际海缆通信网络建设的最大驱动力。第三次为 2017-2018 年，全球数据中心在该时期高速扩张。

从部署的海底通信系统看，据统计，全球 40% 的海底光缆是 2000 年前后建设的，考虑到海底光缆生命周期大概 25 年，40% 的系统或海底光缆已经逐步进入了使用生命周期的尾期，需要升级换代。未来几年，国际海底光缆建设有望迎来新一轮的建设高峰期。

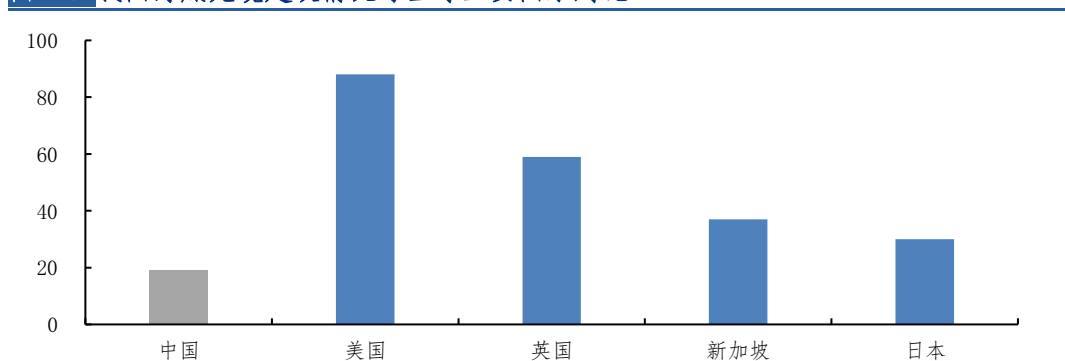
**图 22: 全球海底光缆系统投资规模 (单位: 亿万美元)**



资料来源: OFweek 产业研究中心、长城证券研究院

与未来国际流量发展预期和世界主要国家相比，中国的海底光缆建设目前仍然落后于其他发达国家，中国国内海底光缆建设存在确定性的增长空间。

**图 23: 我国海底光缆建设情况与全球主要国家对比**



资料来源: Submarine Cable Map、长城证券研究院

## 3.2 沿海省份产业政策出台，进一步加速海洋通信快速发展

目前，我国海洋信息化建设还比较薄弱，海洋信息体系还未完全成形，十四五规划中国家明确提出建设海洋强国的战略要求，将进一步加速推进海洋通信的发展。

我国沿海省份纷纷出台产业政策扶持，国内海洋通信迎来快速发展期。浙江、江苏、广东等沿海省份纷纷出台相关海洋经济发展规划，均提到支持海洋观测及海上风电等产业发展，我国海洋观测行业有望迎来快速发展期。

**表 9: 国内沿海省份相关产业政策**

地区	政策文件	规划内容
工信部	《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》	适度超前布局海底科学观测网等国家重大科技基础设施。
工信部	“十四五”信息通信行业发展规划	加快国际海缆建设，增设国际海缆登陆站，进一步丰富“一带一路”等方向海缆资源，支持企业参加国际海缆建设项目，国际海缆布局进一步优化，海缆通达能力大幅提升。形成具有国际竞争力的海缆施工和维修力量。
江苏	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》	到 2025 年，全省风电装机达到 28GW 以上，其中海上风电装机达到 15GW 以上
广东	广东省能源发展“十四五”规划	十四五时期，大力发展海上风电，新增海上风电装机容量约 17GW
山东	《关于基础设施“七网”建设行动计划的通知》、《能源保障网建设行动计划》	探索推进海上风电军民融合发展新模式。2022 年，海上风电开工 5GW，建成 2GW 左右。到 2025 年，开工 12GW，建成 8GW；到 2030 年，建成 35GW
海南	《海南省“十四五”能源发展规划》、《海南省海上风电场工程规划》、《海南省上风电项目招商（竞争性配置）方案》	海南省“十四五”期间规划 11 个场址作为近期重点项目，总开发容量为 12.30GW
上海	《上海市能源发展“十四五”规划》	近海风电重点推进奉贤、南汇和金山三大海域风电开发，探索实施深远海域和陆上分散式风电示范试点，力争新增规模 1.80GW
浙江	《关于浙江省能源发展“十四五”规划的通知》	到 2025 年，全省风电装机达到 6.41GW 以上，海上风电新增装机 4.55GW 以上，力争达到 5GW。在宁波、温州、舟山、台州等海域，打造 3 个以上百万千瓦级海上风电基地
广西	《广西可再生能源发展“十四五”规划》	“十四五”期间新增风电装机 17.97GW，其中海上风电新增装机 3GW
福建	《福建省“十四五”能源发展专项规划》	“十四五”期间增加并网装机 4.1GW，新增开发省管海域海上风电规模约 10.3GW，力争推动深远海风电开工 4.8GW
辽宁	《辽宁省“十四五”能源发展规划的通知》	“十四五”风电、光伏重点项目中，风电一期工程（续建）1.5GW 二期工程（辽西北及等容量替代）3.3GW；三期工程 13.60GW 左右。
天津	《天津市可再生能源发展“十四五”规划》	科学稳妥推进海上风电开发，加快推进远海 0.9GW 海上风电项目前期工作

资料来源：各省份政府公告网，长城证券研究院

## 3.3 公司作为跨洋通信龙头企业，技术壁垒优势带来毛利提升

海洋通信行业技术壁垒较高，在全球跨洋海缆通信网络系统中，主要只有四家被国际行业所认可的企业具备较强的跨洋通信网络系统解决方案提供及跨洋海底光缆系统建设和

集成能力。这四家分别为美国的 SubCom，法国的 ASN，日本的 NEC，中国的华海通信（系亨通海洋控股子公司）。

**国内唯一一家跨洋海底光缆系统建设与集成方案提供商，拥有技术壁垒优势：**公司目前是具备了海底光缆、海底接驳盒、Repeater、Branching Units 研发制造，及跨洋通信网络解决方案（桌面研究、网络规划、水下勘察与施工许可、光缆与设备生产、系统集成、海上安装沉放、维护与售后服务）的全产业链公司。

图 24：公司海洋通信业务产业链示意图

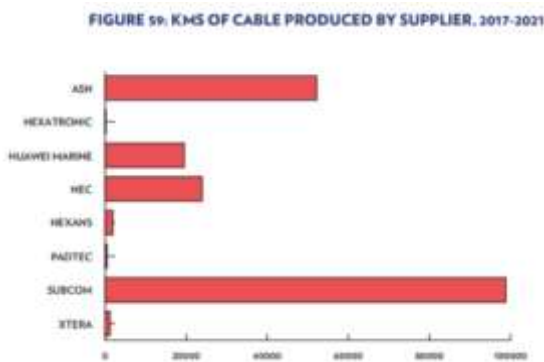


资料来源：公司官网、长城证券研究院

亨通海洋是目前国内 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。公司通过自主研发创新，攻克了海底光缆系统万公里光电传输、万米水深耐压及水密氢密技术，研制出具有自主知识产权的海底光纤、海底光缆、海底中继器与分支器等核心产品，打造出海底光缆系统全产业链。截至 2021 年底华海通信已累计签约 119 个海底光缆项目，项目范围覆盖全球。

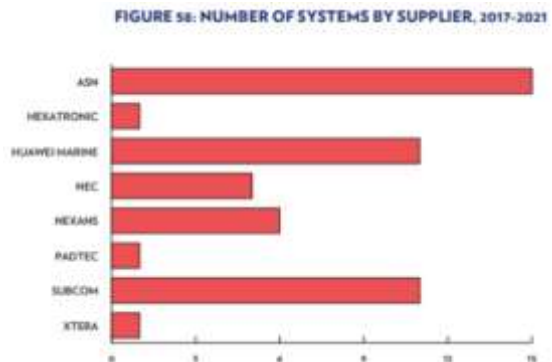
根据 STF Industry Report 的统计，从 2017-2021 年海底光缆部署公里数看，华为海洋排名第四，而从该时期整体系统部署数量看，华为海洋排名第三，综合市场份额占比在 10%-15%。

图 25：按海底光缆部署公里数排名



资料来源：STF，长城证券研究院

图 26：按海底光缆部署公里数排名



资料来源：STF，长城证券研究院

## 4. 光通信市场回暖，光纤光缆量价回升，公司集采份额稳步提升

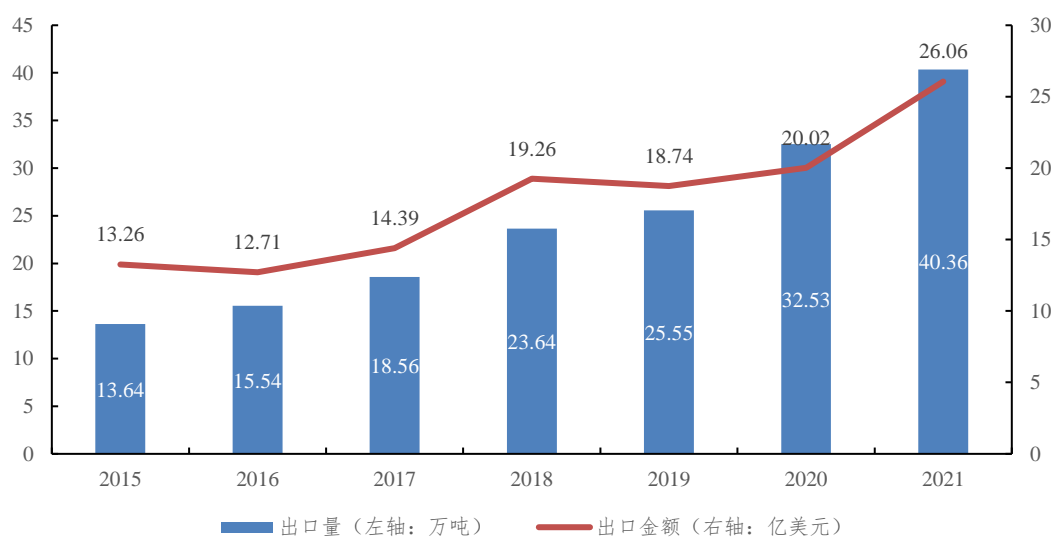
### 4.1 市场回暖需求回弹，光纤光缆集采量价齐升

**三大运营商集采价格回弹，行业供需平衡向好发展：**据运营商招标数据显示，2021年10月中国移动普通光缆集采成交均价64元/芯公里，较2020年同期提升50%；2022年1月中国电信室外光缆集采均价80元/芯公里，较2021年同期提升45.45%。我们认为，两次集采价格持续上升可反映出，光纤光缆行业在经历近两年产能扩充加速、价格下滑压力后，中低端产能正逐步出清，行业供需平衡将向好发展。

**海外市场网络化投资建设进程加速，光纤光缆出口迎来发展机遇：**随着欧盟、东南亚以及我国“一带一路”沿线国家和地区对网络化、数字化的需求高涨，各国家及地区纷纷推出扩大网络覆盖、提升网速的相关计划，加大网络投资力度。STL最新数据显示，发达国家与发展中国家FTTH渗透率仍较低，相比国内已经实现超过90%的用户覆盖率仍有较大差距，市场空间广阔。

东南亚、欧盟、巴西等国家和地区的网络连接需求高潮，以及数字基础设施建设投资规模持续扩大，将进一步刺激光纤光缆需求增加。据海关数据显示，我国光缆出口量从2019年的79.8亿米增加至2021年的105.1亿米；据Reports and Data最新报告，2030年全球光纤市场规模将达到111.8亿美元，预测期间CAGR有望达到9.3%。

图 27: 2015-2021 年我国光纤光缆出口量和出口价格（单位：万吨，亿美元）



资料来源：中国海关，长城证券研究院

### 4.2 5G 布局与千兆网建设赋能，移动互联网放量将至，光纤光缆行业发展向好

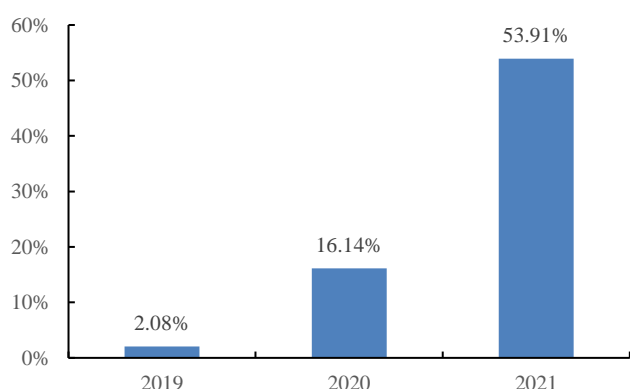
**5G 网络布局建设平稳推进，国内基站增建蓄势待发，有望推动光纤光缆行业发展：**工信部数据显示，2021 年，全国移动通信基站总数达 996 万个，全年净增 65 万个。其中 4G 基站达 59 万个，5G 基站为 142.5 万个，全年新建 5G 基站超 65 万个。

2022 年 11 月，工信部印发的《“十四五”信息通信行业发展规划》指出，到 2025 年，每万人拥有 5G 基站数达到 26 个。以此计算，2025 年国内 5G 基站目标数约为 366.6 万座，这意味着在近 4 年需要新建至少 224 万个基站以完成目标，市场空间广阔。

光纤光缆是 5G 信息传输网络的重要基石，这是因为 5G 基站的接入、回传均需要用到光纤资源。5G 网络建设有序推进有望带来增量市场，进一步推动光纤市场的发展。此外，国内 5G 规模建设将采用独立组网的模式，市场需求可观，亦有利于光纤光缆行业发展。

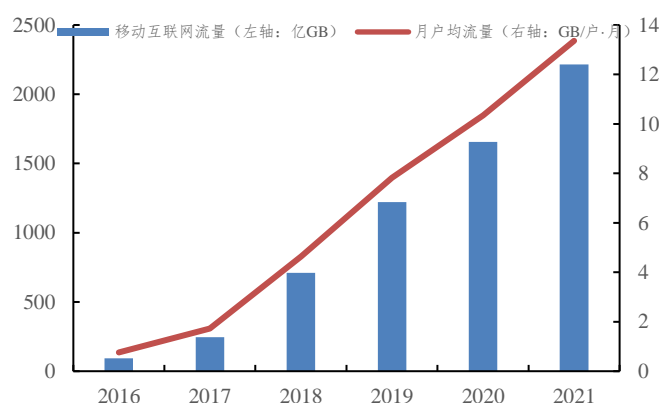
**千兆光纤网络建设加快推进，渗透率快速提升：**工信部数据显示，截至 2021 年底，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达 5.36 亿户，全年净增 5224 万户。其中，千兆及以上接入速率的用户为 3456 万户，同比增长 440%，比上年末净增 2816 万户，在本年净增的固定互联网宽带接入用户数中占比已达 53.91%，千兆光纤网络呈快速发展的趋势。2021 年 11 月，工信部印发的《“十四五”信息通信行业发展规划》指出，到 2025 年，千兆宽带用户数达到 6000 万，五年复合增速超 58%，千兆网渗透率有望进一步提升。

图 28: 新增千兆固定宽带占新增宽带比例 (%)



资料来源：公司 2021 年年报，长城证券研究院

图 29: 近 6 年移动互联网流量及月户均流量情况



资料来源：GWEC，长城证券研究院

**移动互联网放量时代将至，刺激网络扩容和升级：**据工信部统计，2021 年我国移动互联网接入流量达 2216 亿 GB，同比增长 33.9%。其中，手机上网流量达到 2125 亿 GB，比上年增长 35.5%，在移动互联网总流量中占比为 95.9%。全年移动互联网月户均流量 (DOU) 达 13.36GB/户·月，比上年增长 29.2%；12 月当月 DOU 达 14.72GB/户，创历史新高。据 Statista 预测，中国数据流量到 2025 年有望保持年均 30% 的增长并最终达到 48.6ZB，存在明显增长空间。

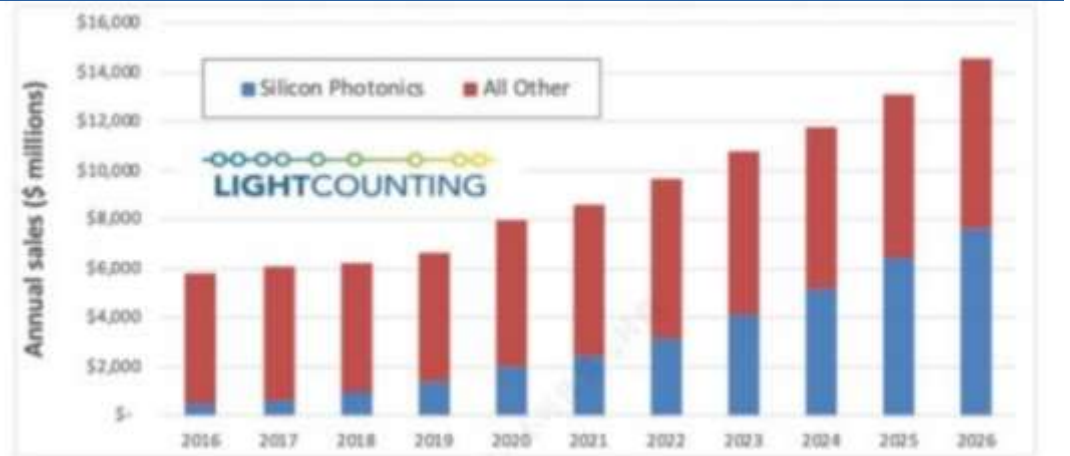
**“双千兆”计划落实在即，大容量高速率光传输系统和新型光纤光缆需求旺盛：**2021 年 3 月工信部印发《“双千兆”网络协同发展行动计划 (2021-2023 年)》，该“双千兆”计划提出，为提升骨干传输网络综合承载能力，要给基础电信企业持续扩容骨干传输网络提供政策支持，鼓励在新建干线中采用新型超低损耗光纤，加速推进新建干线骨干网 200/400Gbps 超高速、超大容量传输系统建设。光纤光缆作为光通信网络的重要传输通道，网络质量的好坏一定程度上取决于其性能。我们认为，在未来大容量高速率光传输系统的发展要求下，新型光纤光缆市场需求旺盛，具有较好的发展前景。

### 4.3 云厂商资本投入持续攀升，刺激光模块需求高企

据 Dell'Oro Group 预测，头部云厂商资本开支将在 2022 年进入扩张周期，前 4 大云服务提供商（亚马逊，谷歌，Meta 和微软）资本投入持续攀升，其数据中心资本支出将超过 200 亿美元，全球数据中心资本支出也将同比增长 17%。光模块是光电信号的关键转换设备，构成元宇宙虚拟空间与真实空间之间流量转换的核心硬件基础，随着元宇宙建设浪潮的兴起，光模块市场需求有望搭上行业“顺风车”充分受益。据 LightCounting 统计，2020 年全球光模块市场达到 80 亿美元，预计在 2026 年达到 145 亿美元，其中，400G/800G 高速光模块的销量将占到 60%。

当前，随着硅光方案逐渐成熟和商业化部署，产业内部将迎来新一轮技术迭代周期。硅光子技术架构有助于以更低成本实现更高的光电传输产能、支持数据中心以更低能耗保证信息传输可靠性，拓展多元功能嵌入方式，从而满足未来超大体量数据传输需求。据 LightCounting 统计，2020 年硅光市场规模大约在 20 亿美元左右，预计 2026 年硅光市场规模将接近 80 亿美元，硅光市场份额有望从 25% 提至 50% 以上。

图 30：硅光模块相关市场销量预测



资料来源：LightCounting、长城证券研究院

### 4.4 位居光纤光缆行业龙头，公司为光网络建设与集成提供全产业链解决方案

**公司位居光纤光缆行业龙头，为光网络建设与集成提供全产业链解决方案：**根据《2020 年全球光纤光缆最具竞争力企业 10 强》榜单评选结果显示，亨通光电居于全球第三。公司的光网络与系统集成业务主要包括光棒、光纤、光缆、光器件的研发、生产和销售，通信工程设计、施工、总承包，以及通信运营服务。公司光棒产能丰富、自给率高，这有助于公司在新一代绿色光纤预制棒自主技术上发挥成本优势，提高规模效应，持续提升通信网络业务市场竞争力。

**表 10: 亨通光电公司近三年在运营商普通光缆集采中标份额及排名**

运营商	公司	2019-2020		2020-2021		2021-2022	
		中标份额	厂商排名	中标份额	厂商排名	中标份额	厂商排名
中国移动	长飞光纤	4.39%	4/13	19.44%	1/14	19.96%	1/14
	中天科技	15.81%	2/13	2.20%	5/14	11.97%	4/14
	<b>亨通光电</b>	<b>13.55%</b>	<b>3/13</b>	<b>13.61%</b>	<b>3/14</b>	<b>13.97%</b>	<b>3/14</b>
	富通通信	3.66%	5/13	15.56%	2/14	15.96%	2/14
	烽火通信	22.58%	1/13	9.72%	4/14	8.14%	5/14
中国电信	长飞光纤	-	2/25	-	3/22	-	3/20
	中天科技	-	4/25	-	1/22	-	1/20
	<b>亨通光电</b>	-	<b>3/25</b>	-	<b>4/22</b>	-	<b>2/20</b>
	富通通信	-	1/25	-	2/22	-	4/20
	烽火通信	-	5/25	-	5/22	-	5/20

资料来源: 中国移动招标网、中国电信招标网、长城证券研究院整理

**光缆集采量价齐升，公司集采份额稳步提高，有望享受行业上行红利：**中国移动 2021-2022 年普通光缆集采规模达 1.42 亿芯公里，同比增长约 20%。价格方面，中国移动光缆均价从 2020 年 42.45 元上升至当前 63.95 元/芯公里，同比上涨 50.64%，中国电信光缆均价从 2020 年 48.23 元上升至当前 72.40 元/芯公里，同比上涨 50.11%，运营商集采价格回暖带动公司光网络板块盈利能力提升。此外，公司的集采中标份额稳定，2018-2021 中国移动和中国电信普通光缆的集中采购中，公司中标份额均位居前三。

**表 11: 中国移动和中国电信普通光缆集采厂商中标单价**

中标公司	中国移动			中国电信		
	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2019-2020	2020-2021	2021-2022
长飞光纤	61.82	39.23	64.37	68.37	51.07	76.31
中天科技	59.24	46.44	66.20	67.04	48.32	75.81
<b>亨通光电</b>	<b>60.70</b>	<b>39.16</b>	<b>64.58</b>	<b>68.37</b>	<b>51.73</b>	<b>75.10</b>
富通通信	60.70	39.37	64.89	64.23	50.10	76.65
烽火通信	57.54	44.27	65.00	67.05	51.22	75.65
<b>平均价格</b>	<b>59.00</b>	<b>42.45</b>	<b>63.95</b>	<b>64.85</b>	<b>48.23</b>	<b>72.40</b>

资料来源: 中国移动招标网、中国电信招标网、长城证券研究院整理

**高速光模块产品矩阵进一步丰富，当选国家重点研发计划项目唯一提供商：**继 2021 年成功发布量产版 400GQSFP-DDDR4 硅光模块，并在 2021OFC 光纤通讯展览会上发布并展示了基于 EML 的 800GQSFP-DDDR8 光模块后，公司在 2022OFC 光纤通讯展览会上发布并现场演示了 800GQSFP-DD2×FR4 光模块，自此，公司进一步丰富了其 400G 和 800G 高速光模块系列产品，待客户评估结束后将积极推动其量产化工作。

此外，公司在 5G 通信与数通领域实现多个前沿技术突破，入选中国电信国家重点研发计划“T 比特级超长跨距光传输系统关键技术研究与应用示范”建设工程(400G 高速光模块、100G 高速光模块)项目和“低功耗高集成度高性能 100G 光传输系统研究与应用示范”建设工程(100G、400G 高速光模块)项目，成为这两个项目高速光模块唯一提供商。

图 31: 量产版 400G QSFP-DD DR4 硅光模块



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

图 32: 800G QSFP DD800 DR8 可插拔光模块



资料来源: 公司官网, 长城证券研究院

## 5. 智能电网传输：政策导向与产业景气双向利好，公司电力电缆基本盘稳固

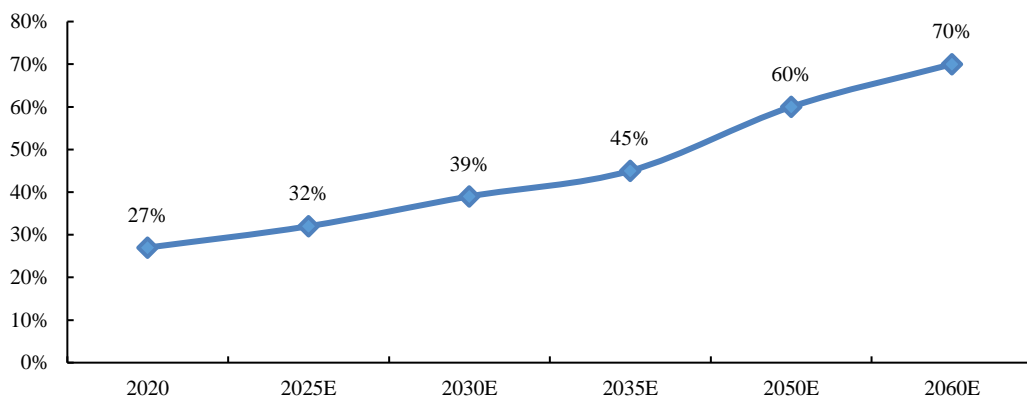
### 5.1 双碳目标推动终端能源消费转型，国内电线电缆市场景气度高

#### 5.1.1 双碳目标推动终端能源消费转型，电能消费占比预期提升。

双碳目标推动电能逐步替代其他能源成为主要终端能源消费类型，刺激电网投资建设进程加速。据中电联数据显示，我国电力消费规模在近年来增长趋势明显，2011 年全社会用电量 4.69 万亿千瓦时，2021 年全社会用电量 8.31 万亿千瓦时，可见十年期间我国电力消费规模近乎翻倍；预计 2022 年全社会用电量将进一步增加至超过 8.7 万亿千瓦时，同比增长超过 5%。

据国家电网《“碳达峰、碳中和”行动方案》，2020 年我国电能占终端能源消费比重达到 27%；为实现碳达峰、碳中和目标，预计 2060 年电能占终端能源消费比重将达到 70% 左右。总体来看，电能将逐步成为最主要的能源消费品种，取代煤炭在终端能源消费中的主导地位。

图 33: 我国电能占终端能源消费占比



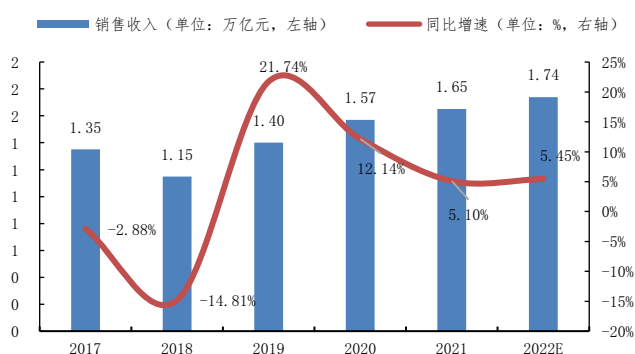
资料来源: 国家电网《“碳达峰、碳中和”行动方案》, 长城证券研究院整理

### 5.1.2 智能电网和特高压建设稳步推进，有望推动国内电线电缆市场高速发展

近年来，我国电线电缆行业收入呈持续增长态势，一方面得益于我国电力传输、轨道交通、汽车等下游行业的发展，另一方面受益于特高压输电建设和电网改造的政策支持。我们认为，随着智能输配电网建设与特高压网架建设投资支出的不断加大，我国电线电缆行业市场景气度高，有望得到高速发展。

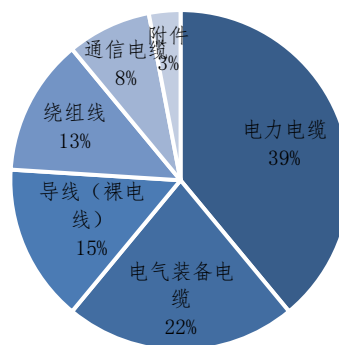
数据显示，2017年-2020年我国电线电缆销售收入总体呈波动增长态势，2021年中国电线电缆行业销售收入达到1.65万亿元，同比增长5.10%。预计2022年我国电线电缆销售收入将达1.74万亿元，同比增长5.45%。

图 34: 我国电线电缆销售收入及增速



资料来源：电线电缆网，长城证券研究院

图 35: 2021年我国电线电缆细分市场结构占比



资料来源：华经产业研究院，长城证券研究院

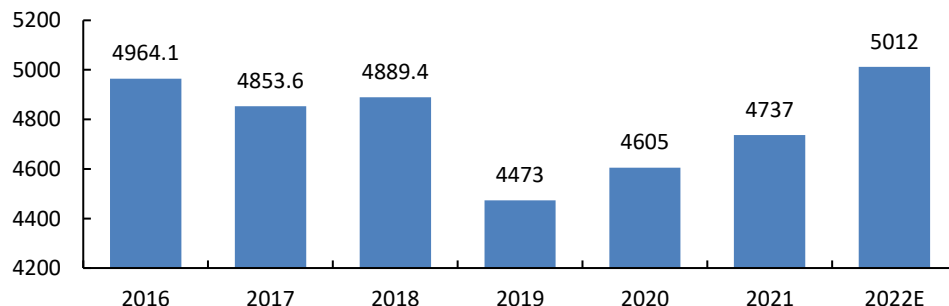
依用途分类，我国电线电缆产品可分为电力电缆、电气装备电缆、导线（裸电线）、绕组线、通信线缆、附件等五大类。其中，据2021年最新数据显示，目前电力电缆应用范围最为广泛，占总市场规模39%；电气装备用电缆次之，占比22%；导线（裸电线）、绕组线、通信电缆、附件的占比分别为15%、13%、8%、3%。

## 5.2 智能电网传输建设加速，公司加大研发力度打造多维产品线和丰富产品矩阵

### 5.2.1 电网工程投资建设稳步推进，智能电网传输建设加速布局

用电量需求的逐年增加将进一步拉动电网工程投资建设。据国家电网预计，2022年电网投资总额将突破5000亿元（达到5012亿元），创历史新高。同时，十四五规划期间，国家电网和南方电网规划电网建设投资额合计接近3万亿元，较“十三五”时期增加约3000亿元，我国电网建设投资额预期保持稳步增长。

图 36: 我国历年电网投资额（单位：亿元）

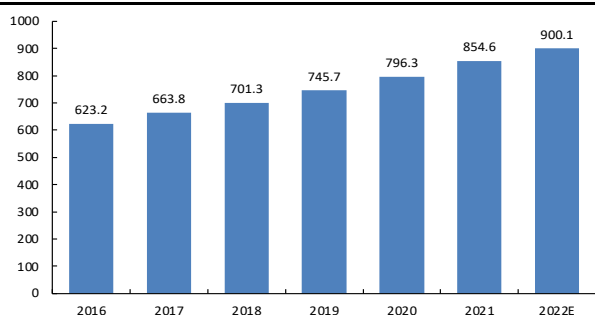


资料来源：国家电网，长城证券研究院

智能电网传输建设加速，占电网总投资比例逐年增加。我国 2016 年智能电网行业市场规模为 623.2 亿元，截止至 2021 年，市场规模带 854.6 亿元，同比 2020 年增长 7.32%。据预测，2022 年市场规模有望突破 900 亿元。

智能电网投资规模扩大，2009-2020 年国家电网总投资 3.45 万亿元，其中智能化投资 3841 亿元，占电网总投资的 11.10%。第一阶段电网总投资 5510 亿元，智能化投资为 341 亿元，占电网总投资的 6.2%；第二阶段电网总投资 15000 亿元，智能化投资为 1750 亿元，占电网总投资的 11.70%；第三阶段电网总投资 14000 亿元，智能化投资为 1750 亿元，占电网总投资的 12.50%。

图 37: 中国智能电网行业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 华经产业研究院, 长城证券研究院

图 38: 2009-2020 年智能电网投资情况 (单位: 亿元)

2009-2020年智能电网投资情况 (单位: 亿元)				
类型	第一阶段 (2009-2010年)	第二阶段 (2011-2015年)	第三阶段 (2016-2020年)	合计
电网投资	5510	15000	14000	34510
年均电网投资	2755	3000	2800	8555
智能化投资	341	1750	1750	3841
年均智能化投资	171	350	350	871
智能化投资占 电网总投资比	6.20%	11.70%	12.50%	11.10%

资料来源: 华经产业研究院, 长城证券研究院

### 5.2.2 电网建设政策利好，促进智能电网行业景气升温

随着“十四五”规划的逐步实施，我国已经在推动能源消费革命的电能替代化石能源方面、在推动能源供给革命的多能互补微电网建设方面、在推动能源体制革命的电力市场建设等方面积累了丰富的项目经验和成果，同时还出台了一系列政策鼓励智能电网行业发展，我们认为，未来行业将迎来重大发展机遇。

表 12: 我国智能电网行业最新政策汇总一览表

日期	政策名称	内容
2022.3	《“十四五”新型储能发展实施方案》	坚持优化新型储能建设布局，推动新型储能与电力系统各环节融合发展。在电网侧，因地制宜发展新型储能，在关键节点配置储能提高大电网安全稳定运行水平。
2022.3	《2022 年能源工作指导意见》	加快能源系统数字化升级。积极开展煤矿、油气田、管网、电网、电厂等领域设备设施的智能化升级。推动分布式能源、微电网、多能互补等智慧能源与智慧城市、园区协同发展。
2022.1	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	大力推进高比例容纳分布式新能源电力的智能配电网建设，鼓励建设源网荷储一体化，多能互补的智慧能源系统和微电网。
2021.3	《中华人民共和国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》	加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力。
2021.2	《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》	着力构建清洁低碳、安全高效的能源体系，提升能源清洁利用水平和电力系统运行效率，贯彻新发展理念，更好地发挥源网荷储一体化和多能互补在保障能源安全中的作用，积极探索实施路径。
2020.12	《新时代的中国能源发展》白皮书	系统介绍了中国十八大以来中国推进能源革命的历史性成就，全面阐述了新时代新阶段中国能源安全发展战略的主要政策和重大举措，旨在让国内外全面了解中国能源政策和发展情况。
2020.3	《关于加快建立绿色生产和消费法规政策体系的意见》	加大对分布式能源、智能电网、储能技术、多能互补的政策支持力度，研究制定氢能、海洋能等新型能源发展的标准规范和支持政策。

资料来源: 中商产业研究院, 长城证券研究院整理

### 5.2.3 公司拥有完整智能电网传输产业链，致力打造多维产品线和丰富产品矩阵

公司作为国内智能电网产业联盟发起单位，上游的自有铜材加工和铜导体产品业务，可基本满足自身生产需求，为智能电网领域系统提供解决方案，包括：超高压特高压（500kV-1100kV）导线系统解决方案、高压超高压（66kV-500kV）海陆缆系统解决方案、中压（10kV-35kV）海陆缆系统解决方案、智能楼宇（1kV-10kV）系统解决方案等；并提供智能电网工程咨询、规划、设计、施工等 EPC 总包服务。

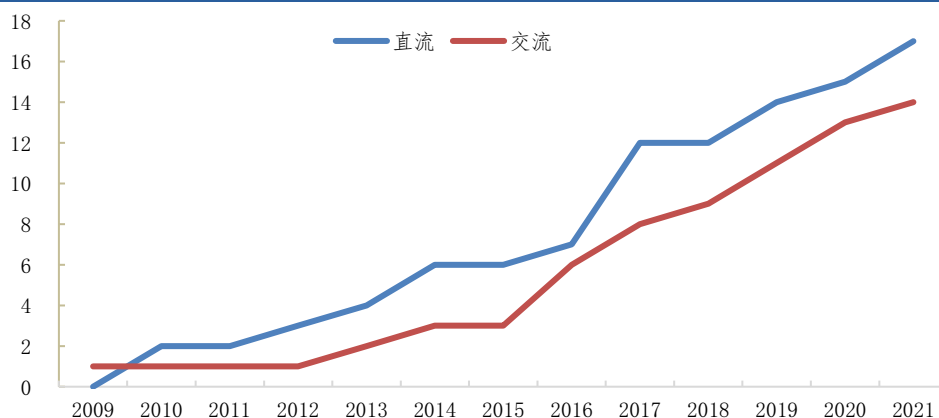
此外，公司持续强化在高压电力传输领域的市场地位和服务能力，建立了国内规模最大的超高压测试研发中心，配置超高压直流耐压测试系统、超高压串联谐振局放耐压测试系统等全套带载试验能力，这些都标志着公司具备目前国内外最高电压等级（1000kVAC/±1100kVDC）电缆系统电气型式试验的超级试验验证能力。

## 5.3 特高压建设迎来新一轮热潮，公司积极布局新赛道寻求第二成长曲线

### 5.3.1 新兴产业需求催生特高压建设迎来新一轮热潮

国务院发布的“碳达峰”方案提出，到 2025 年非化石能源消费比重达到 20%左右，到 2030 年非化石能源消费比重达到 25%左右。随着新能源装机量的不断增加，特高压电网已作为能源运输“主动脉”，其建设意义重大。“十四五”期间，国家电网围绕新能源大基地项目规划建设特高压工程“24 交 14 直”，线路总长度 3 万公里，总投资 3800 亿元，比“十三五”期间多了 1000 亿。其中，2022 年计划开工“10 交 3 直”共 13 条特高压线路，创历年开工数新高。我们认为，特高压核准和建设正进入加速阶段，有望迎来新一轮建设热潮。

图 39: 2009-2021 年我国特高压建设数量（条）



资料来源：公司 21 年年报，长城证券研究院

特种线缆相比普通线缆，具有技术含量更高、使用条件更复杂、附加值更高等特点，在特定性能上技术指标更为优越。目前，特种电缆需求覆盖面广泛，分布于轨道交通、清洁能源、航空航天、新能源汽车及充电桩等领域，支撑着战略性新兴产业和高端制造业的大力发展，这也使特种电缆迎来了新的历史机遇。据前瞻产业研究院预测，2023 年我国特种电缆的销售收入将达到 7000 亿元左右。

### 5.3.2 公司深化特种电缆转型，细分领域精益求精，寻找新兴赛道增长点

在电力特种产品方面，公司除了保持在智能电网市场持续发力以外，重点利用特种电缆特性深耕这一细分领域，积极布局智慧城市、智慧建筑、智慧铁路及新能源方向，寻求新兴赛道增长点。

表 13: 智能电网在新赛道的积极应用

细分赛道	产品内容
智慧城市	通过采用物联网、云计算等技术，建设一个统一的平台（智慧社区服务系统）、一套移动终端（社区服务云平台）整合社区资源
智慧建筑	推出（B）OPMC、（B）OPLC 等系列产品，是以实现电力光纤到户为基础，推出复合型、节能、环保线缆产品，来满足现代住宅小区智能、环保建设用线的需求，为现代家庭的信息、智能化发展提供基础
智慧铁路	推出适应轨道交通用的线缆产品及解决方案，产品已成功运行于京沪高铁、哈大高铁、郑徐高铁、苏州地铁、南京地铁等国内多条主流高铁和轨道交通线路，同时批量出口日本、韩国、巴西、印度等海外市场
新能源汽车	提供新能源汽车线缆、线束、连接器、配电箱、充电桩、电机、电控等相关产品，以及充电桩研发、充电网络建设、运营和服务

资料来源：公司官网、长城证券研究院

## 6. 盈利预测

### 6.1 关键假设

结合光电行业发展前景，对公司未来三年各板块业务预测如下：

**光通信：**棒纤缆占该业务比重较大，2022 年主要受益于国内运营商集采量价齐升，预计 2022 年 Q1 起将按照新的价格执行交付，整体毛利率与营收水平将有较大的提升。

**智能电网：**该业务主要为公司电缆电线产品，过去一直保持持续稳健增长态势。我们认为，2022 年起该业务将受益于“十四五”政策下国家五大电网加码持续的电网建设投入。

**海洋能源&通信：**该业务主要包括海洋能源和海洋通信两大业务领域。其中，海洋能源业务预计受到 2022 年平价的影响相对较小，毛利率虽稍有回落，但整体产能利用及规模预计保持稳健发展；海洋通信业务则有望受益于全球第四轮海底通信系统规模建设浪潮。

工业智能、铜导体和其他主营收入（智慧城市业务），历年经营情况看毛利率水平和营收规模增长都为稳定。

### 6.2 盈利预测

基于公司业务布局，我们预计亨通光电 2022-2024 年营业收入达到 48.3/56.4/65.2 亿元，同比增速分别为 17.2%/16.7%/15.6%；预计归母净利润分别为 18.65/23.71/29.41 亿元，EPS 分别为 0.79/1.00/1.24 元。

**表 14: 亨通光电主营业务营收情况 (单位: 百万元)**

报告期	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入:</b>	<b>41271.16</b>	<b>48351.067</b>	<b>56441.089</b>	<b>65241.244</b>
YoY (%)	27.44%	17.15%	16.73%	15.59%
毛利率 (%)	15.95%	22.27%	22.28%	21.73%
<b>海洋电力与通信:</b>	<b>5752.31</b>	<b>6212.495</b>	<b>6833.744</b>	<b>7482.950</b>
YoY (%)	73.56%	8.00%	10.00%	9.50%
毛利率 (%)	47.11%	45.00%	43.00%	42.00%
<b>光网络:</b>	<b>6251.99</b>	<b>6251.99</b>	<b>8127.587</b>	<b>9590.553</b>
YoY (%)	4.82%	4.82%	30.00%	18.00%
毛利率 (%)	15.21%	22.00%	25.00%	25.00%
<b>智能电网:</b>	<b>16994.61</b>	<b>19883.694</b>	<b>23661.596</b>	<b>27920.683</b>
YoY (%)	30.09%	17.00%	19.00%	18.00%
毛利率 (%)	13.34%	14.00%	14.00%	14.00%
<b>工业智能控制:</b>	<b>3022.52</b>	<b>3627.024</b>	<b>4279.888</b>	<b>4921.872</b>
YoY (%)	63.56%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率 (%)	14.65%	15.00%	15.00%	12.00%
<b>铜导体:</b>	<b>6846.09</b>	<b>7736.082</b>	<b>8896.494</b>	<b>10230.968</b>
YoY (%)	14.25%	13.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	1.05%	1.20%	1.20%	1.20%
<b>其他:</b>	<b>2403.64</b>	<b>2764.186</b>	<b>3178.814</b>	<b>3655.636</b>
YoY (%)	9.20%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	5.90%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源: iFinD, 长城证券研究院

## 6.3 投资建议

基于亨通光电的业务布局, 我们选取东方电缆、中天科技、长飞光纤、宝胜股份作为可比公司。海洋能源&通信业务占比较大, 因此选取海洋电力同样占比较高龙头企业: 东方电缆、中天科技; 光通信在光纤光缆业务上参考行业龙头公司长飞光纤; 综合考虑智能电网和工业智能业务参考宝胜股份。

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 18.65/23.71/29.41 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 22/17/14 倍, 鉴于公司所处光电行业发展景气度高, 未来业绩有望实现高速增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表 15: 可比公司估值 1 (数据截止至 2022.11.16)**

代码	公司简称	股价/元	EPS		
			2022E	2023E	2024E
603606.SH	东方电缆	74.40	1.65	2.78	3.50
600522.SH	中天科技	20.28	1.05	1.34	1.61
601869.SH	长飞光纤	35.67	1.50	1.90	2.32
600973.SH	宝胜股份	4.97	0.20	0.41	0.56
	平均		<b>1.10</b>	<b>1.61</b>	<b>2.00</b>
<b>600487.SH</b>	<b>亨通光电</b>	17.22	<b>0.79</b>	<b>1.00</b>	<b>1.24</b>

资料来源: 同花顺, 长城证券研究院

备注: 除亨通光电外, 其余采用 IFind 一致预测

表 16: 可比公司估值 2 (数据截止至 2022.11.16)

代码	公司简称	总市值/亿元	22 归母净利润/亿元	PE		
				2022E	2023E	2024E
603606.SH	东方电缆	511.66	11.41	45.18	26.77	21.25
600522.SH	中天科技	692.15	35.70	19.45	15.11	12.64
601869.SH	长飞光纤	189.14	11.33	23.86	18.82	15.36
600973.SH	宝胜股份	68.16	2.64	25.49	12.12	8.88
	平均			<b>28.50</b>	<b>18.21</b>	<b>14.53</b>
<b>600487.SH</b>	<b>亨通光电</b>	414.34	<b>18.65</b>	21.81	17.16	13.83

资料来源: 同花顺, 长城证券研究院

备注: 除亨通光电外, 其余采用 IFind 一致预测

## 7. 风险提示

- **上游原材料价格浮动风险:** 铜、铝、钢等大宗商品占电缆、光缆产品成本结构比重较大, 作为原材料价格波动较大, 若原材料成本上升, 可能会进一步缩减公司各项业务的盈利空间, 对公司的快速发展带来影响。
- **光纤光缆需求不及预期风险:** 全球光纤光缆市场相对成熟, 虽然目前行业景气度逐渐回暖, 但是仍存在需求不及预期的风险。
- **国际贸易格局变化风险:** 跨海洋通信系统项目的实施需要各国政府及当地运营商的协同配合, 当期国际局势和疫情情况复杂, 可能会对项目的开展和交付带来不利影响。
- **市场竞争加剧风险:** 虽然海电缆、海光缆的技术壁垒较高, 不排除有新的进入者导致竞争加剧, 存在新进入者竞争加剧导致行业利润下行的风险。

## 7.1 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2022A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	32384.14	41271.17	48351.07	56441.10	65241.25	<b>成长性</b>					
营业成本	27072.76	34687.59	37582.59	43864.77	51063.20	营业收入增长	8.42%	27.44%	17.15%	16.73%	15.59%
销售费用	940.68	1135.74	2108.11	2325.37	2740.13	营业成本增长	10.48%	28.13%	8.35%	16.72%	16.41%
管理费用	1112.34	1369.57	1856.68	2229.42	2524.84	营业利润增长	-11.40%	24.35%	43.67%	28.12%	20.14%
研发费用	1214.66	1604.17	2098.44	2494.70	3020.67	利润总额增长	-15.86%	29.67%	37.02%	29.80%	21.20%
财务费用	679.68	506.86	1092.73	1377.16	1650.60	归母净利润增长	-22.05%	35.28%	29.83%	27.14%	24.03%
其他收益	325.02	297.31	-224.20	-147.44	35.40	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	-23.99	-7.89	-142.00	-57.96	-33.40	毛利率	16.40%	15.95%	22.27%	22.28%	21.73%
营业利润	1374.23	1708.84	2455.01	3145.26	3778.59	销售净利率	4.24%	4.14%	5.08%	5.57%	5.79%
营业外收支	-34.29	28.65	-74.34	-55.27	-33.65	ROE	4.97%	6.40%	7.29%	8.76%	9.88%
利润总额	1339.94	1737.49	2380.67	3090.00	3744.94	ROIC	2.28%	8.80%	11.84%	56.49%	18.63%
所得税	180.93	159.54	412.81	525.92	574.47	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	97.25	141.65	103.12	193.22	229.88	管理费用/营业收入	2.90%	2.75%	4.36%	4.12%	4.20%
归母净利润	1061.76	1436.30	1864.75	2370.86	2940.58	销售费用/营业收入	3.43%	3.32%	3.84%	3.95%	3.87%
						研发费用/营业收入	3.75%	3.89%	4.34%	4.42%	4.63%
						财务费用/营业收入	2.10%	1.23%	2.26%	2.44%	2.53%
						投资收益/营业利润	-1.75%	-0.46%	-5.78%	-1.84%	-0.88%
						所得税/利润总额	13.50%	9.18%	17.34%	17.02%	15.34%
						应收账款周转率	2.90%	2.75%	4.36%	4.12%	4.20%
						存货周转率	6.78	8.24	8.91	9.21	9.32
						流动资产周转率	1.09	1.20	1.38	1.68	1.70
						总资产周转率	0.72	0.82	0.95	1.15	1.23
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	51.86%	53.01%	0.46	0.40	0.44
						流动比率	1.54	1.51	1.65	1.96	1.88
						速动比率	1.31	1.29	1.37	1.57	1.55
						<b>每股指标 ( 元 )</b>					
						EPS	0.55	0.61	0.79	1.00	1.24
						每股净资产	8.31	8.63	9.75	10.63	11.73
						每股经营现金流	0.67	0.57	9.31	-5.71	9.17
						每股经营现金/EPS	1.22	0.94	11.80	-5.69	7.37
						<b>估值</b>					
						PE	31.31	28.23	21.81	17.16	13.83
						PEG	1.03	1.08	1.59	0.57	0.53
						PB	2.07	1.99	1.77	1.62	1.47
						EV/EBITDA	10.78	11.04	4.77	6.55	3.01
						EV/SALES	1.11	0.96	0.50	0.71	0.32
						EV/IC	1.57	1.60	3.66	1.63	2.58
						ROIC/WACC	1.15	1.16	1.56	7.44	2.45
						REP	1.36	1.38	2.34	0.22	1.05
<b>资产负债表</b>	<b>( 百万 )</b>										
流动资产	32819.69	36000.46	33831.16	33529.38	43242.90						
货币资金	9727.83	10248.32	21754.74	5917.83	25250.48						
应收票据及应收账款合计	10673.36	15464.74	203.92	16947.90	3800.43						
其他应收款	682.67	537.61	60.00	60.00	60.00						
存货	4862.06	5152.86	5704.33	6553.43	7449.23						
非流动资产	15665.04	16456.94	15805.50	15015.29	13985.53						
固定资产	7625.25	6955.43	7403.45	7125.30	6674.74						
资产总计	48484.72	52457.39	49636.66	48544.68	57228.43						
流动负债	21294.03	23888.00	20549.09	17138.32	23020.14						
短期借款	7518.73	7993.71	0.00	0.00	0.00						
应付款项	4359.55	5906.77	3712.08	5569.91	6399.38						
非流动负债	3848.74	3919.34	2083.75	2126.51	2105.13						
长期借款	1850.51	1750.07	0.00	0.00	0.00						
负债合计	25142.77	27807.34	22632.83	19264.83	25125.27						
股东权益	23341.95	24650.05	27003.82	29279.85	32103.16						
股本	2362.19	2362.21	2362.21	2362.21	2362.21						
留存收益	17666.54	19026.27	20668.15	22750.95	25344.38						
少数股东权益	3351.05	3880.66	3973.46	4166.69	4396.57						
负债和权益总计	48484.72	52457.39	49636.66	48544.68	57228.43						
<b>现金流量表</b>	<b>( 百万 )</b>										
经营活动现金流	1612.39	1375.95	22408.51	-13748.27	22064.57						
其中营运资本减少	19.66	-1274.35	17984.06	-19056.98	15556.91						
投资活动现金流	-2359.54	-1636.37	-379.43	-459.45	-716.15						
其中资本支出	535.12	895.57	1335.57	1142.94	1186.05						
融资活动现金流	2296.97	-28.71	-10286.44	-1629.19	-2015.78						
净现金总变化	1549.81	-289.14	11742.64	-15836.90	19332.64						

## 研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

### 公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

### 行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

## 长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

