

亨通光电 (600487)

业绩符合预期，光棒量产但估值不低

— 业绩预告点评

✍ 姓名 张晓亮
☎ 86-10-58362790
✉ Xlzhang100@hotmail.com

本报告导读：

- 光棒、光纤、光缆持续扩产
- 风险在于光纤价格可能降到78元以下

投资要点：

● 2009 年业绩预告符合预期

公司公告预计 2009 年净利润同比增长 50-70%，我们此前预期增长 65%。维持盈利预测。公司去年业绩高增长，主要原因在于光纤涨价与扩产。公司 2009 年前三季度毛利率上升到 26%。公司毛利率在 2005-2008 年大都维持在 20-22% 的水平。

● 今年光纤价格将下降，公司光纤、光缆毛利率都将下降

光纤光缆行业 2009 年的高毛利率不可持续。目前估计产能在 8000 万芯左右。预计光纤价格将回落至 75-80 元/芯公里。

我们测算 2009 年每芯公里光纤净利润为 15-20 元。假设公司光纤销量从 2009 年的 750 万芯公里增至 2011 年 1100 万芯公里，光纤价格从 2009 年的 86 元降至 2010 年 78 元，即 2010 年每芯公里光纤净利润为 7-12 元。则 2010 年光纤业务收入约增长 33%，但净利润下降 14%-32%。估计 2010 年光缆产销量约增长 20%-30%，光缆贡献净利润基本持平。总体预计，若无光棒投产及资产注入，则公司 2010 年净利润下降 10-20%，对应 EPS 为 0.8-0.9 元。

● 光棒今年 4 月量产，预计今年可贡献净利润 3000-4800 万元

假设光棒 4 月完全达产，全年产量 150 吨。假设每公斤外购成本为 165 美元，而自制成本（包括费用）在 110-130 美元。以 110 美元计，则可贡献税后利润：15（万公斤）× 55（美元）× 6.83（元/美元）× 0.85（税率按 15% 计）= 4789 万元。以 130 美元计，则可贡献税后利润 3047 万元。对应的 EPS 为 0.18-0.29 元。

假设 2011 年光棒产量达到 350 吨，则可贡献税后利润分别为 7109-11174 万元，折成 EPS 0.43-0.67 元。

● 下调评级至“中性”评级

维持预计 2009 年 EPS 为 1.06 元。以上述测算中的上限计，主业的 2010 年 EPS 为 0.9+0.29=1.19 元，2011 年 EPS 为 0.9+0.67=1.57 元。考虑到资产注入，预计 2009-2011 年 EPS 分别为 1.22、1.36、1.68 元。目前股价 39.5 元，对应 2010 年 PE 为 29 倍。下调评级至“中性”。

表：资产注入前的盈利预测

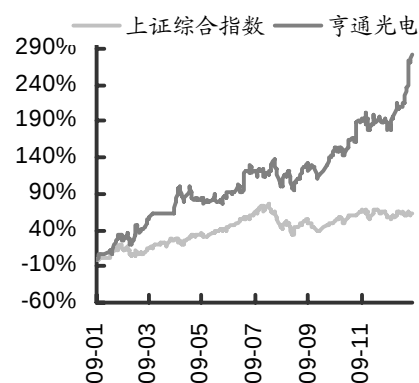
财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	1100.3	1437.7	1933.3	2452.9	3198.3
(+/-) %	1.0%	30.7%	34.5%	26.9%	30.4%
净利润	79.7	106.5	176.4	200.5	262.6
(+/-) %	32.8%	33.7%	65.7%	13.6%	31.0%
每股净收益（元）	0.48	0.64	1.06	1.21	1.58

评级：中性

目标价格：33.6

当前价格：¥ 39.5
2010.01.18

最近 52 周走势图



公司主营光纤、光缆，光纤一季度产能将达 1200 万芯公里，光缆产能 1500 万芯公里，光棒产能 4 月份将达 200 吨。

相关报告

- 《光纤收入延续高增长，光棒将量产并盈利》——2009.10.27
- 《上半年业绩增长最快的通信设备商》——2009.8.20
- 《光纤涨价最大的受益者》——2009.07.09
- 《公司步入高速增长期》——2009.4.29
- 《资产注入增厚公司业绩》——2009.4.19
- 《光纤供不应求，产能大幅扩张》——2009.03.20
- 《光缆销量快速增长，预制棒项目进展顺利》——2008.10.30
- 《行业需求强劲，公司上游突围》——2008.09.01

2、三大表

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	593.3	514.2	691.5	877.4	1144.0	营业收入	1100.3	1437.7	1933.3	2452.9	3198.3
应收票据	23.7	31.8	42.8	54.3	70.8	营业成本	857.1	1143.7	1428.5	1853.6	2440.0
应收账款	386.1	390.3	524.9	666.0	868.4	营业税金及附加	3.8	4.7	6.3	8.0	10.4
预付款项	76.1	80.9	101.0	131.1	172.6	销售费用	45.4	67.2	109.7	131.8	162.2
其他应收款	17.2	14.1	18.9	24.0	31.3	管理费用	45.5	73.6	118.3	150.1	179.8
存货	345.8	432.6	540.4	701.2	923.0	财务费用	17.8	17.5	16.0	26.3	34.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.1	8.8	11.9	7.5	9.8
长期股权投资	0.0	90.0	90.0	90.0	90.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	374.3	392.4	501.5	543.7	559.8	投资收益	-2.6	19.1	0.0	0.0	0.0
在建工程	16.4	142.5	187.3	130.4	113.2	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	126.0	141.2	242.7	275.5	361.4
无形资产	22.1	26.3	23.7	21.1	18.4	营业外收支净额	4.1	3.8	4.0	4.8	5.8
长期待摊费用	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	130.1	145.0	246.7	280.3	367.2
资产总计	1953.4	2134.7	2734.9	3252.0	4004.3	减：所得税	32.3	21.1	35.9	40.8	53.4
短期借款	299.7	283.5	592.5	750.8	1006.7	净利润	97.8	123.9	210.8	239.5	313.7
应付票据	181.4	170.1	212.5	275.7	362.9	归属于母公司的净利润	79.7	106.5	176.4	200.5	262.6
应付账款	195.1	304.3	374.9	486.5	640.4	少数股东损益	18.1	17.4	34.4	39.0	51.1
预收款项	8.7	41.8	56.2	71.2	92.9	基本每股收益	0.48	0.64	1.06	1.21	1.58
应付职工薪酬	4.8	8.2	8.2	8.2	8.2	稀释每股收益	0.48	0.64	1.06	1.21	1.58
应交税费	15.3	5.1	5.1	5.1	5.1	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	31.1	26.6	26.6	26.6	26.6	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	1.0%	30.7%	34.5%	26.9%	30.4%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	29.9%	0.0%	82.1%	14.4%	31.2%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	32.8%	33.7%	65.7%	13.6%	31.0%
负债合计	754.1	857.5	1289.7	1637.9	2156.7	盈利性					
股东权益合计	1199.4	1277.2	1445.4	1614.3	1847.8	销售毛利率	22.1%	20.4%	26.1%	24.4%	23.7%
现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	7.2%	7.4%	9.1%	8.2%	8.2%
净利润	98	124	211	239	314	ROE	6.6%	8.3%	12.2%	12.4%	14.2%
折旧与摊销	45	46	81	91	100	ROIC	7.43%	8.13%	11.34%	11.17%	12.15%
经营活动现金流	161	215	159	198	221	估值倍数					
投资活动现金流	-142	-221	-232	-74	-96	PE	61.6	46.1	27.8	24.5	18.7
融资活动现金流	83	-79	250	61	141	P/S	4.5	3.4	2.5	2.0	1.5
现金净变动	102	-85	177	186	267	P/B	4.6	4.3	3.8	3.5	3.1
期初现金余额	504	593	514	692	877	股息收益率	0.4%	0.7%	0.9%	1.4%	1.6%
期末现金余额	606	509	692	877	1144	EV/EBITDA	24.5	24.7	14.2	12.5	9.9

3、DCF—WACC 输出

万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	14853	27053	30938	40594	42894	45249	51902	59434	67952	74748	82222
所得税	2161	3937	4502	5907	8386	6787	7785	8915	10193	11212	12333
NOPLAT	11157	12691	23117	26436	34687	34508	38461	44117	50519	57760	63535
营运资金净变动	-5334	1810	-15503	-15863	-22672	-9831	-10827	-11764	-12940	-14234	-15658
资本支出	-15093	-23199	-7359	-9595	-10555	-11610	-12771	-14048	-15453	-16998	-16998
自由现金流	4058	-7531	12298	12399	24964	27757	33634	39302	40949	43190	48201

WACC	6.86%	Ke	9.47%
永续增长率	1.00%	Kd	5.00%
终值	26604.73	t	15.00%
企业价值	692540.50	Rf	3.60%
非核心资产价值	78151.44	E(Rm)	10.00%
债务价值	59246.50	Rm - Rf	6.40%
股权价值	633293.99	D/A	10.78%
股本	16612.00	E/A	89.22%
每股价值 (元)	38.12	Beta	0.92

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.71%	35.04	36.98	39.27	42.00	45.30
	6.76%	34.74	36.64	38.88	41.55	44.77
	6.81%	34.44	36.31	38.50	41.11	44.26
	6.86%	34.14	35.98	38.13	40.68	43.75
	6.91%	33.85	35.65	37.76	40.25	43.26
	6.96%	33.57	35.34	37.40	39.84	42.77
	7.01%	33.29	35.02	37.04	39.43	42.30

分析师覆盖的股票范围

张晓亮：通信行业分析师

重点覆盖上市公司：中国联通、中兴通讯、武汉凡谷、亨通光电、中天科技、烽火通信、三维通信、国脉科技、北纬通信、拓维信息、大唐电信

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn