

Leading firm in optical cable industry adheres to fundamentals while introducing innovations

Outperform (Initiation)

27 Nov 2023

Research Analyst
Ruibin Chen
 (852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

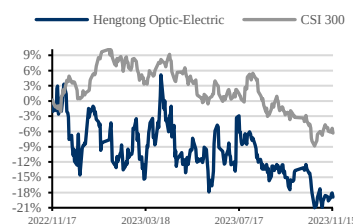
Forecast & Valuation	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	46,464	50,148	54,732	59,710
Growth (YoY %)	13%	8%	9%	9%
Net profit (RMB mn)	1,584	1,948	2,466	2,884
Growth (YoY %)	10%	23%	27%	17%
EPS (RMB)	0.64	0.79	1.00	1.17
P/E (X)	20.66	16.79	13.26	11.34

Key words: # Major shareholders increase holdings

Investment Thesis

- **As a global leader in information and energy interconnection, Hengtong's demonstrates accelerated development.** Hengtong focuses on communication and energy sectors, with its main businesses including optical communication, smart grids, marine energy and communication, industrial intelligence, and copper conductors. In recent years, the company has operated steadily, achieving revenue/net profit of RMB23.177/1.249bn in 2023H1, +4.85%/+45.27 yoy. Notably, in 2023H1, its GPM/NPM rose by 0.62pct/1.19pct yoy to 16.85%/5.38%. The company has demonstrated robust management capabilities, weathering the industry downturn with minimal impact.
- **Industry Outlook Analysis:** **1) Offshore Wind Power:** High demand in domestic and international markets, with the G7 group committing to jointly increase the cumulative capacity of offshore wind power by 150GW by 2030. China plans to construct five large-scale offshore wind power bases. **2) Marine Communication:** Global data centers are experiencing dual development in quantity and scale, presenting new opportunities for submarine cable construction. **3) Optical Communication:** The optical cable market has a stable structure. The construction of 5G base stations and gigabit optical networks is progressing steadily. The data and computing industries are driving new demand for high-end optical modules. **4) Smart Grids:** A stable foundation with improving fundamentals, increasing investment in smart grid intelligence, and policy support promoting high-quality industry development.
- **Investment Highlights Analysis:** **1) Optical Modules:** The AI sector is booming, driving prosperity in the optical communication infrastructure market. The expansion of data centers is leading to an upgrade in the data transmission industry, resulting in high demand for high-end optical modules. The company has strategically positioned itself, and its products have passed testing and are about to enter mass production. **2) Marine Communication:** Submarine cables, influenced by the AI industry chain, continue to exhibit strong demand. The company is the only domestic provider of cross-ocean submarine cable system construction and integration solutions, enjoying a technological barrier advantage. **3) Marine Energy:** The company has a complete construction industry chain and is one of the domestic manufacturers capable of providing complete lifecycle services for submarine cables. **4) Smart Grids:** Deepening the inherent industry chain and actively laying out new paths for incremental growth.
- **Earnings Forecast & Rating:** We expect the revenue and net profit of the company in 2023-2025 to be Rmb50.148/54.732/59.710bn and Rmb1.948/2.466/2.884bn, with EPS of Rmb0.79/1.00/1.17, implying P/E at 16.79x/13.26x/11.34x. We initiate coverage with "Buy" rating.
- **Risks:** Fluctuations in upstream raw material prices, macroeconomic changes, lower-than-expected developments in AI, changes in the external environment such as Sino-US trade friction.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	13.26
52-week Range (RMB)	12.64/18.18
P/B (X)	1.32
Market Cap (RMB mn)	32,708.90

Basic Data

BVPS (RMB)	10.08
Liabilities/assets (%)	55.67
Total Issued Shares (mn)	2,466.73
Shares outstanding (mn)	2,466.73

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Tianyi Ma (马天翼)**.

光电缆行业龙头守正出奇

增持（首次）

2023 年 11 月 27 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	46,464	50,148	54,732	59,710
同比	13%	8%	9%	9%
归属母公司净利润（百万元）	1,584	1,948	2,466	2,884
同比	10%	23%	27%	17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.64	0.79	1.00	1.17
P/E（现价&最新股本摊薄）	20.66	16.79	13.26	11.34

关键词：#大股东增持

投资要点

■ **全球信息与能源互联领先企业，业绩未来可期加速发展：**公司专注于在通信和能源两大领域为客户创造价值，目前公司主营光通信、智能电网、海洋能源与通信、工业智能以及铜导体业务。公司近年来稳健经营，2023 年 H1 实现营业收入 231.77 亿元，同比增长 4.85%；实现归母净利润 12.49 亿元，同比增长 45.27%；可喜的是，2023 年 H1 公司销售毛利率同比回升 0.62pct 至 16.85%，销售净利率同比回升 1.19pct 至 5.38%。公司在行业低谷期所受冲击较小，体现了过硬的经营管理能力。

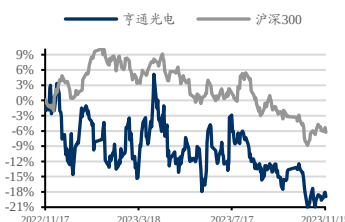
■ **行业前景分析：**1) 海上风电：国内外市场需求高企，G7 集团承诺将在 2030 年前将海上风电累计容量共同增加 150GW，国内规划重点建设五大千万千瓦级海上风电基地。2) 海洋通信：全球数据中心迎来数量与规模双重发展，海底光缆建设迎来新机遇。3) 光通信：光缆市场格局稳固。5G 基站、千兆光网建设平稳进行。数据、算力产业催动高端光模块新需求。4) 智能电网：基本盘稳固提升，电网智能化投资占比逐年提高，政策出台推动产业高质量发展。

■ **投资亮点分析：**1) 光模块：AI 板块火爆，带动光通信基建层面市场繁荣。数据中心扩张带动数据传输产业升级，高端光模块需求高企。公司提前布局，产品已通过测试即将量产。2) 海洋通信：海底光缆受 AI 产业链影响，需求依然强劲。公司是国内唯一一家跨洋海底光缆系统建设与集成方案提供商，享有技术壁垒优势。3) 海洋能源：公司拥有完整施工产业链，是国内能够提供完整生命周期服务的海底电缆厂商之一。4) 智能电网：深化固有产业链下沉存量，同时积极布局新赛道寻求增量。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计亨通光电 2023-2025 年营业收入为 501.48/547.32/597.10 亿元，归母净利润为 19.48/24.66/28.84 亿元，EPS 分别为 0.79/1.00/1.17 元，对应当前股价的 PE 为 16.79/13.26/11.34 倍，对比公司与同行业其他公司来看，处于行业估值的平均位置。但我们认为，随着 AI 时代的快步到来，全世界范围内算力需求大幅增加，数据基站中光模块的需求也将迎来爆发。目前公司光模块技术尚有待市场认知，并未反应其合理的估值。且我们判断整体行业随着通信基站建设的回暖，海风项目推进速度重回轨道，产业链估值未来具有一定的抬升空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**上游原材料价格浮动风险、宏观经济变化风险、AI 发展不及预期风险、中美贸易摩擦等外部环境变化风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.26
一年最低/最高价	12.64/18.18
市净率(倍)	1.32
流通 A 股市值(百万元)	32,708.90
总市值(百万元)	32,708.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.08
资产负债率(% ,LF)	55.67
总股本(百万股)	2,466.73
流通 A 股(百万股)	2,466.73

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢马天翼的指导。

1. 全球信息与能源互联领先企业

亨通光电是中国光纤光网、智能电网、大数据物联网、新能源新材料等领域的国家创新型企业,全球光纤通信前3强,全球海缆系统前3强,全球线缆最具竞争力前3强。公司产业布局全国15个省,在苏州拥有三座高科技产业园(光通信科技园、海洋国际产业园、光电线缆产业园),同时在欧洲、南美、南非、南亚、东南亚等地,创建11家海外产业基地及40多家营销技术服务公司,业务覆盖150多个国家和地区,产品主要面向通信、电力、能源、海洋、航天及全球通信能源互联网系统集成工程。2022年,亨通光纤网络的全球市场占有率超15%,承建的大批国家及国际间海洋光网工程为中国赢得了国际声誉。

2. 海风市场有望企稳,光通信迎来机遇

海上风电市场将加速放量,未来市场需求高企。2023年4月,G7联合公报发布承诺:到2030年将海上风电总装机容量增加至150GW。而G7各国截至2022年底海上风电累计装机容量为22.67GW,发展前景很大。全球海上风电布局步伐快于陆上风电:根据全球风能委员会(GWEC)数据显示,2022年全球陆上风电累计装机量为850GW,同比2021年增长8.7%;海上风电累计装机65GW,同比2021年增长14.0%。

东南亚、欧盟、巴西等国家和地区的网络连接需求高企,数字基础设施建设投资规模持续扩大,与之相应地,光纤光缆需求有所增加。海关数据显示,我国2022年光缆出口量达到1.3亿芯公里,同比增长18.2%。根据知名市场研究公司Reports and Data的最新报告,预计到2030年,全球光纤市场规模将达到111.8亿美元,2022-2030年间实现9.3%的收入复合年增长率。

3. 基本盘景气度复苏,新需求正在涌现

我们预测,因光模块具有较高的技术壁垒,在2024年需求量高速增长的情况下将出现400G、800G光模块的结构性缺货。目前光模块行业内的产品从通过厂家测试到产量爬坡的平均周期为6-9个月。目前亨通光电在研的新一代光模块产品产量爬坡时间充裕,可在市场出现缺货前投入量产,抢占市场先机。

公司拥有EPC总包能力、通信与电力系统集成设计施工能力、智能电网及工业智能系统设计与施工能力。相较于不具备大型通信电力集成系统施工能力的光通信领域公司,亨通光电产业链布局更为全面,施工能力更为全面,享有技术壁垒优势,具有更强的竞争力。

2023年上半年,公司被工信部评为国内首家“光纤智能制造示范工厂”,发明新的光纤预制棒制造专利,技术优势明显。海外产业基地陆续投产,产能布局进一步完善。

截至 2023 年 H1，公司全球海底光缆交付里程数已累计突破 90000 公里，2023 年上半年，公司成功完成索马里和安哥拉等项目的交付工作；新增签约墨西哥下加湾、沙特 UMJUI、巴西石油二期等项目；完成 Sigmar 项目主体施工、Peace 新加坡分支、沙特分支、巴西石油等项目设备生产；开展亚太五号 Sea-H2X、亚太快链 ALC、西哈努克-中国香港海底光缆项目等大型中继联盟海缆项目的海上勘测和许可申请等工作。截至 2023 年 H1，公司拥有海洋通信业务相关在手订单金额约 55 亿元。

4. 盈利预测与评级

基于公司业务布局，我们预计亨通光电 2023-2025 年营业收入达到 501.48/547.32/597.10 亿元，同比增速分别为 7.9%/9.1%/9.1%；预计归母净利润分别为 19.48/24.66/28.84 亿元，EPS 分别为 0.79/1.00/1.17 元。

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，选取海洋电力占比较高的龙头企业：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 2023-2025 年归母净利润为 19.48/24.66/28.84 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16.79/13.26/11.34 倍。对比公司与同行业其他公司来看，处于行业估值的平均位置。但我们认为，随着 AI 时代的快步到来，全世界范围内算力需求大幅增加，数据基站中光模块的需求也将迎来爆发。目前公司光模块技术尚有待市场认知，并未反应其合理的估值。且我们判断整体行业随着通信基站建设的回暖，海风项目推进速度重回轨道，产业链估值未来具有一定的抬升空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 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。光模块需与 CPU 搭配使用，其需求受到 GPU 出货量影响，若 GPU 产能不足，则云厂商对光模块的需求也会降低。

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。

亨通光电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	37,835	41,774	45,634	50,099	营业总收入	46,464	50,148	54,732	59,710
货币资金及交易性金融资产	10,152	11,512	12,736	14,341	营业成本(含金融类)	39,879	43,046	46,845	50,958
经营性应收款项	18,711	20,568	22,454	24,503	税金及附加	176	177	193	211
存货	4,800	5,788	6,298	6,851	销售费用	1,220	1,385	1,511	1,648
合同资产	2,234	1,938	2,115	2,307	管理费用	1,423	1,641	1,791	1,954
其他流动资产	1,937	1,969	2,030	2,097	研发费用	1,648	1,870	2,041	2,226
非流动资产	17,842	18,209	18,429	18,609	财务费用	346	80	57	39
长期股权投资	1,840	1,890	1,940	1,990	加:其他收益	198	359	392	428
固定资产及使用权资产	8,392	8,402	8,422	8,452	投资净收益	83	14	15	17
在建工程	2,312	2,312	2,312	2,312	公允价值变动	(169)	(150)	50	100
无形资产	2,127	2,327	2,477	2,577	减值损失	(242)	(10)	(10)	(10)
商誉	1,021	1,021	1,021	1,021	资产处置收益	34	15	16	18
长期待摊费用	55	55	55	55	营业利润	1,674	2,178	2,758	3,226
其他非流动资产	2,095	2,202	2,202	2,202	营业外净收支	12	2	2	2
资产总计	55,677	59,983	64,063	68,708	利润总额	1,686	2,180	2,760	3,228
流动负债	24,071	26,915	28,373	29,952	减:所得税	95	109	138	161
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,568	9,773	9,773	9,773	净利润	1,591	2,071	2,622	3,066
经营性应付款项	10,315	11,471	12,483	13,579	减:少数股东损益	7	123	156	182
合同负债	2,561	3,003	3,278	3,576	归属母公司净利润	1,584	1,948	2,466	2,884
其他流动负债	2,627	2,668	2,839	3,024	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.64	0.79	1.00	1.17
非流动负债	4,702	4,710	4,710	4,710	EBIT	2,151	2,260	2,817	3,267
长期借款	4,173	4,173	4,173	4,173	EBITDA	3,525	2,610	3,217	3,717
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.17	14.16	14.41	14.66
租赁负债	123	123	123	123	归母净利率(%)	3.41	3.88	4.51	4.83
其他非流动负债	406	413	413	413	收入增长率(%)	12.58	7.93	9.14	9.09
负债合计	28,774	31,624	33,082	34,661	归母净利润增长率(%)	10.25	23.03	26.58	16.95
归属母公司股东权益	23,700	25,032	27,498	30,382					
少数股东权益	3,204	3,327	3,483	3,665					
所有者权益合计	26,903	28,359	30,981	34,047					
负债和股东权益	55,677	59,983	64,063	68,708					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	855	1,742	1,996	2,333	每股净资产(元)	9.61	10.15	11.15	12.32
投资活动现金流	(2,768)	(639)	(596)	(604)	最新发行在外股份(百万股)	2,467	2,467	2,467	2,467
筹资活动现金流	1,789	355	(225)	(225)	ROIC(%)	5.22	5.22	6.12	6.66
现金净增加额	(58)	1,510	1,174	1,505	ROE-摊薄(%)	6.68	7.78	8.97	9.49
折旧和摊销	1,374	350	400	450	资产负债率(%)	51.68	52.72	51.64	50.45
资本开支	(2,565)	(658)	(562)	(570)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.66	16.79	13.26	11.34
营运资本变动	(2,791)	(943)	(1,177)	(1,281)	P/B (现价)	1.38	1.31	1.19	1.08

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

