

亨通光电 (600487)

业绩超预期，显现细分行业估值洼地

——亨通光电 2008 年年报及 2009 年 1 季报分析

张文洁

021-38676520

zhangwenjie@gtjas.com

本报告导读：2008 年全年、2009Q1 净利率分别同比增长 34%、64%。

投资要点：

- 亨通光电 2008 年全年实现收入 14.38 亿元，净利润 1.06 亿元，分别同比增长 31%、33.7%，EPS 为 0.64 元，略高于预期；其中 2008Q4 受市场光纤需求饱满影响，公司基本零库存，实现收入 4 亿元，净利润 3658 万元，分别同比增长 47.3%、160%。2009Q1 需求仍饱满，实现收入 2.91 亿元，受毛利率提高至 25.5% 的影响（2008Q3 为 19.7%，2008Q4 为 21.3%），实现净利润 1711 万元，同比增长 64%。
- 需求未来 3 年处高位，公司加速扩产步伐。2006-2008 年国内光纤需求分别为 2700、3700、4500 万芯公里，但公司光纤仅每年增加 1 个拉丝塔，扩产速度慢于中天、烽火。预计未来 3 年国内光纤需求将复合增长 15%，公司 2009 年将加快扩产步伐，年底光纤光缆产能将达到 1000 万芯公里；并拓展海外市场，2008 年海外收入达 9196 万元同比增长 78%。2009 年光纤价格上涨 10 元/芯公里，将自 2009Q2 体现为毛利率提升。
- 预制棒项目 2009 年内完成，最迟 2011 年将带动整体毛利率提升。设备引进延期及公司谨慎策略导致预制棒项目进度比原计划晚 1 年，目前预制棒一期 30 吨进入试生产，成品率良好，公司将于 2009 年投入预制棒二期项目，将带动长期毛利率提升，随行业竞争从光纤转向预制棒，我们认为对预制棒有控制权的企业将较参股企业有利。
- 定向增发注入资产，增厚业绩。公司将以 14.62 元/股向集团及自然人定向增发 4200 万股购买特种导线、通信电缆 100% 股权及电力电缆 75% 的股权，2008 年资产分别实现净利润 2541、3221 万元，2009Q1 实现净利润 1109、1643 万元，不考虑注入时间未来 3 年将增厚 EPS0.2 元。
- 盈利预测：我们略调高光纤光缆业务盈利预测，2009-2011 年 EPS 分别为 0.83、1.05、1.43 元。预计注入资产 2009 年 4 季度并表，加权计算 2009 年 EPS 为 0.88 元，按资产计算 2009-2011 年 EPS 分别为 1.05、1.29、1.65 元，给予公司剔除银行股市场平均 25 倍 PE 估值，对应 2009 年目标价 25 元，投资评级提高至“增持”。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,100	1,438	1,850	2,250	2,664
(+/-)%	3%	31%	29%	22%	18%
经营利润 (EBIT)	146	159	223	275	365
(+/-)%	37%	8%	40%	23%	33%
净利润	80	106	138	174	237
(+/-)%	37%	34%	29%	27%	36%
每股净收益 (元)	0.48	0.64	1.05	1.29	1.65
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.26	0.32	0.44

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	13.3%	11.0%	12.0%	12.2%	13.7%
净资产收益率 (%)	7.4%	9.3%	11.1%	12.8%	15.6%
投入资本回报率 (%)	11.4%	12.8%	15.9%	17.8%	21.4%
EV/EBITDA	12.4	11.5	8.6	7.2	5.6
市盈率	38.8	29.0	17.6	14.4	11.3
股息率 (%)	1.1%	1.1%	1.4%	1.7%	2.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	¥ 26.00
上次预测：	¥ 26.00
当前价格：	¥ 18.60
	2009.04.30

交易数据

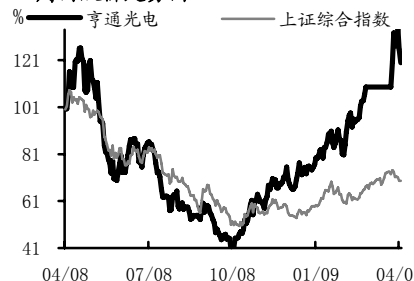
52 周内股价区间 (元)	5.60 ~ 22.49
总市值 (百万元)	3,090
总股本/流通 A 股 (百万股)	166/166
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量 (百万股)	4.2
日均成交值 (百万元)	49.3

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	1,140.61
每股净资产	6.87
市净率	2.7
净负债率	24.9%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.06	0.10
Q2	0.14	0.20
Q3	0.22	0.25
Q4	0.22	0.50
全年	0.64	1.05

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9.4	51.5	19.6
相对指数	8.3	30.9	51.4

模型更新时间: 2009.04.28

股票研究

电子及通信业

电子及通信设备制造业

亨通光电 (600487)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥26.00

上次预测: ¥26.00

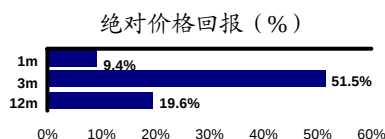
当前价格: ¥18.60

公司网址:

www.htgd.com.cn

公司简介

亨通光电是主要光纤光缆生产企业之一。



52 周价格范围
市值 (百万)

5.60~22.49
3,090

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	608	689	1,063	1,100	1,438	1,850	2,250	2,664	2,664
主营业务成本	479	531	858	857	1,144	1,425	1,733	2,038	1,971
税金及附加	3	1	2	4	5	6	7	8	8
主营业务利润	126	157	204	239	289	420	511	618	685
其他业务利润	7	4	3	0	0	0	0	0	0
营业费用	29	38	50	45	67	86	101	107	107
管理费用	29	32	49	46	74	111	135	147	133
EBIT	75	92	107	148	149	223	275	365	445
财务费用	9	12	11	18	18	28	27	27	27
营业利润	66	80	96	129	141	195	248	338	418
所得税	22	21	22	32	21	30	38	51	63
少数股东损益	3	8	15	18	17	31	40	54	66
净利润	40	49	58	80	106	138	174	237	292
资产负债表									
货币资金、短期投资	251	255	504	593	514	382	441	490	855
其他流动资产	463	588	765	849	950	1,094	1,204	1,347	1,321
长期投资	23	21	18	0	0	111	135	160	160
固定资产合计	410	399	399	391	535	564	635	761	690
无形及其他资产	13	13	16	23	26	33	40	47	47
资产合计	1,160	1,276	1,703	1,953	2,135	2,072	2,319	2,645	2,913
流动负债	441	514	590	741	844	921	1,075	1,247	1,247
长期负债	2	2	0	13	13	16	20	23	23
股东权益	622	658	1,000	1,073	1,141	1,236	1,356	1,519	1,721
投入资本(IC)	689	839	929	1,003	1,121	1,265	1,362	1,543	1,446
现金流量表									
NOPLAT	50	67	84	110	136	189	233	310	378
折旧与摊销	27	38	43	45	46	51	54	61	72
流动资金增量	-51	-160	-87	-75	29	-110	-19	-48	26
资本支出	-252	-83	-43	-32	-68	-86	-132	-194	-1
自由现金流	-225	-138	-4	48	144	44	137	129	475
经营现金流	68	4	132	161	215	138	278	338	483
投资现金流	-218	-53	-49	-142	-221	-197	-156	-219	-1
融资现金流	-29	-8	205	83	-79	-74	-62	-69	-117
现金流净增加额	-179	-57	288	102	-85	-133	59	49	365
财务指标									
成长性									
收入增长率	8.8%	13.4%	54.2%	3.5%	30.7%	28.7%	21.6%	18.4%	0.0%
EBIT 增长率	17.0%	22.6%	16.5%	36.9%	8.5%	40.2%	23.3%	33.0%	21.9%
净利润增长率	10.4%	20.8%	19.4%	36.8%	33.7%	29.2%	26.5%	36.1%	23.4%
利润率									
毛利率	21.3%	23.0%	19.4%	22.1%	20.4%	23.0%	23.0%	23.5%	26.0%
EBIT 率	12.4%	13.4%	10.2%	13.3%	11.0%	12.0%	12.2%	13.7%	16.7%
净利润率	6.6%	7.1%	5.5%	7.2%	7.4%	7.4%	7.7%	8.9%	11.0%
收益率									
净资产收益率(ROE)	6.5%	7.4%	5.8%	7.4%	9.3%	11.1%	12.8%	15.6%	17.0%
总资产收益率(ROA)	3.5%	3.8%	3.4%	4.1%	5.0%	5.9%	6.6%	7.9%	8.9%
投入资本回报率	9.6%	8.8%	9.5%	11.4%	12.8%	15.9%	17.8%	21.4%	25.3%
运营能力									
存货周转天数	89	110	91	125	123	121	119	117	127
应收账款周转天数	159.0	170.4	133.6	138.0	101.1	81.4	70.0	61.9	63.9
总资产周转天数	614.0	635.9	504.2	598.1	511.8	409.3	351.3	335.4	375.5
净利润现金含量	1.68	0.08	2.27	2.02	2.02	1.01	1.59	1.42	1.65
资本支出/收入	41%	12%	4%	3%	5%	5%	6%	7%	0%
偿债能力									
资产负债率	38.1%	40.4%	34.6%	38.6%	40.2%	40.3%	41.5%	42.1%	38.8%
净负债率	31.8%	34.7%	17.8%	27.9%	24.9%	22.5%	21.6%	21.0%	18.6%
估值比率									
PE	76.6	63.4	53.1	38.8	29.0	17.6	14.4	11.3	9.5
PB	5.0	4.7	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3	2.0	1.8
P/S	3.86	3.40	2.91	2.81	2.15	1.67	1.37	1.16	1.16
EV/EBITDA	23.1	18.2	15.7	12.4	11.5	8.6	7.2	5.6	4.6
股息率	0.5%	0.6%	0.6%	1.1%	1.1%	1.4%	1.7%	2.4%	2.9%

作者简介:

张文洁: 上海社会科学院经济学硕士, 国泰君安证券研究所电信运营、通讯设备行业研究员, 从业 3 年, 研究重点挖掘通信设备行业成长性优良企业。2008 年获《新财富》通信行业最佳分析师第 1 名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com