

三季度毛利率环比回落，费用压力增大

亨通光电 (600487) 评级: 中性 (维持)

通信设备

股价: 31.95 元

跟踪报告

2010年10月25日 星期一

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

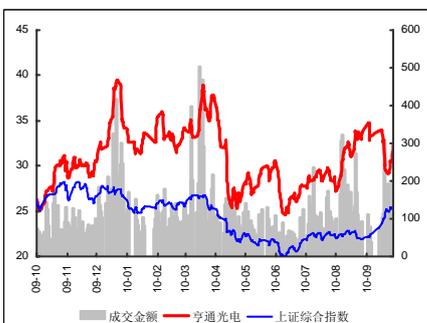
重要数据

总股本(亿股)	1.66
流通股本(亿股)	1.66
总市值(亿元)	53.08
流通市值(亿元)	53.08

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-4.46	-19.25
3 个月	15.80	0.13
6 个月	-14.69	-14.41

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 《毛利率再创新高，短期低迷放缓前行步伐》 10.08.18
- 《淡季不淡，预制棒项目进入环评及验收环节》 10.04.25
- 《业绩略超预期，三网融合贡献缓慢》 10.04.01
- 《预增幅度意料之中，联通集采已启动》 10.01.19
- 《预制棒产能超预期，上调目标价》 10.01.07

投资要点

- **第三季度净利润减少如期而至。**2010 年前三季度公司实现营业收入 14.55 亿元，同比增长 10.9%；营业利润 1.77 亿元，同比增长 7.8%；净利润 1.33 亿元，同比增长 7.6%；摊薄每股收益 0.80 元，符合预期。第三季度公司实现营业收入 5.02 亿元，同比减少 9.9%；净利润 4,105 万元，同比减少 27.6%；摊薄每股收益 0.25 元。
- **光纤价格回落为业绩下滑主因。**2010 年光纤光缆行业整体需求量约为 9,000 万芯公里，与 09 年持平。第二季度公司营业收入增速开始放缓，第三季度出现下滑，主要还是由于光纤价格招标回落所致，已由去年的 86 元/芯公里下降到目前的 73-75 元/芯公里，另外我们分析中国移动招标时间推迟也对公司三季度业绩产生了部分负面影响。
- **第三季度毛利率环比回落。**前三季度公司综合毛利率为 29.9%，同比提升 3.5 个百分点，但第三季度毛利率 28.8%，环比下降 3.6 个百分点，符合我们的判断，10 年毛利率面临双重压力：①产品价格下降。②光棒价格略上涨，目前已经达到 170 美元/公斤，其他辅料钢带、PE、石膏等价格也有所上涨。我们认为随着亨通光电光纤及光棒产能（光纤 1,200 万芯公里，光棒 200 吨）的逐步释放，在光纤价格降幅放缓过程中，公司毛利率可找到平衡点，2011 年中期毛利率下滑态势有望得到有效遏制。
- **项目投入致管理、财务费用上升。**期间费用率 16.9%，同比上升 4.5 个百分点，其中管理费用率上升 3.5 个百分点，原因为预制棒项目投产，相关费用增加；财务费用率上升 0.6 个百分点，是由于新项目投入增加，因银行借款增多而产生的利息支出增加。
- **关注焦点。**①10 年预制棒项目达产，产能无法最大发挥，贡献有限，11 年可全部释放，届时光棒自给率达 50%。②8 月份资产注入项目补充材料上报，正等待批复，预计年内可实施完毕。
- **盈利预测及投资建议。**暂不考虑资产注入，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.97/1.18/1.54 元，对应动态 PE 分别为 33x/27x/21x，维持公司“中性”评级。

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	653.8	730.5	877.9	1,156.8	1,549.6
营业收入增长率 (%)	34.1%	11.7%	20.2%	31.8%	34.0%
营业利润 (百万元)	81.3	117.3	135.8	184.9	268.4
营业利润增长率 (%)	28.9%	44.3%	15.8%	36.1%	45.2%
净利润 (百万元)	76.0	104.2	133.7	184.0	261.8
净利润增长率 (%)	11.8%	37.1%	28.3%	37.6%	42.3%
营业利润率 (%)	12.4%	16.1%	15.5%	16.0%	17.3%
每股收益 (元)	0.475	0.651	0.836	1.150	1.636
每股净资产 (元)	1.63	5.92	6.75	7.90	9.54
PE (X)	73.7	53.7	41.9	30.4	21.4
PB (X)	21.5	5.9	5.2	4.4	3.7
ROE (%)	32.0%	17.3%	13.2%	15.7%	18.8%

表 1. 亨通光电三季度业绩对比

百万元	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	YoY	QoQ	1-3Q2009	1-3Q2010	YoY	点评
营业收入	556.52	574.70	458.13	495.42	501.60	-9.9%	1.2%	1,312.39	1,455.15	10.9%	光纤光缆需求量与去年持平, 但价格回落。
增长率	21.1%	41.3%	57.6%	6.5%	-9.9%	-31.0%	-16.4%	27.3%	10.9%	-16.4%	
毛利率	26.3%	30.6%	28.3%	32.4%	28.8%	2.5%	-3.6%	26.4%	29.9%	3.5%	光纤由去年的86元/芯公里, 下降到目前的73-75元/芯公里, 另外光缆, 其他材料成本上升。
营业成本	410.14	398.67	328.27	334.67	357.12	-12.9%	6.7%	966.26	1,020.05	5.6%	
营业税金及附加	1.28	2.38	1.32	1.72	0.89	-30.5%	-48.3%	3.72	3.93	5.6%	
期间费用率	11.2%	17.0%	15.4%	17.4%	17.8%	6.6%	0.4%	12.4%	16.9%	4.5%	
销售费用	23.01	41.68	27.35	22.46	29.03	26.2%	29.2%	65.69	78.85	20.0%	
销售费用率	4.1%	7.3%	6.0%	4.5%	5.8%	1.7%	1.3%	5.0%	5.4%	0.4%	
管理费用	31.72	49.48	34.88	56.73	49.01	54.5%	-13.6%	80.34	140.63	75.0%	
管理费用率	5.7%	8.6%	7.6%	11.5%	9.8%	4.1%	-1.7%	6.1%	9.7%	3.5%	预制棒项目投产, 相关费用增加。
财务费用	7.60	6.29	8.50	6.88	11.04	45.3%	60.5%	16.23	26.42	62.8%	
财务费用率	1.4%	1.1%	1.9%	1.4%	2.2%	0.8%	0.8%	1.2%	1.8%	0.6%	新项目投入增加, 因银行借款增多而产生的利息支出增加。
资产减值损失	8.15	(8.22)	3.92	(0.61)	4.55	-44.2%	-842.7%	15.22	7.86	-48.4%	
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	0.00	0.00	NA	
投资净收益	(0.64)	(0.64)	(0.64)	1.36	(0.64)	0.0%	-146.9%	(0.32)	0.08	-126.2%	
营业利润	73.97	83.79	53.25	74.92	49.32	-33.3%	-34.2%	164.61	177.49	7.8%	
增长率	42.0%	92.1%	98.5%	17.4%	-33.3%	-75.4%	-50.7%	68.6%	7.8%	-60.8%	
营业利润率	13.3%	14.6%	11.6%	15.1%	9.8%	-3.5%	-5.3%	12.5%	12.2%	-0.3%	
加: 营业外收入	3.22	4.15	0.86	5.61	4.58	42.3%	-18.3%	7.12	11.05	55.2%	
减: 营业外支出	1.34	(0.27)	1.81	1.92	0.05	-96.6%	-97.6%	1.43	3.78	164.7%	
利润总额	75.85	88.20	52.30	78.61	53.85	-29.0%	-31.5%	170.31	184.76	8.5%	
减: 所得税	11.21	14.03	9.26	9.71	6.98	-37.8%	-28.1%	24.18	25.95	7.3%	
实际所得税率	14.8%	15.9%	17.7%	12.4%	13.0%	-1.8%	0.6%	14.2%	14.0%	-0.2%	
净利润	64.64	74.17	43.04	68.90	46.87	-27.5%	-32.0%	146.13	158.81	8.7%	
减: 少数股东损益	7.91	13.90	8.98	10.96	5.83	-26.4%	-46.8%	22.52	25.76	14.4%	
归属于母公司所有者的净利润	56.72	60.28	34.06	57.94	41.05	-27.6%	-29.2%	123.60	133.05	7.6%	
增长率	53.2%	64.8%	98.4%	16.6%	-27.6%	-80.8%	-44.2%	76.8%	7.6%	-69.2%	
净利润率	10.2%	10.5%	7.4%	11.7%	8.2%	-2.0%	-3.5%	9.4%	9.1%	-0.3%	
每股收益 (元)	0.34	0.36	0.21	0.35	0.25	-27.6%	-29.2%	0.74	0.80	7.6%	

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 亨通光电盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	1,089.3	1,100.3	1,437.7	1,887.1	1,943.0	2,329.0	2,741.0	30.7%	31.3%	3.0%	19.9%	17.7%
增长率	58.0%	1.0%	30.7%	31.3%	3.0%	19.9%	17.7%	29.7%	0.6%	-28.3%	16.9%	-2.2%
综合毛利率	19.2%	22.1%	20.4%	27.7%	29.2%	27.8%	27.3%	-1.7%	7.2%	1.5%	-1.4%	-0.5%
营业成本	880.7	857.1	1,143.7	1,364.9	1,376.1	1,681.9	1,993.5	33.4%	19.3%	0.8%	22.2%	18.5%
营业税金及附加	2.1	3.8	4.7	6.1	6.4	7.7	9.0	22.6%	30.6%	5.1%	19.9%	17.7%
期间费用率	9.5%	9.9%	11.0%	13.8%	17.2%	15.4%	13.5%	1.1%	2.7%	3.4%	-1.8%	-1.9%
销售费用	50.4	45.4	67.2	107.4	108.8	116.5	123.3	47.9%	59.9%	1.3%	7.0%	5.9%
销售费用率	4.6%	4.1%	4.7%	5.7%	5.6%	5.0%	4.5%	0.5%	1.0%	-0.1%	-0.6%	-0.5%
管理费用	41.8	45.5	73.6	129.8	188.5	207.3	216.5	61.7%	76.3%	45.2%	10.0%	4.5%
管理费用率	3.8%	4.1%	5.1%	6.9%	9.7%	8.9%	7.9%	1.0%	1.8%	2.8%	-0.8%	-1.0%
财务费用	10.9	17.8	17.5	22.5	35.9	34.9	30.2	-1.5%	28.4%	59.7%	-2.8%	-13.7%
财务费用率	1.0%	1.6%	1.2%	1.2%	1.9%	1.5%	1.1%	-0.4%	0.0%	0.7%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	7.4	2.1	8.8	7.0	7.8	9.3	11.0	324.8%	-20.9%	11.1%	19.9%	17.7%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
投资净收益	(2.6)	(2.6)	19.1	(1.0)	0.1	0.1	0.1	-847.7%	-105.0%	-110.5%	0.0%	0.0%
营业利润	93.4	126.0	141.2	248.4	219.6	271.6	357.5	12.1%	75.9%	-11.6%	23.7%	31.7%
增长率	21.2%	34.9%	12.1%	75.9%	-11.6%	23.7%	31.7%	-22.8%	63.8%	-87.5%	35.3%	8.0%
营业利润率	8.6%	11.5%	9.8%	13.2%	11.3%	11.7%	13.0%	-1.6%	3.3%	-1.9%	0.4%	1.4%
加: 营业外收入	1.6	4.5	6.1	11.3	16.0	16.0	16.0	36.8%	85.2%	42.0%	0.0%	0.0%
减: 营业外支出	0.4	0.4	2.3	1.2	4.0	4.0	4.0	546.3%	-50.2%	244.6%	0.0%	0.0%
利润总额	94.6	130.1	145.0	258.5	231.6	283.6	369.5	11.4%	78.3%	-10.4%	22.4%	30.3%
减: 所得税	19.5	32.3	21.1	38.2	33.6	41.1	53.6	-34.7%	81.1%	-12.1%	22.4%	30.3%
实际所得税率	20.7%	24.8%	14.6%	14.8%	14.5%	14.5%	14.5%	-10.3%	0.2%	-0.3%	0.0%	0.0%
净利润	75.1	97.8	123.9	220.3	198.0	242.4	315.9	26.7%	77.8%	-10.1%	22.4%	30.3%
减: 少数股东损益	15.1	18.1	17.4	36.4	37.6	46.1	60.0	-4.0%	109.2%	3.3%	22.4%	30.3%
归属于母公司所有者的净利润	60.0	79.7	106.5	183.9	160.4	196.4	255.9	33.7%	72.7%	-12.8%	22.4%	30.3%
增长率	23.0%	32.8%	33.7%	72.7%	-12.8%	22.4%	30.3%	0.9%	39.0%	-85.5%	35.2%	7.9%
净利润率	5.5%	7.2%	7.4%	9.7%	8.3%	8.4%	9.3%	0.2%	2.3%	-1.5%	0.2%	0.9%
每股收益(元)	0.36	0.48	0.64	1.11	0.97	1.18	1.54	33.7%	72.7%	-12.8%	22.4%	30.3%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务、通信设备及传媒行业研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 3年证券研究经验, 2009年7月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性	In-Line:	预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避	Cautious:	预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122