

增持(首次评级)

资产注入可期，明年开始业绩将大幅增长

——亨通光电调研报告

目标价格: 36.00 元

当前价格: 31.72 元

市场数据

信息技术指数 (CSRC) 1210.71

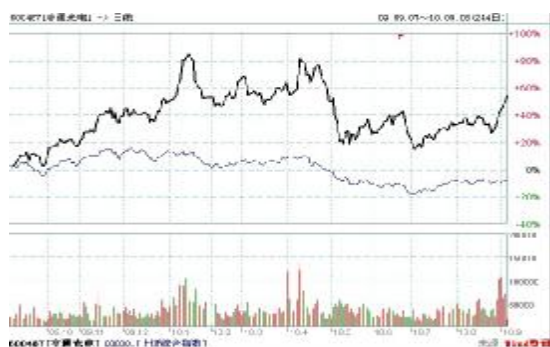
年初至今涨跌幅 -1.23%

基础数据

总市值(百万) 5269

总股本(百万) 166.12

相对股价表现



研究员: 李项峰

联系人: 夏根大

8621-68761616-8502

xiagd@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

投资要点:

光纤光缆市场发展空间广阔。根据 CNNIC 的数据, 我国平均上网速度只有 857kbps, 接入速度远远落后于美国、日本、韩国等互联网发达国家。各运营商都把使用 FTTx 提高宽带速度作为自己的目标, 这必然会带动光纤光缆市场的繁荣, 我们预测今后 3-5 年光纤光缆市场将保持 15% 左右的增长。

预制棒投产大幅降低公司成本。公司自主研发的预制棒项目在 3、4 月份开始投产, 目前年产能 200 吨。目前因光棒投产时间尚短, 生产成本较高, 无法给公司带来实质性业绩拉动, 我们预计明年可节约成本 6000 万元左右, 由此提高毛利率 3 个百分点。

高压电缆和特种光缆业务明年开始将带动公司业绩大幅增长。公司高压电缆和特种光缆预计将于明年 2-3 季度投产, 其中仅高压光缆项目预计年销售收入 20 亿元, 净利润 2 亿元, 超过公司 09 年 18.9 亿元营业收入, 这两个公司将在明年和后年为公司带来营业收入和净利润的大幅增长。

资产注入将增厚公司业绩。公司非公开增发购买资产方案有望于今年 3 季度实施, 预计资产注入成功后, 10 年将增厚公司 eps 0.18 元左右。

盈利预测及估值分析: 在不考虑资产注入的情况下, 我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 20%、22% 和 23%, EPS 分别为 1.03 元/1.28 元/1.74 元。公司当前价格为 31.72 元/股, 对应 2010-2012 年 PE 分别为 31 倍/24 倍/18 倍, 价格低估, 给予增持评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	1887	2265	2763	3398
收入增幅(%)	31.26%	20%	22%	23%
净利润	184	171	213	290
净利增幅(%)	72.68%	-7.03%	24.77%	35.77%
毛利率(%)	27.67%	26.36%	26.02%	26.60%
ROE(%)	14.24%	12.03%	13.4%	15.89%
EPS(元)	1.10	1.03	1.28	1.74

请务必阅读正文后的免责声明部分

1. 光纤光缆市场发展空间广阔

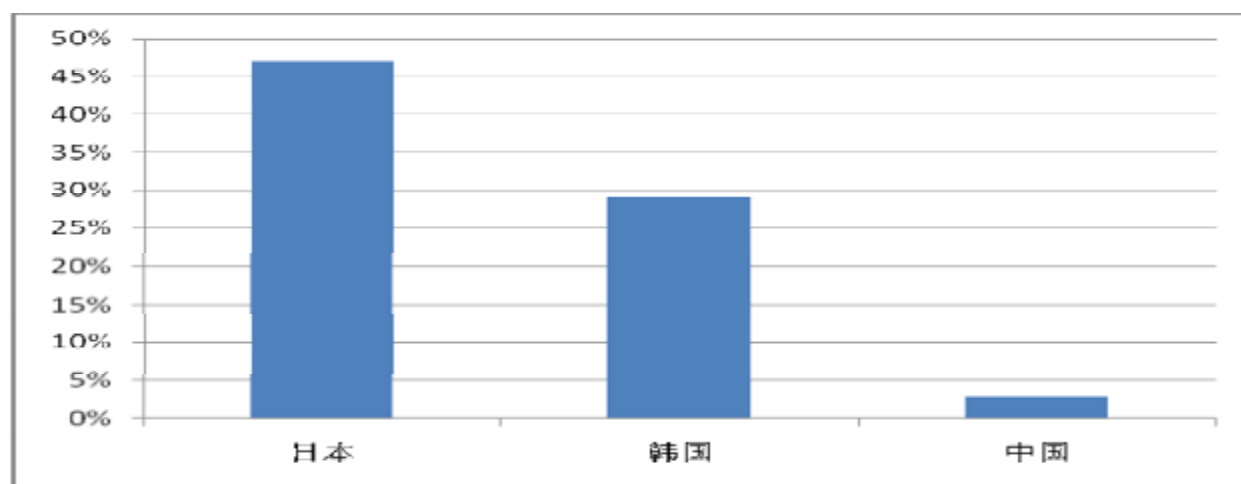
根据英国 CRU 国际分析公司 2010 年最新统计数据,2009 年全球单模光纤总需求达到了 1.685 亿芯公里,比 2008 年增长了 24%,其中中国 2009 年单模光纤需求达到了 7880 万芯公里,占世界总需求的 46.8%。2009 年中国 12 家光纤拉丝企业生产光纤 6040 万芯公里。我们预测中国光纤光缆市场今后 3-5 年依然将保持 15%左右的快速增长,这主要是基于以下两个方面的原因。

第一、用户对网络带宽的客观需求将推动运营商加快光纤光缆的建设力度,从而带动光纤光缆行业的快速发展。

根据 CNNIC(中国互联网络信息中心)2010 年 7 月报告,我国“宽带不宽”的问题仍然突出,平均上网速度只有 857kbps,接入速度远远落后于美国、日本、韩国等互联网发达国家,还有很大的上升空间。

制约宽带速度最关键的因素就是我国目前光纤普及率太低,到 2009 年 6 月,中国 FTTx 普及率约为 3%,而且基本是“FTTB+LAN”的形式。而韩国和日本的普及率达到 47%和 29%,其中 FTTH 分别是 13%和 17%。

图 1: 截至 2009 年 6 月各国光纤接入普及率



数据来源：德邦证券研究所

高清网络电视，视频通话，3D 网络游戏等等网络应用都使客户对宽带速度提出更高的要求，目前 857kbps 的网络速度根本无法满足客户的需求，也将限制各种互联网业务的快速发展。各运营商为了抢夺客户和开拓新的增值业务，必定要使用光纤接入来提高宽带速率。

表格 1: 各运营商宽带发展规划

运营商	发展规划
中国电信	在未来 3 至 5 年内 ,完成现有中国电信宽带用户的光纤化改造 ,使城市用户全面具备 20M 宽带接入能力。
中国移动	计划在 3-5 年之内 ,逐步引入 10G 的 PON 和 UniPON 技术 ,对家庭用户主要实行 FTTB (高档小区可采用 FTTH) ,满足用户 20M-50M 的接入带宽需求。
中国联通	2009 年就表示要全方位 ,大范围 ,规模化推进 FTTx 建设 ,最终希望达到 20 到 30 兆的带宽 ,东北则是 50 兆到 100 兆。

数据来源：德邦证券研究所

第二、国家政策将会推动光纤光缆的建设。

发展宽带历来是主要发达国家信息化战略的重要目标或措施。投资宽带基础设施不仅可以直接拉动经济增长,更为重要的是,宽带的发展可为各产业提供更好的信息平台,间接带动消费增长。

今年3月17日,工信部等7部委联合发布了《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。电信企业要加快光纤宽带接入网络部署,并要求新建区域直接部署光纤宽带网络,已建区域加快光进铜退的网络改造,有条件的商业楼宇和园区直接实施光纤到楼、光纤到办公室,有条件的住宅小区直接实施光纤到楼、光纤到户。3年内光纤宽带网络建设投资将超过1500亿元,新增宽带用户超过5000万。光纤光缆在政策支持下,需求将大规模增长。

此外,三网融合、3G网络建设、电网智能化,所有这一切服务都将围绕着高速带宽展开,这必将带动我国光纤光缆的大量需求,因此,我们预测今后3-5年光纤光缆市场将保持15%左右的高速增长。

2. 预制棒投产大幅降低公司成本

光纤光缆的生产流程是“预制棒——光纤——光缆”,这三个环节的利润比例大致是7:2:1,目前我国的预制棒80%左右依赖进口。考虑到预制棒的丰厚利润,国内各大厂商目前都在开发研制预制棒。

表格 2：国内预制棒产能情况

公司名称	合作公司	预制棒产能（吨/年）	投产时间
长飞	荷兰德拉克、德国贺利氏公司	500	2009 年底
富通	日本住友	预计 300	2010 年 9 月
亨通光电（600487）	自己研制、美国 OFS	200（不含与美国 OFS 合作的产能）	2010 年 3 月
烽火通信（600498）	日本藤仓	175（2011 年），350（2013 年）	预计 2010 年 10 月
中天科技（600522）	日本日立	100	预计 2011 年

数据来源：公司公告，德邦证券研究所

公司是国内上市公司中第一家生产预制棒的企业，自发研制的预制棒项目在今年 6 月 21 日通过专家委员会的鉴定，目前年产能 200 吨。预制棒采购价格是 165 美元/公斤，生产成本大约是 120 美元/公斤，据此测算，明年开始每年将为公司节约成本 6000 万元左右，占预测的明年营业成本 20.4 亿元的 3%，可以提高毛利率 3 个百分点。

公司于 6 月 25 日宣布将与美国 OFS 公司合作设立中美合资企业，合资企业总投资 5000 万美元，注册资本 3000 万美元，主营光纤预制棒的研发及生产、销售。其中，OFS 出资 1530 万美元，占比 51%，亨通光电出资 1470 万美元，占比 49%。这将进一步保障公司对光纤预制棒需求，有利于公司提高预制棒的生产技术，提高盈利能力和提升综合竞争力。

由于光纤光缆的主要利润都集中在预制棒环节，今后不能生产预制棒的企业将很难生存，整个市场份额将向长飞、富通、亨通、烽火、中天这五家有预制棒生产项目的厂家集中，而提前实现预制棒生产的亨通光电无疑将能争取更多的市场份额，确立其在国内光纤光缆市场的领先地位。

3. 高压电缆和特种光缆业务明年开始将带动公司业绩大幅增长。

公司于 2009 年 7 月出资 33950 万元，在江苏常熟经济开发区投资建设高压海底复合缆生产项目，产品将包括 220kV 以下海底电力电缆、500kV 以下陆用超高压电力电缆、海底光缆、高压海底光电复合缆等。本项目建成后预计可实现年平均销售收入 20 亿元左右，年平均利润总额 2 亿元左右，而目前公司的 09 年营业收入和净利润分别是 18.9 亿元和 2.2 亿元。我们预测高压电缆将于明年二、三季度开始投产，届时将大幅增加公司的营业收入和净利润。

公司今年在广东松山湖产业园投资，主要从事 FTTH 用特种光纤、适用 FTTH 的室内软光缆、城域网使用的带状光缆等特种光缆和特种数据通信线缆的研发和生产。该项目总投资额不小于人民币 2.5 亿元。我们预计该项目也将于明年二、三季度开始投产。

基于上面两个项目明年即将投产，我们认为公司明年和后年营业收入和净利润将会大幅增长。

4、资产注入将增厚公司业绩

公司计划通过定向发行股票的方式，收购集团公司旗下的亨通线缆 100%股权和亨通电缆 75%股权，收购资产交易价格为 58043.87 万元，本次定向发行价为 14.17 元，共需定向发行 4096.25 万股，发行后公司总股本扩大为 20708.25 万股。该非公开发行股份购买资产事项在 2010 年 2 月 2 日已经通过了中国证监会的审核，最快将于 9 月份获得

证监会正式批文，进入正式实施阶段。

亨通线缆主要产品为市话电缆、程控电缆、数据电缆、铁路电缆和汽车电线等，其中铁路数字信号电缆已通过铁道部 CRCC 认证。2008 年，全国的通信电缆总需求量为 3,000 万对公里，亨通线缆的通信电缆产销量达 372 万对公里，在全国的市场占有率达 12.40%，位居全国第一。

亨通力缆主营电力电缆的生产与销售，公司的主导产品已覆盖了 1000kV 及以下各类裸电线、35kV 及以下电力电缆、通信电源用阻燃耐火软电缆、架空绝缘电缆和控制电缆等。亨通力缆 2008 年营业总收入为 121,824 万元，在目前国内以电线电缆为主的 4 家上市公司和拟上市公司中排名第四。

表格 3：电力电缆行业各竞争阵营分类表

分类名称	公司名称
第一梯队	外资：法国耐克森集团、意大利比瑞利集团、日本古河电缆、日本住友电工 国内：江苏远东控股集团有限公司、青岛汉缆集团有限公司、江苏宝胜科技创新股份有限公司等
第二梯队	亨通集团有限公司、江苏上上电缆集团有限公司、浙江万马电缆股份有限公司、无锡江南电缆有限公司、天津市塑力电缆厂、广东南洋电缆集团股份有限公司
第三梯队	其他特色与竞争力较为一般的中小电缆企业

数据来源：公司公告，德邦证券研究所

线缆行业作为一个成熟产业，竞争态势相对稳定，行业有趋向集中的趋势，亨通集团旗下线缆资产暂时处于第二梯队，并在未来几年内不会发展太大改变。亨通线缆和亨通力缆两家公司主要产品，随着国家对光纤通信网络投资的大幅增加、国家制造业的产能增加、国家电网投资的提升、国家铁路投资的大幅增加、轨道交通建设规模的增长、

风电投资的井喷，2010 年以及未来年度的盈利水平、市场份额将得到稳定提高。

表格 4：亨通线缆和亨通电缆业绩预测表

		2008	2009E	2010E
亨通线缆	营业收入	100,011.96	94,223.31	126329.7
	利润总额	1,559.50	4,221.64	5655.419
	所得税费用	-111.94	520.84	750.871
	净利润	1,671.44	3,700.80	4070.88
	归属于母公司所有者的净利润	1,864.60	3,444.31	4619.296
	少数股东损益	-193.16	256.49	285.252
亨通电缆	营业收入	121,824.11	95,000.00	116050
	利润总额	3,681.38	4,383.34	5396.996
	所得税费用	550.87	688.16	819.676
	净利润	3,130.51	3,695.18	4577.32
	归属于母公司所有者的净利润	2,347.88	2,771.39	3432.99
	少数股东损益	782.63	923.80	1144.33

备注：2009 年财务数据未获得，使用的是公司 09 年公告中的预测数据。

数据来源：公司公告，德邦证券研究所

目前公司主营业务只有光纤光缆，业务结构较单一，收购完成后，公司同时涉足线缆和电缆行业，这将有利于规避单个行业的营业波动风险，并且在原材料采购和市场需求方面有助于发挥规模效应和协同效应。

在各项财务指标方面，收购完成后将大幅扩大公司的营业收入和净利润，经过测算，资产注入成功后，预计公司 10 年的营业收入将增加 23 亿元，每股盈利将增加 0.18 元。

表格 5：预计收购对公司 2010 年主要财务指标的影响

	收购前	收购后
--	-----	-----

营业收入 (百万元)	2264.51	4467.98
净利润 (百万元)	207.22	251.48
净资产 (百万元)	1420.70	2001.13
总股本 (百万股)	166.12	207.08
每股盈利 (元)	1.03	1.21
每股净资产 (元)	8.55	9.66

数据来源：德邦证券研究所

5、公司估值

5.1、相对估值法

在不考虑资产注入的情况下，我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 20%、22%和 23%，每股盈利分别为 1.03 元/1.28 元/1.74 元。公司当前价格为 31.72 元/股，对应 2010-2012 年市盈率分别为 31 倍/24 倍/18 倍，低于目前光纤光缆类公司平均 36 倍的 2010 年市盈率，再考虑到公司今后两年的收入的高速增长和资产注入预期，我们给予增持评级，目标价格 36 元。

表格 6：光纤光缆类上市公司估值

	2010 年 pe	2010 年 6 月 pb
烽火通信	42.35	4.51
中天科技	20.16	4.51
永鼎股份	20.53	3.56

法尔胜	60.10	2.25
平均值	35.78	3.71
亨通光电	30.83	3.93

数据来源：德邦证券研究所

5.2、绝对估值法

我们采用 DDM 模型对公司进行估值，假设 2010 年至以后的 8 年里，公司的净利

润增长率逐步下降至 5%，并维持 5%的永续增长率和 50%的分红率，通过 CAPM 模型

采用 8.65%的折现率，得到公司每股价格为 36 元。

表格 7：DDM 模型估值（未考虑资产注入）

百万	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
净利润	106.49	183.88	170.96	213.30	289.61	347.53	417.04	500.45	590.53	673.20	740.52
净利润增长率	33.69%	72.68%	-7.03%	24.77%	35.77%	20.00%	20.00%	20.00%	18.00%	14.00%	10.00%
总股本	166.12	166.12	166.12	166.12	166.12	166.12	166.12	166.12	166.12	166.12	166.12
每股利润	0.64	1.11	1.03	1.28	1.74	2.09	2.51	3.01	3.55	4.05	4.46
分红率	31.20%	22.59%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	50.00%	50.00%	50.00%
每股股利	0.20	0.25	0.31	0.39	0.52	0.63	0.75	0.90	1.78	2.03	2.23
稳定增长阶段	2018年以后										
增长率	5%										
分红率	50%										
折现率计算											
无风险利率	3.50%										
贝塔值	1.03										
市场溢价	5%										
折现率计算	8.65%										
每股价格	36.00										

数据来源：德邦证券研究所

表格 8：敏感性分析

		永续增长率								
		4.20%	4.40%	4.60%	5.00%	5.20%	5.40%	5.60%	5.80%	6.00%
折现率	7.15%	48.40	51.56	55.22	64.58	70.70	78.22	87.68	99.94	116.46
	7.65%	40.61	42.82	45.31	51.43	55.24	59.72	65.08	71.60	79.69
	8.15%	34.82	36.43	38.22	42.48	45.04	47.98	51.37	55.35	60.06
	8.65%	30.35	31.56	32.89	36.00	37.82	39.87	42.18	44.83	47.86
	9.15%	26.79	27.73	28.76	31.10	32.45	33.94	35.60	37.47	39.56
	9.65%	23.90	24.65	25.45	27.27	28.30	29.43	30.67	32.04	33.55
	10.15%	21.51	22.11	22.76	24.20	25.00	25.88	26.83	27.87	29.01

数据来源：德邦证券研究所

6、风险提示

- 1、光纤光缆采购价格超预期下跌的风险。今年 3-4 月份联通和电信集中采购光纤光缆价格在 75-78 元左右，移动 6 月份集中采购价格 73-75 元左右，相比去年 86 元左右的采购价格有大幅下跌，如果光纤光缆价格进一步大幅下跌，公司利润将受影响。
- 2、高压电缆和特种光缆项目未能按期投产的风险。高压电缆和特种电缆如果不能按期投产，或者投产后利润不及预期，将会影响公司业绩。
- 3、存在资产注入未能如期实施的风险。

表格 9：公司盈利预测表（未考虑资产注入）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1973	2226	2515	2950	营业收入	1887	2265	2763	3398
货币资金	722	715	796	903	营业成本	1365	1668	2044	2494
应收账款	457	536	615	721	营业税金及附加	6	7	9	11
其他应收款	12	13	13	14	销售费用	107	116	141	173
预付款项	98	114	135	159	管理费用	130	190	221	258
存货	640	795	890	1070	财务费用	23	37	44	54
其他流动资产	44	53	67	83	资产减值损失	7	9	11	14
非流动资产	950	1204	1443	1690	公允价值变动净收益	0	0	0	0
长期股权投资	110	110	110	110	投资净收益	-1	-1	0	1
固定资产	739	969	1172	1372	汇兑净收益	0	0	0	0
无形资产	83	102	133	173	营业利润	248	237	293	396
其他非流动资产	18	23	29	34	营业外净收支	10	5	7	11
资产总计	2922	3430	3958	4639	利润总额	259	242	301	406
流动负债	1430	1782	2117	2530	所得税	38	35	44	59
短期借款	610	840	1000	1125	未确认的投资损失	0	0	0	0
应付账款	375	443	525	663	净利润	220	207	257	347
应付票据	321	345	405	513	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	124	153	187	229	归属母公司净利润	184	171	213	290
非流动负债	25	35	41	51	EPS（元）	1.10	1.03	1.28	1.74
负债合计	1455	1817	2158	2581	主要财务比率				
归属母公司股东权益	1291	1420	1591	1823	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	176	192	208	235	成长能力				
负债和股东权益	2922	3430	3958	4639	营业收入	31.26%	20%	22%	23%
价值分析数据					营业利润	75.88%	-4.5%	23.64%	34.85%
每股指标（元）					归属于母公司净利润	72.68%	-7.03%	24.77%	35.77%
EPS	1.10	1.03	1.28	1.74	盈利能力				
每股净资产	7.77	8.55	9.58	10.97	毛利率(%)	27.67%	26.36%	26.02%	26.60%
每股营业收入	11.36	13.63	16.63	20.46	净利率(%)	11.67%	9.15%	9.30%	10.21%
估值比率					ROE(%)	14.24%	12.03%	13.40%	15.89%
P/E	29	31	25	18	偿债能力				
P/B	4.08	3.71	3.31	2.89	资产负债率(%)	49.78%	52.99%	54.53%	55.63%
P/S	2.79	2.33	1.91	1.55	流动比率	1.38	1.25	1.19	1.17
					速动比率	0.93	0.80	0.77	0.74
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.71	0.75	0.79
					净资产周转率	1.55	1.67	1.83	1.99

投资评级

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 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。