

通信行业小组
 联系人: 曾斌
 0755-82940762
 zengb@cmschina.com.cn

2009年11月8日

亨通光电(600487.SH)/27.30元

业绩增速略有放缓, 未来看点是线缆及力缆业务

通信·通信设备

目标估值: 26-32.5元

审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3164
总股本(万股)	16612
已上市流通股(万股)	16612
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	45
每股净资产(MRQ)	7.4
ROE(TTM)	13.0
资产负债率	47.5%
主要股东	亨通集团有限公司
主要股东持股比例	32.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	31	312
相对表现	7	5	205



相关报告

公司前三季度收入、净利润增速均略有放缓, 但考虑到目前主业仅为光纤光缆制造, 公司非公开发行注入通信线缆、电力缆资产方案有望获批, 这部分将成为未来重要看点。按增发后预测 10 年 1.3 元 EPS, 按 20-25 倍市盈率估值, 区间为 26-32.5 元, 首次给予“审慎推荐-A”投资评级。

- 前三季净利润保持高速增长, 但收入、净利增速环比略降。前三季收入 13 亿元, 同比增 27%; 净利润 1.2 亿元, 同比增 77%; EPS 0.74 元。其中三季度收入 5.6 亿元, 同比增 21%; 净利润 0.57 亿元, 同比增 53%, EPS 0.34 元;
- 三季度毛利率环比略降, 但总体形势良好。前三季度毛利率分别为 25.5%、27.0%、26.3%, 三季度相比二季度略降, 但相比去年全年的 19.7% - 21.3% 的单季度毛利率区间, 总体形势仍然良好;
- 未来光纤光缆业务看点是产能增长及光棒带来的毛利率提升, 线缆力缆业务看点是高毛利产品: 公司光纤产能远期估计会扩产到 1800 万芯公里, 预制棒目前仍在试运行, 产能约在年产 30 吨; 线缆力缆业务中汽车线、通信电缆、电力电缆仍在保持增长, 各种特种线缆属高毛利产品, 高压海底复合缆项目也已启动, 这些都将是未来的主要业绩增长点;
- 风险提示: 光纤明年很可能供大于求, 目前业内散货价格已有所下降, 明年光纤价格的走势将对光纤产品的毛利有较大影响;
- 考虑线缆力缆业务注入影响, 09、10 年 EPS 1.18、1.3 元。线缆及电力缆业务 09 年净利润约为 0.7 亿, 增发增厚股本 0.42 亿股, 我们谨慎预测 10 年线缆及电力缆净利润维持在 0.7 亿, 光纤光缆业务净利润 09、10 年为 1.8、2 亿, 按增发后股本计算的 EPS 分别为 1.18、1.3 元;
- 首次给予“审慎推荐-A”投资评级, 估值区间 26-32.5 元: 仅考虑光纤光缆主业, 预计 09-11 年 EPS 1.06、1.23、1.35 元。参见上面的估算, 考虑资产注入后 10 年 EPS 为 1.3 元, 按 20-25 倍 PE, 估值区间为 26-32.5 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1100	1438	1951	2379	2552
同比增长	1%	31%	36%	22%	7%
营业利润(百万元)	126	141	238	277	305
同比增长	35%	12%	68%	16%	10%
净利润(百万元)	80	106	176	204	225
同比增长	33%	34%	65%	16%	10%
每股收益(元)	0.48	0.64	1.06	1.23	1.35
PE	56.9	42.6	25.8	22.2	20.2
PB	4.2	4.0	3.5	3.1	2.8

资料来源: 招商证券

表 1: 07 - 09 各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3
营业收入	248	291	285	276	235	337	459	407	291	465	557
营业毛利	46	65	73	59	47	70	90	86	74	126	146
营业费用	18	9	9	10	15	13	18	21	20	23	23
管理费用	10	11	10	14	15	15	17	27	22	27	32
财务费用	2	3	5	7	2	7	7	2	3	6	8
投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	7	13	(1)	1	(1)
营业利润	14	39	48	26	14	32	52	44	27	64	74
归属母公司净利润	8	25	32	14	10	22	37	37	17	50	57
EPS (元)	0.05	0.15	0.19	0.08	0.06	0.14	0.22	0.22	0.10	0.30	0.34
主要比率											
毛利率	19%	22%	26%	21%	20%	21%	20%	21%	25%	27%	26%
营业费用率	7%	3%	3%	4%	6%	4%	4%	5%	7%	5%	4%
管理费用率	4%	4%	4%	5%	6%	5%	4%	7%	8%	6%	6%
营业利润率	6%	13%	17%	9%	6%	9%	11%	11%	9%	14%	13%
有效税率	24%	23%	21%	34%	6%	13%	22%	9%	18%	12%	15%
净利率	3.4%	8.6%	11.2%	5.1%	4.4%	6.7%	8.1%	9.0%	5.9%	10.7%	10.2%
YoY											
收入	67%	10%	14%	-35%	-5%	16%	61%	47%	24%	38%	21%
归属母公司净利润	29%	30%	81%	-14%	25%	-11%	16%	160%	65%	122%	53%

资料来源: 招商证券

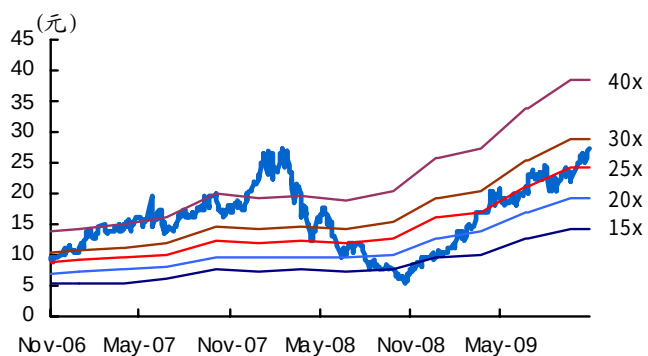
表 2: 通信设备商估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	PS	ROE	市值	股价
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	MRQ	09E	TTM	亿元	(元)
中兴 A 股	000063	1.24	1.41	1.83	33	48	14	32	28	21	4.7	1.2	13	715	39.1
中兴 H 股	0763	1.24	1.41	1.83	33	48	14	29	25	19	5.5	1.2	12	801	45.9
武汉凡谷	002194	0.77	0.69	0.86	44	17	24	24	27	22	5.6	6.0	21	105	18.8
烽火通信	600498	0.43	0.65	0.91	66	52	41	53	35	25	2.7	2.1	8	100	22.6
中天科技	600522	0.54	0.95	1.13	73	109	19	44	25	21	5.0	2.0	19	77	23.9
亿阳信通	600289	0.21	0.77	0.92	(41)	146	20	65	18	15	3.5	4.4	6	48	13.7
国脉科技	002093	0.29	0.40	0.55	36	38	39	53	38	28	8.3	6.2	18	41	15.3
亨通光电	600487	0.64	1.06	1.30	34	58	24	43	26	21	3.7	2.3	13	45	27.3
恒宝股份	002104	0.28	0.34	0.43	32	23	27	48	39	31	7.6	8.4	18	39	13.2
新海宜	002089	0.20	0.35	0.44	20	138	26	65	38	30	7.0	5.6	16	28	13.2
中创信测	600485	0.42	0.54	0.72	111	31	33	39	30	22	5.7	6.2	14	22	16.1
三维通信	002115	0.47	0.59	0.80	35	40	35	43	34	26	4.5	3.6	11	27	20.4
长江通信	600345	0.10	0.21	0.20	(43)	0	0	105	51	53	2.1	3.8	3	21	10.7
东信和平	002017	0.27	0.32	0.42	3	16	33	54	46	35	4.5	2.5	7	23	14.8
动力源	600405	0.02	0.20	0.30	45	0	0	327	40	27	4.4	2.4	13	17	8.0
奥维通信	002231	0.19	0.24	0.29	(43)	30	17	90	69	59	4.8	9.7	7	18	16.8
拓维信息	002261	0.98	0.81	1.02	24	15	26	36	43	34	6.6	12.6	14	39	35.0
北纬通信	002148	0.46	0.54	0.72	8	18	34	71	61	45	6.4	14.4	10	25	32.5
平均					22	50	23	78	38	31	5	5	12		

资料来源: Wind, 招商证券

注: 按市值由大到小排序; 股价为 09 年 11 月 6 日收盘价; 中兴 H 股股价和市值单位为港币, 其余均为人民币;

图 1: 亨通光电历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 亨通光电历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1442	1464	1998	2398	2677
现金	593	514	574	653	808
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	24	32	28	34	37
应收款项	386	390	866	1057	1134
其它应收款	17	14	23	28	30
存货	346	433	410	507	542
其他	76	81	96	119	127
非流动资产	511	671	765	785	807
长期股权投资	0	90	90	90	90
固定资产	374	392	491	514	538
无形资产	22	26	24	21	19
其他	115	162	160	160	160
资产总计	1953	2135	2763	3183	3485
流动负债	741	844	1292	1512	1592
短期借款	300	284	300	300	300
应付账款	195	304	361	446	477
预收账款	9	42	84	104	111
其他	238	214	547	662	704
长期负债	13	13	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	13	19	19	19
负债合计	754	857	1312	1531	1611
股本	166	166	166	166	166
资本公积金	602	596	596	596	596
留存收益	305	378	519	682	862
少数股东权益	127	137	169	207	249
母公司所有者权益	1073	1141	1281	1445	1625
负债及权益合计	1953	2135	2763	3183	3485

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	161	215	190	240	320
净利润		106	176	204	225
折旧摊销		0	81	79	77
财务费用		0	20	20	20
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	394	(111)	(48)
其它		109	(481)	48	46
投资活动现金流	(142)	(221)	(98)	(100)	(100)
资本支出		0	(100)	(100)	(100)
其他投资		(221)	2	0	0
筹资活动现金流	83	(79)	(33)	(61)	(65)
借款变动		0	17	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(35)	(41)	(45)
其他		(79)	(14)	(20)	(20)
现金净增加额	102	(85)	60	79	155

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1100	1438	1951	2379	2552
营业成本	857	1144	1440	1779	1902
营业税金及附加	4	5	6	7	7
营业费用	45	67	105	129	138
管理费用	46	74	121	148	159
财务费用	18	18	20	20	20
资产减值损失	2	9	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	19	(0)	0	0
营业利润	126	141	238	277	305
营业外收入	4	6	7	7	7
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	130	145	243	282	311
所得税	32	21	35	40	44
净利润	98	124	209	242	267
少数股东损益	18	17	33	38	42
母公司所有者净利润	80	106	176	204	225
EPS (元)	0.48	0.64	1.06	1.23	1.35

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	1%	31%	36%	22%	7%
营业利润	35%	12%	68%	16%	10%
净利润	33%	34%	65%	16%	10%
获利能力					
毛利率	22.1%	20.4%	26.2%	25.2%	25.5%
净利率	7.2%	7.4%	9.0%	8.6%	8.8%
ROE	7.4%	9.3%	13.7%	14.1%	13.8%
ROIC	7.2%	8.7%	12.6%	13.0%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	40.2%	47.5%	48.1%	46.2%
净负债比率	15.3%	13.3%	10.9%	9.4%	8.6%
流动比率	1.9	1.7	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.5	1.2	1.2	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.9	2.9	3.4	3.9	3.6
应收帐款周转率	2.7	3.7	3.1	2.5	2.3
应付帐款周转率	4.4	4.6	4.3	4.4	4.1
每股资料(元)					
每股收益	0.48	0.64	1.06	1.23	1.35
每股经营现金	0.97	1.30	1.15	1.45	1.93
每股净资产	6.46	6.87	7.71	8.70	9.78
每股股利	0.25	0.30	0.21	0.25	0.27
估值比率					
PE	56.9	42.6	25.8	22.2	20.2
PB	4.2	4.0	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	24.9	22.8	13.8	12.4	11.6

分析师简介

曾斌：6 年通信行业从业经历，目前为招商证券通信行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。