

买入

亨通光电（600487.SH）

拟分拆亨通海洋光网上市，加强全球市场布局

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 通信 · 通信设备

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：马成龙	021-60933150	machenglong@guosen.com.cn	执证编码：S0980518100002
证券分析师：付晓钦	0755-81982929	fuxq@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120003

事项：

公司公告：

公司发布《关于筹划亨通海洋通信及智慧城市业务分拆上市的提示性公告》，拟分拆控股子公司江苏亨通海洋光网系统有限公司（以下简称“亨通海洋光网”）至境内证券交易所上市。根据公司公告，2021年度亨通海洋光网的净利润占亨通光电净利润低于10%，本次分拆上市亨通海洋光网拟增发不低于10%的股份，分拆后公司仍将保持对上市公司的控制权。

国信通信观点：

亨通海洋光缆主要从事海洋通信（含海洋观测）产品及集成服务，是全球稀缺的可以提供跨洋海缆通信工程建设服务厂商之一，重点服务于全球跨洋海缆项目建设。公司本次拆分海洋光网独立上市并计划融资不超过10%比例有助于进一步打开公司的融资渠道，上市完成后预计公司持有亨通海洋股权比例不低于63%，仍保持控制权。通过引入更好的融资渠道有望进一步助力公司上述板块的业务发展。

我们看好亨通光电的海洋板块壁垒以及能源互联业务上的技术优势，考虑到公司英国洛克利硅光子股价下滑带来的公允价值变动损失22年接近2亿元，我们小幅下调盈利预测，原预计公司2022-2024年营收分别为470/543/613亿元，同比增速为14%/15%/13%；净利润为22/27/34亿元，同比增速为53%/24%/27%，调整后预计公司2022-2024年营收分别为470/543/613亿元，同比增速为14%/15%/13%；净利润为20/27/33亿元，同比增速为39%/33%/24%，对应PE为16/12/10倍。长期看好公司新老业务增长潜力，维持“买入”评级。

评论：

◆ 亨通海洋是全球稀缺的可以提供跨洋海缆通信工程建设服务厂商之一

亨通海洋光网及其子公司华海通信是全球稀缺的可以提供跨洋海缆通信工程建设服务厂商之一。目前全球99%的国际数据需要通过海底光缆进行传输，海底光缆作为国际间通信的重要手段，施工安装难度较大。以往有实力可以提供跨洋海缆通信工程建设服务的主要为ASN、SubCom、NEC。公司通过收购华为海洋，新增全球跨洋海缆通信网络建设业务，成为国内唯一全产业链布局公司。公司目前具备了海底光缆、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。

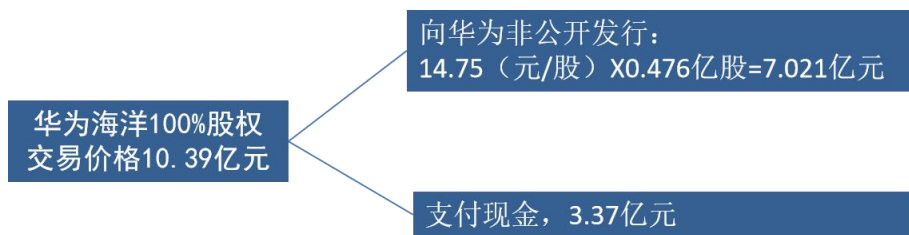
图1: 公司海洋通信业务产业链示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司收购华为海洋拥有海底光通信技术全方位解决方案。2019年6月, 亨通光电正式启动发行股份及支付现金收购华为海洋51%股份, 12月获得证监无条件通过, 整合完成后华为海洋正式更名为华海通信, 为亨通海洋控股子公司。

图2: 华为海洋100%股权收购方案



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

海外市场是公司重点布局和扩展的方向。收购完成后, 亨通整合了华为海洋的技术产品实力, 共同致力于PEACE跨洋海缆通信系统运营项目的实施。由亨通光电投资的PEACE跨洋陆地光缆, PEACE海缆系统将成为连接中国和非洲、中国和欧洲距离最短的海底光缆路由, 项目的实施主体为PeaceCable公司, 公司通过全资子公司Hengtong Submarine公司持有Peace Cable公司100%股权。本项目计算期12年, 其中建设期为33个月。

在建设进度方面2021年积极开展和推进相关海底光缆、设备生产制造和系统集成, 登陆站设备安装和测试、海上施工等工作。其中, 巴基斯坦-埃及-肯尼亚、埃及-法国两段预计将于2022年年中投入运营。市场营销上面, 公司利用现有国际化营销网络, 继续加强自主营销体系建设。积极开拓国内外运营商, 与国内外主流运营商签订业务合作或带宽销售协议, 并加大拓展力度。

截至2021年末, 公司签订了合计达7,000万美元的预售订单。该项目成功实施后将实现公司从海底光缆生产制造向海底光缆系统运营的延伸, 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

图3: PEACE 跨洋海缆通信系统运营项目线路图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司海底光缆多项技术领先，是国内唯一通过 5KM 水深国际海试企业。海底光缆要解决跨洋通信距离长、传输容量大、要求运行寿命长等特点，具有较高的技术壁垒，主要体现为超低的光/电损耗以及超水深的技术能力。现在海底光缆的生产加工技术海外厂商仍占据领先水平。现有国际海底光缆项目中以采用康宁、住友、OFS 等美日公司的光纤产品为主，而亨通光电作为国内极少数具有 5000 米水深测试企业，在海底光缆技术的生产上占据突出水平，跻身全球头部供应商之一。

表1: 公司海底光缆产品

类型	型号	特点	图例
无中继海底光缆	H0UC-1 系列(芯数: 1-24)	适用于无继系统、大容量、光传输系统， 最大应用水深 3000 米 ；投资少，建设速度快；安全稳定，抗干扰能力强；保密性能好；使用寿命长；	
	H0UC-2 系列(芯数: 1-96)	适用于无继系统、大容量、光传输系统， 最大应用水深 3000 米	
	H0UC-3 系列(芯数: 1-96)	适用于无继系统、大容量、光传输系统， 最大应用水深 3000 米	
有中继海底光缆	有中继海底光缆	适用于超大容量、 最大达 5000 米—8000 米水深光传输系统	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司具备全球顶级海洋通信全套设备生产交付能力。公司通过收购华为海洋，具有自主研发、设计并生产海缆通信网络系统全套水下设备能力，包括海底电路中继器、海底线路分支器、光均衡器、分插复用器等。华为海洋自主研发的长距离单跨技术，实现了海底光缆在无中继的情况下信号传输超过 400 公里，大幅降低了海缆的建设运营成本；退出的新型海底中继器等能够满足海底通信的高性能和高稳定性要求。

表 18：公司海底通信网络系统水下设备

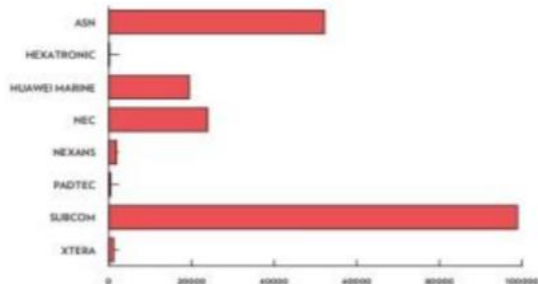
设备名称	样品图例	产品用途
海底线路中继器		用于长距离海底光传输系统中对衰减的光信号进行放大，来扩大网络传输的举例
海底线路分支器		用于长距离中高级海底光缆系统或更复杂的海地网络，作为光或电节点将三个不同的通信网络或终端站连接在一起
光均衡器		用于确保信号功率均匀地分布在信道中，从而可以满足所有信道的最小误码率要求
分插复用器		从传输光路中有选择地上下本地接收和发送某些长波信道，同时不影响其它波长信道的传输

资料来源：《海底通信光缆水下设备供电系统设计》，国信证券经济研究所整理

公司项目经验丰富，海底光缆交付里程数累计突破 50,000 公里，在手项目稳步推进和交付。截至 2021 年末，公司全球海底光缆交付里程数已累计突破 50,000 公里。项目经验包括菲律宾 CDSCN、SCIP-I Stage1、海南香港 H2HE、马代兰卡 MSC 等重点项目。其中，海南香港海缆快线是全球首个 16 纤对中继海底光缆系统，同时也是海南省首条国际海底光缆系统。

图4：按海底光缆公里数华为海洋排名全球第四

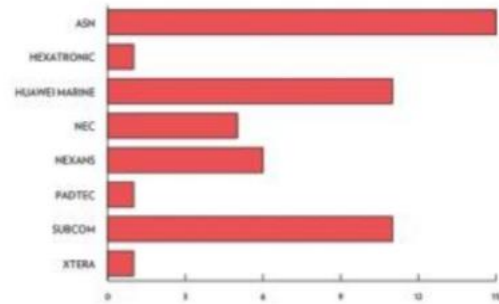
FIGURE 59: KMS OF CABLE PRODUCED BY SUPPLIER, 2017-2021



资料来源：STF Industry Report，国信证券经济研究所整理

图5：按过去 5 年系统部署数华为海洋排名第三

FIGURE 58: NUMBER OF SYSTEMS BY SUPPLIER, 2017-2021



资料来源：STF Industry Report，国信证券经济研究所整理

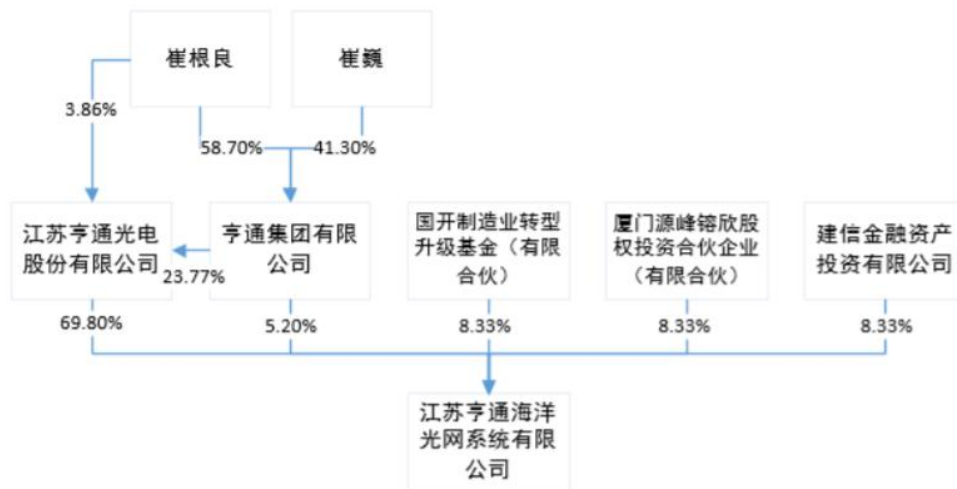
◆ 公司具有智慧城市解决方案设计、信息系统集成及项目管理能力

公司持续提升智慧城市解决方案设计、信息系统集成及项目管理能力。2021 年，公司进一步完善在全国的智慧城市业务布局，逐步建立了以东莞、深圳、天津为代表的业务根据地，深入建设全面的项目运作能力和解决方案能力，精耕细作。公司也同步关注和加强重点行业智慧解决方案的基础能力建设，明确了智慧城市、智慧园区、智慧交通三大行业方向，聚焦产品、解决方案及交付能力建设。

◆ 亨通光电持有亨通海洋光网比例约 70%，公开发行后预计持股比例不低于 63%

从股权结构上看，分拆上市前，亨通光电股份有限公司持有亨通海洋股权光网股权 69.8%，公司拟公开发行比例不超过 10%，预计分拆后亨通光电股份有限公司持有亨通海洋光网比例整体不低于 63%，仍然保持对子公司的控制权。

图6：亨通海洋光网的股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：考虑子公司股价变动影响，下调盈利预测，维持“买入”评级

我们看好亨通光电的海洋板块壁垒以及能源互联业务上的技术优势，考虑到公司英国洛克利硅光子公司股价下滑带来的公允价值变动损失 22 年接近 2 亿元，我们小幅下调盈利预测，原预计公司 2022-2024 年营收分别为 470/543/613 亿元，同比增速为 14%/15%/13%；净利润为 22/27/34 亿元，同比增速为 53%/24%/27%，调整后预计公司 2022-2024 年营收分别为 470/543/613 亿元，同比增速为 14%/15%/13%；净利润为 20/27/33 亿元，同比增速为 39%/33%/24%，对应 PE 为 16/12/10 倍。长期看好公司新老业务增长潜力，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表（截至 20230319）

代码	公司简称	股价 /元	总市值 /亿元	EPS				PE				PB (22E)	投资评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E		
603606.SH	东方电缆	47.50	326.66	1.36	1.73	1.94	2.63	34.9	27.5	24.5	18.1	5.95	无评级
600522.SH	中天科技	15.27	521.16	0.74	0.05	1.11	1.36	20.6	305.4	13.8	11.2	1.80	买入
601869.SH	长飞光纤	37.21	198.58	0.72	0.93	1.36	1.65	51.7	40.0	27.4	22.6	2.87	无评级
600973.SH	宝胜股份	5.11	70.08	0.16	-0.56	0.30	0.39	31.9	-9.1	17.0	13.1	1.87	无评级
	平均							34.8	90.9	20.7	16.2		
600487.SH	亨通光电	13.94	343.86	0.45	0.61	0.85	1.13	31.0	22.9	16.4	12.3	1.58	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：中天科技、亨通光电为国信证券经济研究所预测，其余为 Wind 一致预测

◆ 风险提示

公司盈利能力将受到铜、锂原材料价格波动影响，若原材料涨价将影响公司毛利率水平；海上风电装机不及预期；国内光纤光缆供给端产能放量增长，光纤光缆价格下降；竞争加剧等。

相关研究报告：

- 《亨通光电（600487.SH）-持续中标国内外海洋能源项目，助力业绩稳步提升》——2022-11-14
- 《亨通光电（600487.SH）-扣非净利润同环比增长，在手订单储备丰富》——2022-10-30
- 《亨通光电（600487.SH）-推出员工持股计划，注入长期增长动力》——2022-10-26
- 《亨通光电（600487.SH）-绥中项目第一中标候选人，海洋板块高景气》——2022-09-22
- 《亨通光电（600487.SH）-在手订单丰富，海风及光纤光缆催化高景气》——2022-09-05

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9728	10248	11312	11398	12513	营业收入	32384	41271	47021	54251	61268
应收款项	11353	15997	1197	1381	1559	营业成本	27073	34688	39528	44867	50251
存货净额	4862	5153	9262	10722	12004	营业税金及附加	116	133	169	1166	1287
其他流动资产	5214	4007	279	321	363	销售费用	941	1136	1317	1508	1685
流动资产合计	32820	36000	22645	24417	27035	管理费用	1112	1370	1290	1451	1617
固定资产	9791	9996	11089	12038	12362	研发费用	1215	1604	1834	2116	2389
无形资产及其他	1617	1678	1612	1545	1479	财务费用	680	507	217	(66)	(86)
投资性房地产	2789	3270	3270	3270	3270	投资收益	(24)	(8)	3	3	3
长期股权投资	1468	1513	1507	1502	1496	资产减值及公允价值变动	175	(169)	(70)	0	0
资产总计	48485	52457	40124	42773	45643	其他收入	(1239)	(1553)	(1834)	(2116)	(2389)
短期借款及交易性金融负债	9248	9786	500	300	200	营业利润	1374	1709	2599	3212	4128
应付款项	7564	9515	5323	6162	6899	营业外净收支	(34)	29	0	0	0
其他流动负债	4482	4588	4975	5753	6441	利润总额	1340	1737	2599	3212	4128
流动负债合计	21294	23888	10798	12215	13540	所得税费用	181	160	239	295	495
长期借款及应付债券	3436	3416	3186	3186	3186	少数股东损益	97	142	212	262	337
其他长期负债	413	503	452	401	350	归属于母公司净利润	1062	1436	2149	2655	3296
长期负债合计	3849	3919	3638	3588	3537	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	25143	27807	14436	15802	17076	净利润	1062	1436	2149	2655	3296
少数股东权益	3351	3881	3965	4069	4203	资产减值准备	2	(126)	(3)	(1)	(0)
股东权益	19991	20769	21723	22901	24364	折旧摊销	1169	1179	907	1119	1244
负债和股东权益总计	48485	52457	40124	42773	45643	公允价值变动损失	(175)	169	70	0	0
						财务费用	680	507	217	(66)	(86)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(1602)	(2189)	10561	(121)	(129)
每股收益	0.45	0.61	0.91	1.12	1.40	其它	12	189	87	105	134
每股红利	0.38	0.34	0.51	0.63	0.78	经营活动现金流	468	657	13771	3757	4545
每股净资产	8.46	8.79	9.20	9.69	10.31	资本开支	0	(747)	(2001)	(2001)	(1501)
ROIC	10%	11%	16%	28%	31%	其它投资现金流	(1308)	1067	0	0	0
ROE	5%	7%	10%	12%	14%	投资活动现金流	(1492)	275	(1995)	(1995)	(1495)
毛利率	16%	16%	16%	17%	18%	权益性融资	(156)	519	0	0	0
EBIT Margin	6%	6%	6%	6%	7%	负债净变化	(385)	(100)	(230)	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	8%	8%	9%	支付股利、利息	(907)	(799)	(1195)	(1477)	(1834)
收入增长	8%	27%	14%	15%	13%	其它融资现金流	6322	867	(9286)	(200)	(100)
净利润增长率	-22%	35%	50%	24%	24%	融资活动现金流	3582	(412)	(10711)	(1677)	(1934)
资产负债率	59%	60%	46%	46%	47%	现金净变动	2557	520	1064	85	1116
息率	3.6%	3.2%	4.7%	5.8%	7.3%	货币资金的期初余额	7171	9728	10248	11312	11398
P/E	23.8	17.6	11.8	9.5	7.7	货币资金的期末余额	9728	10248	11312	11398	12513
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	0	368	12086	1852	3168
EV/EBITDA	16.3	15.1	10.5	9.6	8.0	权益自由现金流	0	1135	2372	1711	3144

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032