

通信设备

亨通光电 (600487. SH) / 28.05 元

未来重点转向预制棒

事项

2010年7月30日, 华创证券研究所研究员到亨通光电位于江苏吴江的生产基地进行现场调研, 与相关负责人进行了详细的交流和沟通。

主要观点

一、亨通光电掌握了光纤预制棒制造的核心技术, 自产光棒的量产将使公司减少成本高企的进口光棒, 增加利润。光纤光缆制造产业链中, 大部分利润体现在上游的光纤预制棒环节, 中间的光纤和下游的光缆利润不高, 三者的利润贡献比例大致为7: 2: 1。亨通光电预制棒项目的正式投产将减少进口方面的支出, 其差价和税负等将转化为利润。我们保守预计公司2010年预制棒产量为135吨, 进口和自制价差(含税负) 预计在48美元/KG左右, 按6.75的汇率计算, 仅此一项就能给公司贡献4370万左右的利润。

二、公司远期战略重点将转向预制棒。2009年中国大陆光纤用量8800万芯公里, 但其中所需预制棒至少70%是进口的, 如果全部自制, 至少可为国家节约或者说贡献6亿多人民币的利润。而且亨通光电意识到目前自身年产300吨的产能不够, 在2010年6月24日, 决定投资1479万美元和美国OFS公司联合生产光纤预制棒, 公司占股49%, 产能设计为年产300吨, 预计2011年底投产, 该公司的产品在满足国内市场需要的同时, 还将积极销售到国际市场, 公司今后几年都将有较大受益。

三、FTTX 的快速发展和建设、三网融合的实质推进和 3G 的继续建设, 以及智能电网对光纤光缆的拉动能保证公司未来几年的稳定增长, 公司有望凭借综合竞争优势提高市场占有率。

四、亨通光电增发收购的线缆和力缆等集团优质价值资产, 将增厚公司利润每股约 0.3 元。

五、盈利预测。我们预测亨通光电 2010 年到 2012 年 EPS 为 1.31 元, 1.58 元, 1.78 元, PE 为 21.1 倍, 17.8 倍, 14.9 倍, 我们对公司的评级为“强烈推荐”。

研究员: 高利

联系人: 刘洪军

Tel: 010-59370862

Email: liuhongjun@hczq.com

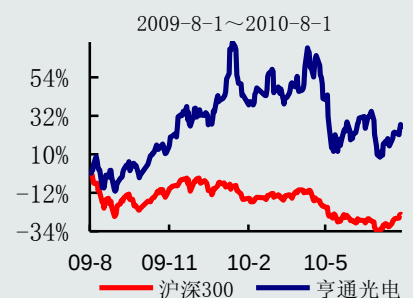
投资评级

投资评级: 强烈推荐
评级变动: 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	16612
流通 A 股/B 股(万股)	16612/0
资产负债率(%)	49.78
每股净资产(元)	7.77
市盈率(倍)	25.34
市净率(倍)	3.61
12 个月内最高/最低价	40.98/19.68

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

一、亨通光电掌握了光纤预制棒制造的核心技术，自产光棒的量产将使公司减少成本高企的进口光棒，增加利润。

2007年6月亨通光电向国家知识产权局申请了**大型石英芯棒母材制造装置、大尺寸光纤预制棒拉制光纤的方法、大尺寸石英光纤预制棒制造的方法**等三项在光纤预制棒生产的核心技术专利，自此公司自行生产光纤预制棒的工作有条不紊的展开。2009年12月，公司又向国家知识产权局申请了**纺锤型保偏光纤预制棒及其生产方法的专利**，表明公司已经在光纤预制棒取得新的突破。

2010年6月23日，由包括工业和信息化部有线通信产品质量监督检验中心九名专家组成的鉴定委员会对公司的光纤预制棒产品进行鉴定，经质询和讨论形成鉴定意见如下：产品指标经工业和信息化部有线通信产品质量监督检验中心测试，符合国内和国际等相关标准；主要生产设备达到技术工艺要求，目前已形成年产200吨的生产能力。鉴定委员会一致同意“光棒”产品通过鉴定。至此，公司光棒项目已通过环评、项目竣工验收等所有进程，光纤预制棒项目正式投产，表明公司已经完全掌握了光纤预制棒的制造技术。

光纤光缆制造产业链中，大部分利润体现在上游的光纤预制棒环节，中间的光纤和下游的光缆利润不高，三者的利润贡献比例大致为7：2：1。亨通光电预制棒项目的正式投产比国内其他有强竞争性的公司要早，也是公司业绩内生性增长的主要内容，公司减少进口方面的支出，其差价和税负等将转化为利润。我们保守预计公司2010年预制棒产量为135吨，进口和自制价差（含税负）预计在48美元/KG左右，按6.75的汇率计算，仅此一项就能给公司贡献4370万左右的利润。

二、公司远期战略重点将转向预制棒

2009年中国大陆光纤用量8800万芯公里，但其中所需预制棒至少70%是进口的，按照1吨预制棒可以供给3万芯公里的制造标准计算，2009年国内企业约进口了2000吨预制棒，如果全部自制，至少可为国家节约或者说贡献6亿多人民币的利润。另外，光纤预制棒有差不多40%左右的净利润，其盈利前景足够吸引众多公司趋之若鹜。

全球来看，2009年光纤用量约为1.8亿芯公里，总共需要约6000吨预制棒，目前主要是美国康宁、日本信越等大厂在供货，但随着国内企业逐渐掌握核心技术，尤其是自主研发获得突破的企业，其成本比国外有着无可比拟的竞争优势。根据公开信息，中天科技发布公告投入11亿建设产能为400吨的预制棒生产线，中天科技主要是买的日本的技术和全套设备。亨通光电花了3亿多就建起了实际产能可达300吨的生产线。另外，我们也注意到，生产预制棒所需要的重要原材料四氯化硅和、四氯化锗非常丰富，尤其是四氯化硅，目前中国的多晶硅产业快速发展，预计今年产量将达到4万吨，而四氯化硅就是其副产物，今年就将达40万~60万吨，数量巨大。我们认为，光纤预制棒和其他产业一样，随着我国企业逐渐掌握核心技术，将逐步转移到中国来。亨通光电敏锐的意识到这一点，在战略上、在布局上走到了前面。而且亨通光电意识到未来预制棒的利润空间巨大，目前自身年产300吨的产能很不够，因此，在2010年6月24日，决定投资1479万美元和美国OFS公司联合生产光纤预制棒，公司占股49%，产能设计为年产300吨，预计2011年底投产，该公司的产品在满足国内市场需要的同时，还将积极销售到国际市场，公司今后几年都将有较大受益。

三、FTTX 的快速发展和建设、三网融合的实质推进和 3G 的继续建设，以及智能电网对光纤光缆的拉动能保证公司未来几年的稳定增长，公司有望凭借综合竞争优势提高市场占有率。

亨通光电目前有 12 个拉丝塔，产能约在 1200 万芯公里以上，开工率在 95%以上，光纤光缆产品在国内市场的比例 2009 年整体上大约为 13%，目前提升到大约 18%左右，而且公司还在进行 7 个新塔的建设，目前基建已经封顶，预计到年底，公司产能将达到 1900 万到 2000 万。

随着 FTTX 的快速发展和建设、三网融合的实质推进和 3G 的继续建设，以及智能电网对光纤光缆的需求拉动，我们预计整体上光纤光缆行业将保持 5-10%左右的增速发展。对于亨通光电来说，由于光纤预制棒的正式投产，年内达到 135 吨的实际产量，以及和美国 OFS 联合投资扩大光纤预制棒的产能，也将促使其未来几年在光纤光缆上有整体的（价格）竞争优势，在中国移动、中国电信、中国联通三大主要运营商集采越来越看重价格的趋势下，有望凭借价格优势提高其市场份额，同时促使产业向几个大厂聚合。

四、亨通光电增发收购的线缆和力缆等集团优质价值资产，将增厚公司利润每股约0.3元。

2009 年 6 月 24 日，公司公告亨通光电将向亨通集团及崔根海等六位自然人增发购买亨通线缆 100%股权及亨通集团持有的亨通力缆 75%股权。2010 年 2 月 2 日，增发申请获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会有关工作会议审核后有条件通过。目前正等待中国证监会正式的核准文件，预计在今年三季度完成。

增发完成后，公司的主营业务更加完善，有光纤预制棒、光纤光缆，也有电力电缆、通信线缆等，产品结构更加合理，更加丰富。我们连接到，亨通线缆和亨通力缆都具有较强的盈利能力，预计今年全年利润可达到 4000 万和 2800 万，按增发后的股本计算，可增厚每股 0.3 元的业绩。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1973	1838	2176	2549
现金	722	821	1104	1436
应收账款	457	411	419	429
其它应收款	12	14	14	13
预付账款	98	85	88	90
存货	640	473	515	543
其他	44	33	36	38
非流动资产	950	917	921	941
长期投资	110	67	89	89
固定资产	411	366	321	276
无形资产	83	102	128	161
其他	346	382	384	415
资产总计	2922	2755	3098	3490
流动负债	1430	1069	1191	1316
短期借款	610	398	430	479
应付账款	375	291	324	330
其他	445	380	437	507
非流动负债	25	17	18	20
长期借款	0	0	0	0
其他	25	17	18	20
负债合计	1455	1086	1210	1336
少数股东权益	176	200	226	255
股本	166	166	166	166
资本公积金	596	596	596	596
留存收益	529	706	899	1137
归属母公司股东权益	1291	1468	1661	1899
负债和股东权益	2922	2755	3098	3490

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	234	369	357	397
净利润	220	242	289	341
折旧摊销	51	46	46	46
财务费用	23	14	6	2
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-69	93	34	34
其它	8	-27	-17	-26
投资活动现金流	-303	-2	-32	-37
资本支出	285	0	0	0
长期投资	-20	-18	5	2
其他	-37	-20	-27	-34
筹资活动现金流	271	-267	-43	-28
短期借款	327	-212	33	49
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-55	-55	-75	-77
现金净增加额	202	99	283	332

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1887	2170	2496	2745
营业成本	1365	1567	1784	1935
营业税金及附加	6	7	8	9
营业费用	107	130	165	187
管理费用	130	167	209	236
财务费用	23	14	6	2
资产减值损失	7	6	7	7
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	248	290	336	399
营业外收入	11	7	8	9
营业外支出	1	1	2	1
利润总额	259	296	343	407
所得税	38	53	54	66
净利润	220	242	289	341
少数股东损益	36	24	26	29
归属母公司净利润	184	218	263	312
EBITDA	321	349	388	448
EPS（元）	1.11	1.31	1.58	1.88

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	31.3%	15.0%	15.0%	10.0%
营业利润	75.9%	16.6%	16.1%	18.7%
归属母公司净利润	72.7%	18.7%	20.5%	18.8%
获利能力				
毛利率	27.7%	27.8%	28.5%	29.5%
净利率	9.7%	10.1%	10.5%	11.4%
ROE	14.2%	14.9%	15.8%	16.4%
ROIC	18.4%	21.9%	26.6%	32.5%
偿债能力				
资产负债率	49.8%	39.4%	39.1%	38.3%
净负债比率	41.93%	36.62%	35.57%	35.87%
流动比率	1.38	1.72	1.83	1.94
速动比率	0.93	1.27	1.39	1.52
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.76	0.85	0.83
应收账款周转率	4	5	6	6
应付账款周转率	4.02	4.70	5.80	5.92
每股指标(元)				
每股收益	1.11	1.31	1.58	1.88
每股经营现金	1.41	2.22	2.15	2.39
每股净资产	7.77	8.84	10.00	11.43
估值比率				
P/E	27.36	23.04	19.13	16.11
P/B	3.90	3.43	3.03	2.65
EV/EBITDA	15	14	13	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801