

亨通光电 (600487)

公司研究/深度报告

推荐 维持评级

合理估值: 43.00—49.65 元

资产注入打开成长空间, 综合线缆商先做大再做强

民生精品---深度研究报告/通信设备行业

2011 年 2 月 23 日

报告摘要:

● 光缆、线缆、力缆三驾马车挺进综合线缆蓝海

线缆、力缆注入上市公司后, 将与光纤光缆一起形成拉动业绩的三驾马车, 使公司成为国内线缆行业品种最齐全的上市公司, 并直接面对 4000 亿元以上规模的线缆市场。未来公司将向高端产品领域拓展, 向线缆综合应用服务转型, 实现从“做大”到“做强”的嬗变。

● 线缆力缆市场空间广阔, 注入后11年EPS增厚0.15元

电信网络扩容将拉动通信电缆需求每年增长 20%-30%, 未来 4 年铁路线缆市场需求预计将达 100 亿元, 2011 年国内的汽车电线需求和船用电缆可分别达到 4100 万 km 和 38 万 km。资产注入后将于 2011 年并表, 预计当年 EPS 可增厚 0.15 元。

● “5.3.1”计划布局国际化, 未来线缆产能的50%出口海外

公司已制定了“5.3.1”计划, 即未来线缆产能的 50% 出口海外、30% 以上资本投资在海外、10% 以上人才具有全球视野及国际化经营管理技能。目前, 线缆产能 10% 出口海外, 预计未来 3-5 年内将这一比例提升至 30%。

● 合理估值在43.00-49.65之间, 给予“推荐”评级

预计 2010-2012 年公司实现营业收入分别为 21.37 亿元、55.70 亿元和 65.82 亿元 (11、12 年含注入资产); EPS 分别为 1.22 元、1.72 元和 1.94 元。合理估值在 43.00-49.65 元之间, 给予“推荐”评级。

● 风险提示

光纤光缆的销售价格继续下行; 线缆力缆如果不能推出高附加值产品并批量销售, 铜线产品将明显拉低公司综合毛利率。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1,887	2,137	5,570	6,582
增长率 (%)	31.26%	13.26%	160.63%	18.16%
归属母公司股东净利润 (百万元)	184	203	356	401
增长率 (%)	72.67%	10.58%	75.31%	12.52%
每股收益 (元)	1.11	1.22	1.72	1.94
毛利率 (%)	27.7%	28.0%	19.2%	18.9%
净资产收益率 ROE (%)	16.1%	15.5%	18.0%	15.3%
每股净资产 (元)	8.83	10.31	12.99	15.14
PE	28.61	25.87	18.40	16.35
PB	3.58	3.07	2.44	2.09
EV/EBITDA	/	17.84	17.65	16.57

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 卢婷

执业证书编号: S0100210090003

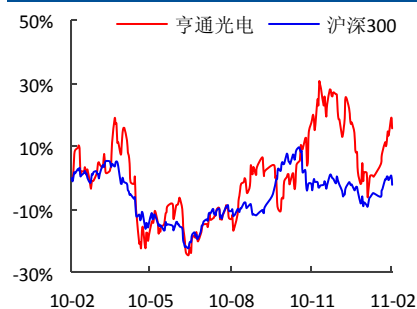
联系人: 张彤宇 (行业专家)

电话: (8610)8512 7653

Email: zhangtongyu@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2011-2-22)

收盘价 (元)	37.41
近 12 个月最高/最低	43.96/23.75
总股本 (百万股)	207.08
流通股本 (百万股)	166.12
流通股比例 %	80.22
总市值 (亿元)	77.47
流通市值 (亿元)	62.15

相关研究

1. 《亨通光电(600487)深度报告: 产业链纵横拓展, 领先的线缆商成长可期》
2010.10.30
2. 《亨通光电(600487)调研简报: 光棒光纤产能稳步提高, 特种线缆开辟行业蓝海》

投资要点:

► 投资逻辑

90年代末,我国光纤价格为1300元/芯公里,到2003年下降至140元/芯公里。进入2010年价格继续下滑,目前只有70元/芯公里。从长期看,随着技术的进步,产品的升级,光预制棒的国产化,可以预见光纤光缆的价格仍会继续下降。价格走低趋势给光纤企业提出的第一个要求就是要“做大”,只有规模大者才不断摊薄成本,取得行业领先优势;第二个要求是要“做全”,只有拥有齐全的产品线和综合线缆解决方案,才能在运营商的集采招标中胜出,提供一揽子解决方案;第三个要求是“做高端”,只有向高端产品拓展才能走出线缆市场的红海,提升盈利能力。只有做到这三点,线缆企业才能开始“做强”,并在日益集中的行业趋势中胜出。

我们发现亨通光电正是循着这样的发展思路,一步步从“做大”走向“做强”。目前光缆、线缆、力缆三驾马车已整合完毕,即将拉动公司挺进综合线缆的蓝海,未来的成长也凸显了企业当前的投资价值。



► 有别于大众的认识

本研究在前期对公司的光纤光缆业务深度研究基础上,对公司的新注入资产线缆、力缆业务进行深入的分析 and 测算。我们发现,线缆力缆虽然在短期内将拉低公司的毛利率水平,但它对公司的每股收益和净资产收益率等业绩指标,都有明显的提升作用。未来随着高端产品策略见效,毛利率水平也将会逐步回升。

目 录

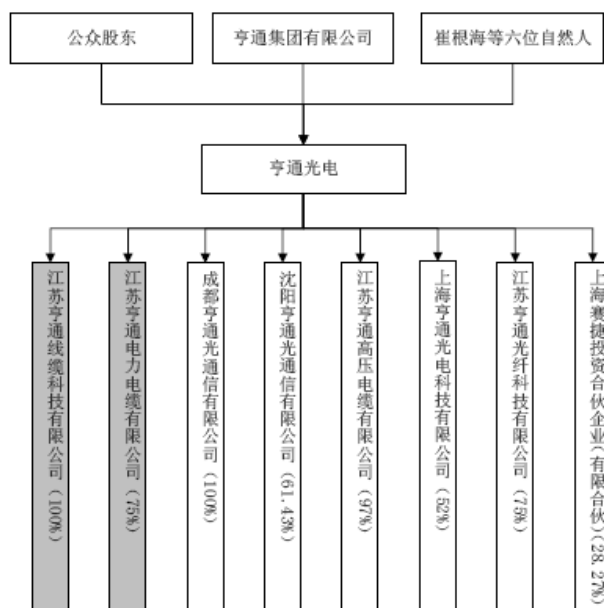
一、三驾马车拉动，挺进综合线缆蓝海.....	4
(一) 亨通线缆和亨通力缆正式注入亨通光电.....	4
(二) 光缆、线缆、力缆三驾马车拉动，综合线缆商先做大再做强.....	4
二、线缆力缆品种齐全，公司位列行业第二梯队.....	5
(一) 公司是国内线缆力缆品种最齐全的厂商之一.....	5
(二) 线缆力缆业务处于行业内第二梯队.....	6
三、线缆力缆稳步成长，注入后将显著提升公司业绩.....	6
(一) 公司铜线类产品以通信线缆为主.....	6
(二) 线缆力缆产能稳步提高，产销率在 95%以上.....	7
(三) 资产注入虽拉低公司的毛利率，但可显著提升公司业绩.....	7
四、线缆力缆面临广阔市场空间.....	9
(一) 电线电缆行业总产值已占 GDP 的 2%.....	9
(二) 通信线缆市场需求得到电信、铁路、汽车、船舶等领域的增长保障.....	9
(三) 电力电缆面对千亿级的电网市场.....	10
五、光通信景气推动光纤光缆业务快速成长，盈利能力持续提高.....	10
(一) 过去 7 年公司营收 CAGR 达 25.4%.....	10
(二) 盈利能力持续提高位居榜首.....	11
六、战略转型保障公司做大后再做强.....	12
(一) 从传统线缆向高端线缆转型，提高毛利率.....	12
(二) 从产品生产向线缆综合方案解决者转型.....	12
(三) 国际化目标：线缆产能的 50% 出口海外.....	12
七、估值与投资建议.....	13
(一) 关键假设与盈利预测.....	13
(二) 相对估值.....	14
(三) 绝对估值.....	15
(四) 估值结果与投资建议.....	16
八、股价催化剂与风险提示.....	16
(一) 股价催化剂.....	16
(二) 风险提示.....	16
插图目录.....	18
表格目录.....	18

一、三驾马车拉动，挺进综合线缆蓝海

(一) 亨通线缆和亨通力缆正式注入亨通光电

2010 年末，中国证监会核准了亨通光电向亨通集团及崔根海等 6 名自然人发行股份购买集团资产，共发行 40,962,505 股人民币普通股（其中向亨通集团发行 29,645,487 股，向崔根海等六位自然人发行 11,317,018 股），交易价格为 58,043.87 万元，收购亨通线缆 100% 的股权、亨通力缆 75% 的股权，从而使亨通集团对上市公司的持股比例提升至 40.71%。

图 1：亨通线缆和亨通力缆成为亨通光电的子公司



资料来源：公司公告，民生证券研究所

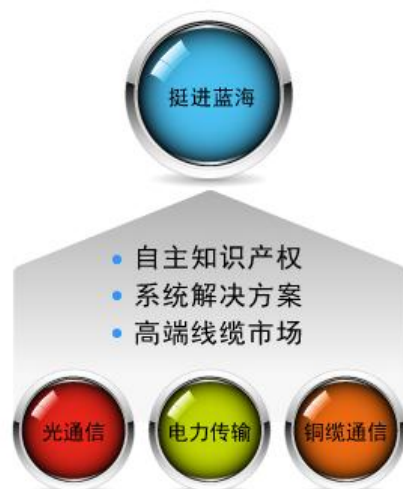
(二) 光缆、线缆、力缆三驾马车拉动，综合线缆商先做大再做强

亨通光电是国内光纤光缆行业中规模最大和最具竞争力的企业之一，主营业务为光纤光缆的生产与销售。进入 2010 年，光纤光缆行业出现了供略大于求的趋势，光纤价格逐渐走低，目前达到 70 元/芯公里左右，使公司面临着产品结构单一、市场规模受限、行业周期性风险等问题。

而亨通集团的线缆类资产全部注入上市公司后，亨通光电将成为中国线缆行业品种最为齐全的上市公司。一方面，公司的主业将由原来的以光纤光缆产业链为主，延伸至电力电缆、通信线缆等领域，有助于降低市场周期性波动的影响，并丰富产品结构；另一方面，将增加上市公司的利润来源，实现亨通光电现有“光产品”和“电产品”的协同效应，提高公司收益。

将光纤光缆、电力电缆、通信线缆整合于统一的上市公司平台，再向高端产品领域拓展，实现向线缆综合应用服务转型，这种“先做大再做强”的战略布局，将有利于公司实现“国内一流的综合性线缆公司”的发展目标。

图 2: 光缆、线缆、力缆三驾马车挺进蓝海



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

二、线缆力缆品种齐全, 公司位列行业第二梯队

(一) 公司是国内线缆力缆品种最齐全的厂商之一

公司线缆力缆业务已具备 200 多个品种、10000 多个规格的产品生产能力, 并拥有全球最先进的设备及工艺技术, 以国际电工委员会 IEC 标准和美法日德等国的领先技术标准进行生产。

亨通线缆的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。产品广泛应用于电信、移动、联通、网通、广电、电力、国防和国家干线、高速公路、铁路、局域网、智能大厦以及油田矿山等诸多领域和大型工程, 部分产品出口到泰国、菲律宾、越南等国家。

亨通力缆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。亨通力缆为国家级重点高新技术企业, 公司产品广泛应用于全国城乡电网改造和国家及地方的大型工程以及国家电力、煤炭、铁路、交通、石油、化工和军工科研等部门, 并已出口到亚洲、欧洲、非洲、南美洲的十几个国家和地区。

表 1: 公司是国内线缆力缆品种最齐全的厂商之一

分类	产品	子公司
通信线缆	通信电缆	市话电缆、程控电缆、数据电缆 亨通线缆科技有限公司
	电气装备用电线电缆	铁路电缆、轨道交通用电线电缆、船用电缆、核电站电缆、风电站电缆 亨通线缆科技有限公司
		汽车电线 亨通金天电子线缆有限公司
电力电缆	铝绞线、钢芯铝绞线、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、控制电缆等 亨通电力电缆有限公司	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

(二) 线缆力缆业务处于行业内第二梯队

我国电线电缆行业从综合竞争力比较可分为三个梯队：第一梯队是处于行业领先地位的外资厂商及国内龙头企业；第二梯队是在某些产品或区域具有一定竞争优势，但与龙头企业还有一定差距的企业；第三梯队是特色与竞争力一般的企业。亨通集团的铜线业务处于行业内的第二梯队，具有一定的竞争优势。预计未来几年，三个梯队的竞争格局总体将保持不变。

表 2：公司线缆力缆业务处于行业内第二梯队

分类	公司
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
第二梯队	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
	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
第三梯队	天津市塑力电缆厂
	广东南洋电缆集团股份有限公司
	其他特色与竞争力较为一般的中小电缆企业

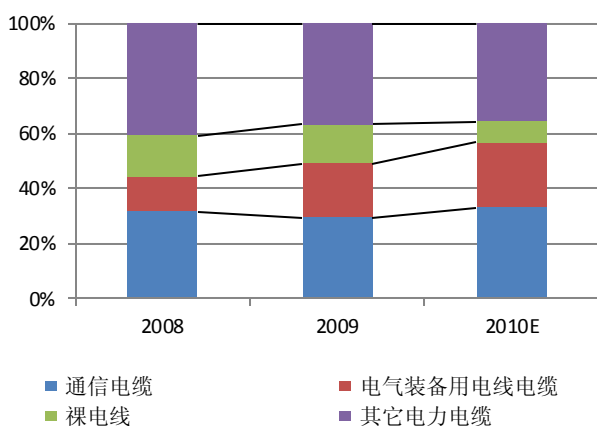
资料来源：公司公告，民生证券研究所

三、线缆力缆稳步成长，注入后将显著提升公司业绩

(一) 公司铜线类产品以通信线缆为主

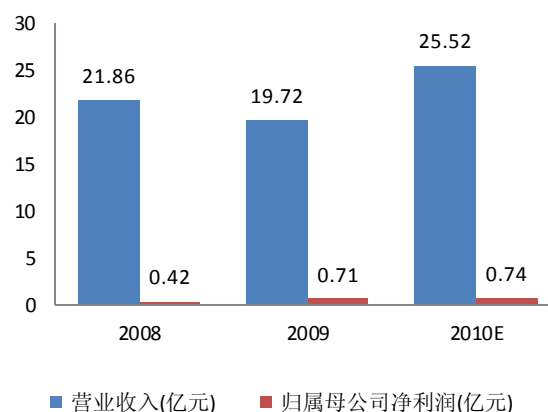
从产品的收入结构看，单产品分类通信电缆占比最大，达 30%以上；其次是电气装备用电线电缆，为 23%左右。总体来看，公司铜线类产品是以通信线缆为主的，占比在 60%以上。线缆电缆产品近年收入稳定，预计 2010 年可达 25 亿元左右。

图 3：通信电缆占营业收入的 30%以上



资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 4：2010 年预计线缆电缆产品收入可达 25 亿元左右



资料来源：公司公告，民生证券研究所

(二) 线缆力缆产能稳步提高, 产销率在 95%以上

近年, 公司电力电缆和通信线缆的产能及产量稳步提高, 估计未来两年电力电缆的产能和产量会以 15%左右的速度增长, 通信线缆的产能和产量会以 25%左右的速度增长。

表 3: 公司电力电缆和通信线缆的产能及产量大约以每年 13%-17%的速度提高

产品		2008		2009		2010E	
		产能	产量	产能	产量	产能	产量
电力电缆	裸电线（吨）	21,500	18,753	22,050	19,794	22050	14902
	其他电力电缆（公里）	17,000	13,525	22,800	17,854	29200	27274
通信线缆	通信电缆（对公里）	3,750,000	3,630,985	4,000,000	3,923,532	4200000	394124
	电气装备用电线电缆（公里）	865,000	527,375	1,000,000	811,045	1040000	963808

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

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。在铁路电缆领域, 亨通线缆在全国 16 个铁路局中成功入围 14 个局, 在中铁建和中铁下属 25 个单位中已与 18 个单位建立了业务合作关系, 2008 年全年销售 64,719 公里, 市场份额达到 15.37%。

亨通线缆下属子公司亨通金天是国内最大的汽车电线电缆制造企业之一, 和众多线束制造厂、汽车主机厂有着密切合作关系。目前已具备年产 80 万公里汽车电线产能, 营业收入从 2004 年的 3,700 万元, 发展至 2009 年的 29,253 万元。目前亨通金天在行业中处领先地位, 市场占有率近三年以 100%的速度递增, 目前市场占有率达 9%。

亨通力缆 2008 年电力电缆销量为 13,481 公里, 其中通信电源用阻燃耐火软电缆销量为 5,100 公里, 在该领域的市场份额达 30%以上, 位居全国销量第二位。近年公司电力电缆和通信线缆的产销率均在 95%以上。

表 4: 近年公司电力电缆和通信线缆的产销率均在 95%以上

产品		2008		2009		2010E	
		销售量	产销率	销售量	产销率	销售量	产销率
电力电缆	裸电线（吨）	19,747	105.30%	19,732	99.69%	21373	102.30%
	其他电力电缆（公里）	13,481	99.67%	17,877	100.13%	22642	96.07%
	合计	33,228	102.94%	37,609	99.90%	44016	99.00%
通信线缆	通信电缆（对公里）	3,716,805	102.36%	3,744,105	95.43%	4417291	104.19%
	电气装备用电线电缆（公里）	512,600	97.20%	723,892	89.25%	1128269	107.01%
	合计	4,229,405	101.71%	4,467,997	94.37%	5545560	104.75%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

(三) 资产注入虽拉低公司的毛利率, 但可显著提升公司业绩

近年来, 由于公司线缆力缆产品销售额扩大而导致成本摊薄、产品不断推陈出新、成本控制经验渐为丰富, 使铜线类产品的毛利率持续提高, 从 2007 年的 5.47%提高到 2009 年的 14.41%。与可比上市公司相比, 公司毛利率处于同业中等水平, 低于南洋股份, 高

于宝胜股份。

与公司光纤光缆产品相比, 线缆力缆产品的毛利率水平只相当于光纤光缆的 50%。主要原因在于, 公司光纤光缆业务拥有“光棒——光纤——光缆”的完整产业链, 产品成本远低于线缆力缆产品; 而线缆力缆产品的主要原材料铜铝价格较高, 且约占成本总额的 70%以上, 均需求外购, 使总成本抬高。2010 年上半年, 线缆力缆毛利率下降为 11.79%, 原因是铜价格大幅上涨, 造成销售成本增长幅度大于产品销售价格增长所致。

图 5: 公司线缆力缆产品毛利率处于同业中等水平

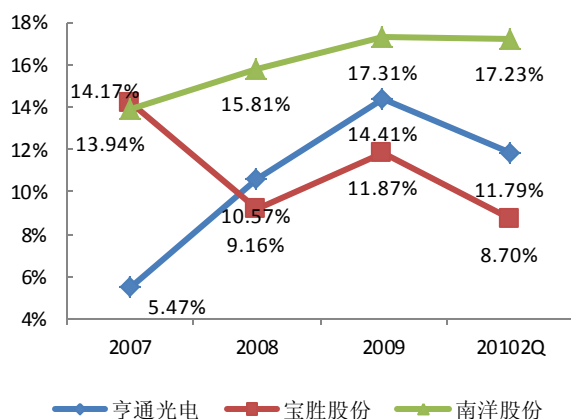
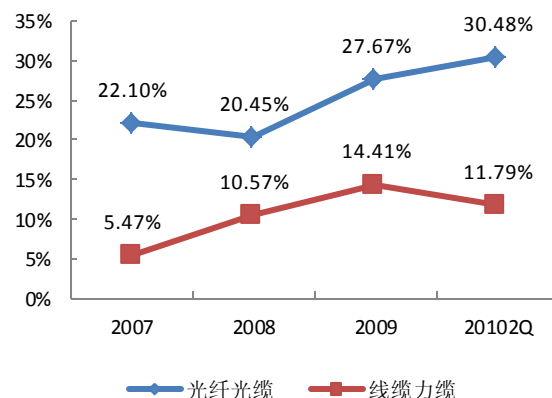


图 6: 线缆力缆产品毛利率水平只达到光纤光缆的 50%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

线缆力缆资产注入上市公司后, 一方面由于线缆力缆的毛利率较低, 将显著拉低公司的综合毛利率, 大约 5 个百分点左右; 另一方面, 线缆力缆却能改善上市公司的每股收益和净资产收益率等指标, 对业绩提升作用明显。以 2008 年为例, 注入前, 公司基本每股收益 0.641 元, 加权平均净资产收益率 9.61%; 注入后, 基本每股收益增厚 0.12 元, 净资产收益率提高 2.28 个百分点。

表 5: 线缆力缆拉低上市公司毛利率大约 5 个百分点

项目	2008 年光纤光缆		2008 年合并		2009 年光纤光缆		2009 年合并	
	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例
毛利	29,398.96	20.45%	53,311.46	15.21%	52,215.12	27.67%	80,530.98	21.62%
净利润	12,389.34	8.62%	17,942.48	5.12%	22,030.06	11.67%	30,442.29	8.17%
归属于母公司股东的净利润	10,648.80	7.41%	15,612.47	4.46%	18,388.09	9.74%	25,609.27	6.88%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

表 6: 按 2008-2009 年计, 线缆力缆可增厚上市公司基本每股收益 0.12-0.14 元

项目	2008 年		2009 年	
	光纤光缆	合并	光纤光缆	合并
归属于公司普通股股东的净利润	基本每股收益 (元/股)	0.641	0.76	1.107
	稀释每股收益 (元/股)	0.641	0.76	1.107
	全面摊薄净资产收益率(%)	9.34	10.13	14.24
	加权平均净资产收益率(%)	9.61	11.89	15.12
扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润	基本每股收益 (元/股)	0.514	0.6	1.029
	稀释每股收益 (元/股)	0.514	0.6	1.029
	全面摊薄净资产收益率(%)	7.49	8.06	13.24
	加权平均净资产收益率(%)	7.71	9.46	14.06
归属于母公司的每股净资产 (元/股)		6.87	7.47	7.77
			8.75	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

四、线缆力缆面临广阔市场空间

(一) 电线电缆行业总产值已占 GDP 的 2%

90 年代以来, 电线电缆行业获得了高速发展, 目前已经成为我国国民经济中最大的配套产业之一, 总产值已占 GDP 的 2% 左右。2003 年~2007 年, 以铜当量度量的电线电缆行业总产值年均符合增长率超过 10%, 2008 年虽然整体经济受到金融危机的影响, 行业总产值增速仍然达到 20.70%。2009 年, 受铜价下降的影响, 电线电缆售价也大幅下降, 导致全年增长率仅为 4.09%, 但是随着铜价逐步反弹, 2010 年行业增速出现恢复性增长, 增长率达到 33.40%。

图 7: 电线电缆行业总产值已占 GDP 的 2%

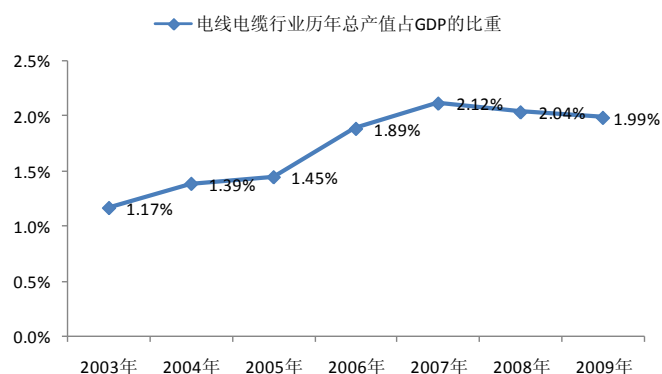
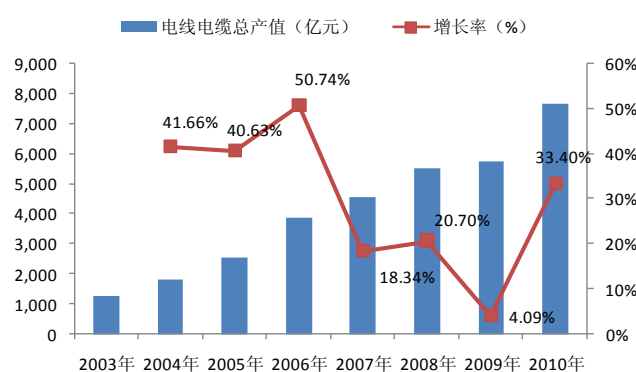


图 8: 2010 年电线电缆行业恢复性增长 33.40%



资料来源: 国家统计局、中国机电数据网

资料来源: 国家统计局 (其中 2007 年-2010 年数据为 1-11 月份数据)

(二) 通信线缆市场需求得到电信、铁路、汽车、船舶等领域的增长保障

1、5 年内电信网络扩容投资 1.2 万亿保障通信电缆需求

截至 2010 年末, 我国移动电话用户达到 8.59 亿户, 数据业务占收入比重将近 40%,

固定电话用户达 2.94 亿户。用户的激增和通信技术的发展逼迫通信网络的升级和扩容, 预计未来 5 年, 电信网络投资将达到 1.2 万亿元, 这对通信电缆构成巨大的市场需求。截至 2010 年末, 我国宽带上网人数已达 1.26 亿户, 不断增长的高速传输和宽带业务, 带动了通信电缆需求的增加, 预计今后几年可达 20%-30% 的年增长率。

2、2012 年前铁路线缆需求可达 100 亿元

根据《国家铁路发展规划》, 2009 年, 铁路投资总额将超过 7,000 亿元, 新增投资 1.5 万亿元; 此外, 2009 年到 2012 年, 城际铁路将从目前的 1.2 万公里增加到 1.6 万公里, 机车车辆在未来 4 年销售预计 5,000 亿元, 这将为铁路线缆提供巨大的市场需求, 预计将达 100 亿元。

3、2011 年我国汽车电线需求规模约为 4100 万 km

截至 2010 年, 我国汽车产量达到 1865 万辆, 预计未来三年仍将以每年 10% 的速度增长。如果按每辆车平均使用线缆 1,000 米计算, 2011 年国内的汽车电线需求约为 2051 万千米汽车电线; 加上等量出口汽车线束配套需要, 共计有 4100 万千米汽车电线的发展空间。

4、2011 年我国船用电缆需求约为 38 万 km

截至 2010 年, 我国造船能力达到 6698.55 万载重吨, 如果按过去几年内 50% 以上的增速来计算, 2011 年将达到 10050 万载重吨。随着国内造船能力的提升、造船业规模的扩大、高技术、高附加值船舶比重的上升以及国产船用配套设备装船率的不断提高, 对国产船用电缆的需求将不断增加。据统计每造船 400-500 万吨, 需各种船用电缆达到 1.5 万 km 左右, 按此计算, 2011 年我国船用电缆需求将达到 38 万 km 左右。

(三) 电力电缆面对千亿级的电网市场

1、“十二五”特高压投资将达 2,700 亿元

2010 年 8 月 12 日国家电网公司首度公布, 到 2015 年建成华北、华东、华中(“三华”)特高压电网, 形成“三纵三横一环网”, 因此, 上述大量交直流线路如果在“十二五”期间建成, 将带来巨量的投资。未来 5 年, 特高压的投资金额有望达到 2,700 亿元, 这较“十一五”期间的 200 亿投资, 足足增长了 13 倍之余。

2、未来三年新一轮农网建设带动 1400 亿投资

2010 年 7 月 12 日, 国家发改委副主任、国家能源局局长张国宝在全国农村电网改造升级工作会议中透露, 为期三年的新一轮农村电网升级改造即将启动, 预测该轮投资规模不小于 2,000 亿元, 其中 2/3 的投资将会用于购买包括电线电缆在内的输变电设备。

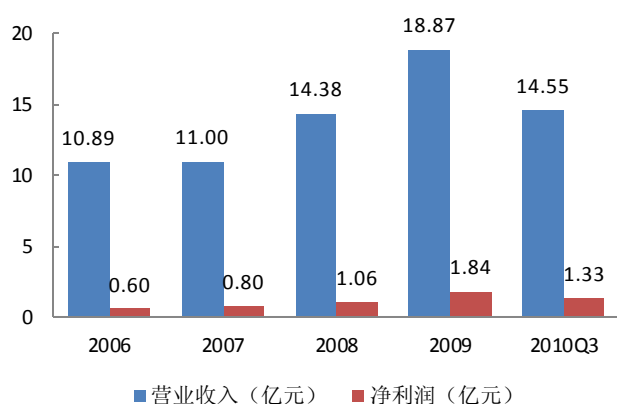
五、光通信景气推动光纤光缆业务快速增长, 盈利能力持续提高

(一) 过去 7 年公司营收 CAGR 达 25.4%

2003 年上市以来, 公司光纤光缆业务收入持续增长, 2004-2009 年公司营业收入的复合增长率为 25.4%。尤其是 2007 年以来, 受益于国家产业政策、3G 大规模建设及 FTTX 的快速推广等利好因素影响, 使光纤光缆行业获得了新的增长机遇, 市场需求量快速增长, 07、08 年营业收入实现 30% 以上的增长。

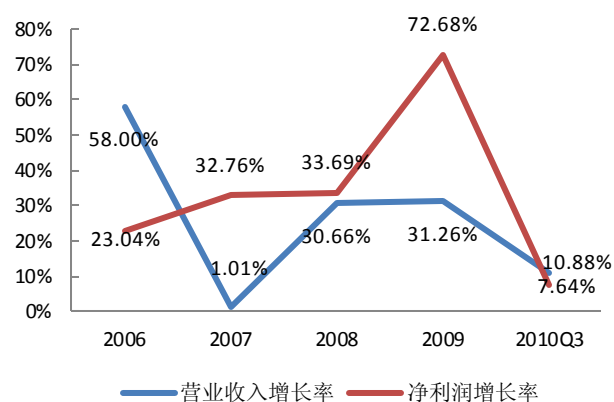
2009 年是公司光纤光缆产销两旺、成绩显著的一年, 是投入最大、快速发展的一年。公司实现营业收入 188,708.92 万元, 同比增长 31.26%; 实现营业利润 248,401.93 万元, 同比增长 75.88%; 实现归属于母公司所有者净利润 18,388.09 万元, 同比增长 72.68%。2009 年, 全年光缆订单同比增长 50% 以上, 光纤产品供应紧缺。

图 9: 近年来上市公司营业收入快速增长



资料来源: WIND, 民生证券研究所

图 10: 2009 年上市公司净利润增长 72.68%



资料来源: WIND, 民生证券研究所

(二) 盈利能力持续提高位居榜首

近年来, 公司的毛利率一直处于持续上升的趋势之中, 从 20% 左右的水平, 提高到目前的 30% 左右。与国内生产光纤光缆的上市公司相比, 亨通光电的毛利率水平已位居第一。

光纤光缆高盈利水平得益于公司的自主研发技术和工艺流程。从拉丝塔来看, 同行企业进口拉丝设备每塔需要 3000 多万元, 实现产能 80 多万芯公里/年; 而亨通光电通过自主技术和工艺流程的优化, 只需要 1000 多万元, 就可以获得每塔 100 多万芯公里/年的产能。从光棒来看, 同行企业要获得每 100 吨的产能, 需要投入 2 亿元以上; 而本公司只需要 1.5 亿元的投入即可实现。

表 7: 近三年一期公司的毛利率快速提高, 已居于可比公司之首

公司名称	产品类别	2010Q3	2009	2008	2007
亨通光电	光纤光缆	29.90%	27.67%	20.45%	22.10%
光迅科技	光元器件	28.26%	31.58%	27.61%	28.33%
烽火通信	光纤及线缆	25.40%	27.73%	27.82%	30.61%
通鼎光电	通信电缆、通信光缆、铁路信号缆	23.11%	19.92%	19.69%	14.89%
中天科技	光纤光缆及电力电缆	23.07%	24.48%	19.32%	17.27%
永鼎股份	光纤光缆及电缆	21.39%	22.29%	16.76%	14.08%
中利科技	阻燃耐火软电缆等	14.62%	20.47%	18.38%	18.54%

资料来源: WIND, 民生证券研究所

六、战略转型保障公司做大后再做强

(一) 从传统线缆向高端线缆转型, 提高毛利率

目前公司铜缆产品以传统产品为主, 未来亨通线缆将以数据电缆、程控交换机电缆、铁路信号电缆、机车电缆等高端电缆逐步取代传统的全塑市话电缆; 亨通力缆将以局用软电缆、风能电缆、核能电缆等特种力缆逐步取代传统的导线、中低压电缆, 其中风能发电、核电等特种专用电缆项目已列入 2009 年新增中央投资重点产业振兴与技术改造专项计划。

(二) 从产品生产向线缆综合方案解决者转型

目前, 公司光通信已形成“光棒—光纤—光缆—光器件”完整的产业链, 降低了公司的总体成本; 产品系列全可以为顾客定制各种系统的解决方案, 无论涉及光纤、电缆还是是一些高端的特缆、海缆、新能源线缆产品。亨通光电已率先在业内推出线缆综合应用解决方案, 由单纯的提供产品向提供技术方案、工程服务转变。

(三) 国际化目标: 线缆产能的 50% 出口海外

亨通光电国际化开局良好, 已进入了多家国际知名运营商的供应体系, 包括巴西电力、印度信实 (Reliance)、TATA 电力、英国电信、沃达丰、法国电信、意大利电力、南非电力、菲律宾 Globe、菲律宾长途电话公司 (PLDT)、泰国 TOT 等。

目前, 亨通光电线缆产能的 10% 出口海外, 希望在未来 3-5 年内将这一比例提升至 30%。公司内部已制定了“5.3.1”计划, 即未来线缆产能的 50% 出口海外、30% 以上资本投资在海外、10% 以上人才具有全球视野及国际化经营管理技能。线缆产品出口比例、国际化人材比例已经成为公司的考核指标, 同时海外人员正以 70-80% 的幅度增长。

公司将国际化目标定位于发展中国家, 已经分别在俄罗斯、中东、南亚、南非、南美等国家和地区设立营销、技术服务分公司, 初步形成海外的营销网络架构; 并在巴基斯坦、孟加拉国、印度、巴西、墨西哥、秘鲁、印度尼西亚、哥伦比亚、沙特、委内瑞拉、智利、

尼日利亚等地注册了“亨通”商标。

图 11: “5.3.1” 计划布局国际化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

七、估值与投资建议

(一) 关键假设与盈利预测

1、关键假设

- 3G 网络的完善、FTTx 的大规模铺开以及智能电网、三网融合进入实质建网阶段, 使光通信在未来两年处于持续景气之中, 保障光纤光缆需求稳中有升, 市场继续维持供略大于求的态势。因此, 我们预计公司光纤光缆营业收入增速将从近年 30% 以上的高增速, 回落并稳定在 12%-18% 之间。
- 从前三季度的公司情况看, 2010 年毛利率将达到 29%, 预计未来两年随着光纤光缆价格的低位徘徊, 公司毛利率将稳中有降。
- 随着公司高端战略实施以及特种线缆的比重提升, 线缆力缆产品毛利率在保持稳定的基础上逐年上升, 在 11%-14% 之间; 收入增速至少与行业同步。

具体盈利预测假设如下:

表 8: 公司产品盈利预测假设

产品	指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
光纤光缆	营业收入(百万元)	1401.78	1858.47	2137.24	2416.38	2702.49
	YoY	31.60%	32.58%	15%	13%	12%
	营业成本(百万元)	1116.74	1354.38	1538.81	1739.80	1972.82
	YoY	34.52%	21.28%	13.62%	13.06%	13.39%
	毛利(百万元)	285.04	504.09	598.43	676.59	729.67
	毛利率	20.33%	27.12%	28%	28%	27%
通信线缆	营业收入(百万元)	1000.12	983.07	1457.26	1894.44	2368.05
	YoY	-	-1.70%	48.24%	30.00%	25.00%
	营业成本(百万元)	913.26	841.92	1263.70	1638.69	2036.52
	YoY	-	-7.81%	50.10%	29.67%	24.28%
	毛利(百万元)	86.86	141.15	193.57	255.75	331.53
	毛利率	8.69%	14.36%	13.28%	13.50%	14.00%
电力电缆	营业收入(百万元)	1218.24	1009.06	1095.25	1259.54	1511.45
	YoY	110.53%	-17.17%	8.54%	15.00%	20.00%
	营业成本(百万元)	1071.75	867.05	998.28	1120.99	1330.07
	YoY	95.93%	-19.10%	15.13%	12.29%	18.65%
	毛利(百万元)	146.49	142.01	96.97	138.55	181.37
	毛利率	12.02%	14.07%	8.85%	11.00%	12.00%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

2、盈利预测小结

线缆力缆资产从 2011 年一季度开始并表, 我们预计 2010-2012 年公司实现营业收入分别为 21.37 亿元、55.70 亿元和 65.82 亿元 (2011、2012 年为考虑资产注入后预测); 归属母公司股东净利润分别为 2.03 亿元、3.56 亿元和 4.01 亿元; 实现每股收益分别为 1.22 元、1.72 元和 1.94 元。2011 年和 2012 年每股收益分别比资产注入前增厚 0.15 元和 0.23 元。

(二) 相对估值

公司股价对应 2010 年和 2011 年预测市盈率分别为 30.66 倍和 21.75 倍, 低于光通信行业的平均水平 44.10 倍和 32.65 倍。

公司整合光纤光缆、通信线缆和电力电缆三大业务后, 已经成为产业链完整, 产品品种齐全, 这将为公司在未来提供综合线缆解决方案和进军海外市场, 提供了竞争优势, 可以预计公司的盈利能力将会逐步提升, 成长空间渐次打开。因此, 我们给予公司 2011 年 25~30 倍的预测市盈率, 接近行业平均水平, 则合理估值区间为 43.00 元~51.60 元。

表 9: 可比公司估值水平

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
		2009	2010E	2011E	TTM	2010E	2011E		
行业均值（整体法）		0.28	0.51	0.58	63.23	44.10	32.65	4.73	2.68
002281	光迅科技	0.78	0.80	1.04	60.65	59.28	45.32	7.47	8.90
600498	烽火通信	0.63	0.86	1.14	49.87	46.48	35.29	5.17	3.33
600487	亨通光电	1.11	1.00	1.21	40.07	37.48	30.99	3.91	3.82
002491	通鼎光电	0.42	0.51	0.69	40.92	35.88	26.53	3.57	3.70
600522	中天科技	1.09	1.30	1.58	22.17	22.41	18.36	5.04	2.21
002309	中利科技	1.78	1.19	1.56	33.63	22.11	16.96	2.84	2.50

资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

(三) 绝对估值

我们采用三阶段模型, 对公司价值进行 DCF 折现。一方面, 光通信、通信线缆和电力电缆在国内的需求处于平稳上升的时期; 另一方面, 公司的转型发展战略和海外拓展将共同保障公司在未来三年内获得稳定发展。谨慎起见, 我们假设在随后的几年增长率逐步下降, 毛利率保持平稳。据此得到公司的绝对估值合理区间在 40.62 ~ 49.65 元之间, 价值中枢为 44.78 元。

DCF 主要假设:

- 永续增长率: 3.00%
- 贝塔值 (β): 0.73
- 无风险利率(R_f): 3.41%
- 风险溢价($R_m - R_f$): 9.41%
- 债务成本 K_d : 5.31%
- 法定所得税率: 15.00%

表 10: 公司 WACC 估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
12.08%	31.17	32.61	34.26	36.15	38.35	40.96	44.07
11.58%	32.51	34.02	35.74	37.72	40.03	42.75	46.00
11.08%	33.92	35.49	37.29	39.36	41.78	44.62	48.02
10.58%	35.39	37.04	38.92	41.08	43.61	46.58	50.14
10.08%	36.93	38.65	40.62	42.89	45.53	48.64	52.37
9.58%	38.54	40.34	42.40	44.78	47.54	50.80	54.70
9.08%	40.23	42.12	44.27	46.76	49.65	53.06	57.14
8.58%	41.99	43.97	46.23	48.83	51.86	55.43	59.71
8.08%	43.85	45.92	48.28	51.01	54.18	57.92	62.40
7.58%	45.79	47.96	50.44	53.29	56.61	60.53	65.22
7.08%	47.83	50.10	52.70	55.69	59.17	63.27	68.18

资料来源: 民生证券研究所

（四）估值结果与投资建议

通过光纤光缆、电力电缆、通信线缆三驾马车的整合，公司已初步实现“做大”的目标，未来将通过向高端产品领域拓展，向线缆综合应用服务转型，来实现下一步“做强”的目标，公司正在向一流的综合线缆制造商迈进。可以判断公司的持续健康成长是大概率事件，因此我们给予公司“推荐”评级，结合相对估值和绝对估值，公司合理估值为 43.00 元~49.65 元。

八、股价催化剂与风险提示

（一）股价催化剂

- 特种线缆、海缆、新能源线缆取得新产品和新客户方面的突破；
- 光纤预制棒项目超预期释放产能；

（二）风险提示

- 光纤光缆的销售价格继续下行；
- 线缆力缆如果不能推出高附加值产品并批量销售，铜线产品将明显拉低公司综合毛利率；

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,887	2,137	5,570	6,582
减：营业成本	1,365	1,539	4,499	5,339
营业税金及附加	6	7	18	21
销售费用	107	128	279	336
管理费用	130	147	284	342
财务费用	23	15	7	11
资产减值损失	7	7	7	7
加：投资收益	(1)	3	2	3
二、营业利润	248	298	479	528
加：营业外收支净额	10	5	6	6
三、利润总额	259	302	484	534
减：所得税费用	38	57	88	88
四、净利润	220	246	396	446
归属于母公司的利润	184	203	356	401
五、基本每股收益 (元)	1.11	1.22	1.72	1.94

主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	0	17.84	17.65	16.57
成长能力:				
营业收入同比	31.3%	13.3%	160.6%	18.2%
营业利润同比	75.9%	19.8%	60.8%	10.3%
净利润同比	77.8%	11.6%	61.1%	12.5%
营运能力:				
应收账款周转率	4.45	3.78	4.81	3.77
存货周转率	3.52	3.47	4.59	3.27
总资产周转率	0.75	0.79	1.44	1.17
盈利能力与收益质量:				
毛利率	27.7%	28.0%	19.2%	18.9%
净利率	9.7%	9.5%	6.4%	6.1%
总资产净利率 ROA	8.7%	9.0%	10.2%	7.9%
净资产收益率 ROE	16.1%	15.5%	18.0%	15.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.38	1.92	1.61	1.64
资产负债率	49.8%	31.0%	47.9%	47.1%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.11	1.22	1.72	1.94
每股经营现金流量	1.41	0.32	(3.13)	1.53
每股净资产	8.83	10.31	12.99	15.14

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	722	4	0	0
应收票据	44	46	123	147
应收账款	457	673	1,643	1,849
预付账款	98	121	326	367
其他应收款	12	22	58	61
存货	640	591	1,839	2,189
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,973	1,456	3,989	4,612
长期股权投资	110	147	196	231
固定资产	411	398	391	382
在建工程	329	437	577	722
无形资产	83	74	66	58
其他非流动资产	10	8	5	3
非流动资产合计	950	1,063	1,235	1,395
资产总计	2,922	2,520	5,223	6,007
短期借款	610	0	269	153
应付票据	321	299	888	1,035
应付账款	375	382	1,143	1,392
预收账款	73	39	141	196
其他应付款	10	25	23	21
应交税费	17	12	13	12
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,430	757	2,477	2,808
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	24	24	24	24
非流动负债合计	24	24	24	24
负债合计	1,455	781	2,501	2,832
股本	166	166	207	207
资本公积	596	596	1,136	1,136
留存收益	529	732	1,089	1,490
少数股东权益	176	219	258	303
所有者权益合计	1,468	1,713	2,690	3,136
负债和股东权益合计	2,922	2,495	5,191	5,968

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	234	54	(647)	316
投资活动现金流量	(303)	(147)	(199)	(188)
筹资活动现金流量	271	(625)	842	(128)
现金及等价物净增加	202	(718)	(4)	0

插图目录

图 1: 亨通线缆和亨通力缆成为亨通光电的子公司	4
图 2: 光缆、线缆、力缆三驾马车挺进蓝海	5
图 3: 通信电缆占营业收入的 30%以上	6
图 4: 2010 年预计线缆电缆产品收入可达 25 亿元左右	6
图 5: 公司线缆力缆产品毛利率处于同业中等水平	8
图 6: 线缆力缆产品毛利率水平只达到光纤光缆的 50%	8
图 7: 电线电缆行业总产值已占 GDP 的 2%	9
图 8: 2010 年电线电缆行业恢复性增长 33.40%	9
图 9: 近年来上市公司营业收入快速增长	11
图 10: 2009 年上市公司净利润增长 72.68%	11
图 11: “5.3.1” 计划布局国际化	13

表格目录

表 1: 公司是国内线缆力缆品种最齐全的厂商之一	5
表 2: 公司线缆力缆业务处于行业内第二梯队	6
表 3: 公司电力电缆和通信线缆的产能及产量大约以每年 13%-17% 的速度提高	7
表 4: 近年公司电力电缆和通信线缆的产销率均在 95% 以上	7
表 5: 线缆力缆拉低上市公司毛利率大约 5 个百分点	8
表 6: 按 2008-2009 年计, 线缆力缆可增厚上市公司基本每股收益 0.12-0.14 元	9
表 7: 近三年一期公司的毛利率快速提高, 已居于可比公司之首	12
表 8: 公司产品盈利预测假设	14
表 9: 可比公司估值水平	15
表 10: 公司 WACC 估值敏感性分析表	15

分析师与行业专家简介

张彤宇，南开大学管理学博士。曾就职于中国联通北京分公司，任品牌经理、经济师、企业培训师，拥有5年通信运营经验，负责移动通信产品研发、成本收益核算、营销策划等工作，主持项目60余项。2010年6月加盟民生证券研究所，负责通信设备、通信运营行业研究，覆盖3G、光通信、移动互联网、增值业务、运维网优、3S等领域。

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。2008年加入民生证券，长期关注IT行业的发展趋势。负责计算机及信息服务行业研究，覆盖智能交通、智能建筑、手机支付、物联网、LBS、LED等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。