

预制棒产能扩张，注入业务1月份并表

亨通光电
600487

业绩基本符合预期。2010年公司实现营业收入20.85亿元，同比增长10.5%；营业利润2.17亿元，同比减少12.8%；净利润1.63亿元，同比减少11.5%；摊薄每股收益0.79元，略高于我们0.77元的预期，主要是由于政府补助增加，营业外收入超出预期400万元所致。第4季度公司实现营业收入6.3亿元，同比增长9.6%；净利润2,970万元，同比减少50.7%；摊薄每股收益0.14元。年度分配预案为每10股派2.0元（含税）。

量价起跌，毛利率下降、费用率上升。10年国内光纤光缆需求量微降，幅度在10%左右，同时由于行业处于供大于求的局面，光纤集采价格较09年下降约15%。公司营收实现增长主要来自海外，完善渠道、提高服务质量带动所致，海外收入增长154%，达到1.28亿元，而国内收入仅增长6%。10年全年毛利率29.1%，同比提升1.4个百分点，上半年高毛利率的产品收入确认是导致上升的主要原因，而第4季度已经下滑至27.1%。费用率同比上升4.3个百分点：①管理费用率上升3.5个百分点，新产品及预制棒项目投入研发所致。②财务费用上升0.8个百分点，为银行借款增加导致。财务费用正逐季增加，存在融资需求。

关注焦点。①亨通线缆、力缆股权注入完成，11年1月份开始并表，10年光纤不利局面导致的业绩下滑连锁反应将得到遏制。②预制棒产能在200吨基础上继续扩大，二期计划产能300吨，预计11年底达产，对11年能够贡献约50吨。目前预制棒进口价格为170美元/公斤，我们推算，若预制棒项目全部达产，成本可下降到120美元/公斤。③公司将继续追加软光缆及ODN系列产品的投入，迎合运营商FTTH建设。④11年运营商加大FTTH建设，将拉动光纤光缆需求与行业产能持平，价格下降风险正在减小。⑤日本地震及海啸可能对预制棒的进口产生一定负面影响，价格可能出现波动。

盈利预测及投资建议。不考虑注入，预计公司2011-2012年EPS分别为0.79/1.16元；考虑注入，EPS分别为1.24/1.76元，对应动态PE分别为28x/20x。鉴于公司预制棒项目的领先地位，维持对公司的“增持”评级。

主要财务指标（未考虑注入）

	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,437.7	1,887.1	2,085.1	2,229.0	2,571.0
营业收入增长率（%）	30.7%	31.3%	10.5%	6.9%	15.3%
净利润（百万元）	106.5	183.9	162.7	163.4	241.2
净利润增长率（%）	33.7%	72.7%	-11.5%	0.4%	47.7%
每股收益（元）	0.514	0.888	0.786	0.789	1.165
每股净资产（元）	5.51	6.24	6.82	7.61	8.77
PE (X)	67.3	39.0	44.0	43.9	29.7
PB (X)	6.3	5.5	5.1	4.5	3.9
ROE (%)	9.6%	15.1%	12.0%	10.9%	14.2%

维持 增持

分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630209100142

联系信息：

010-59707103

kzy@longone.com.cn

日期

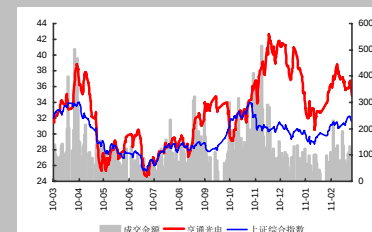
分析：2011年03月13日

价格

当前市价：34.60元

半年目标：37.20元

股价表现



相关研究报告

101224	把握五年脉络：光通信、网络优化、IC卡	调升增持
101025	三季度毛利率环比回落，费用压力增大	维持中性
100818	毛利率再创新高，短期低迷放缓前	维持中性

表 1 亨通光电年度及四季度业绩对比

百万元	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	YoY	QoQ	1-4Q2009	1-4Q2010	YoY	点评
营业收入	574.70	458.13	495.42	501.60	629.91	9.6%	25.6%	1,887.09	2,085.06	10.5%	10年国内光纤光缆需求量下降10%左右, 价格较09年下降约15%, 海外收入增长154%, 达到1.28亿元。
增长率	41.3%	57.6%	6.5%	-9.9%	9.6%	-31.7%	19.5%	31.3%	10.5%	-20.8%	
毛利率	30.6%	28.3%	32.4%	28.8%	27.1%	-3.5%	-1.7%	27.7%	29.1%	1.4%	上半年高毛利率的产品收入确认是导致上升的主要原因
营业成本	398.67	328.27	334.67	357.12	459.07	15.1%	28.5%	1,364.94	1,479.12	8.4%	
营业税金及附加	2.38	1.32	1.72	0.89	1.82	-23.5%	104.2%	6.10	5.75	-5.7%	
期间费用率	17.0%	15.4%	17.4%	17.8%	20.8%	3.9%	3.1%	13.8%	18.1%	4.3%	
销售费用	41.68	27.35	22.46	29.03	39.60	-5.0%	36.4%	107.37	118.45	10.3%	
销售费用率	7.3%	6.0%	4.5%	5.8%	6.3%	-1.0%	0.5%	5.7%	5.7%	0.0%	
管理费用	49.48	34.88	56.73	49.01	75.55	52.7%	54.1%	129.82	216.18	66.5%	
管理费用率	8.6%	7.6%	11.5%	9.8%	12.0%	3.4%	2.2%	6.9%	10.4%	3.5%	新产品及预制棒项目投入研发所致。
财务费用	6.29	8.50	6.88	11.04	15.98	154.2%	44.7%	22.51	42.40	88.3%	
财务费用率	1.1%	1.9%	1.4%	2.2%	2.5%	1.4%	0.3%	1.2%	2.0%	0.8%	银行借款增加导致。
资产减值损失	(8.22)	3.92	(0.61)	4.55	2.36	-128.8%	-48.0%	7.00	10.22	46.1%	
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	0.00	0.00	NA	
投资净收益	(0.64)	(0.64)	1.36	(0.64)	3.66	-672.2%	-672.2%	(0.96)	3.74	-491.2%	
营业利润	83.79	53.25	74.92	49.32	39.19	-53.2%	-20.5%	248.40	216.68	-12.8%	
增长率	92.1%	98.5%	17.4%	-33.3%	-53.2%	-145.3%	-19.9%	75.9%	-12.8%	-88.6%	
营业利润率	14.6%	11.6%	15.1%	9.8%	6.2%	-8.4%	-3.6%	13.2%	10.4%	-2.8%	
加: 营业外收入	4.15	0.86	5.61	4.58	9.40	126.4%	105.2%	11.27	20.44	81.4%	政府补助增加。
减: 营业外支出	(0.27)	1.81	1.92	0.05	0.13	-149.8%	187.8%	1.16	3.91	236.7%	
利润总额	88.20	52.30	78.61	53.85	48.46	-45.1%	-10.0%	258.51	233.22	-9.8%	
减: 所得税	14.03	9.26	9.71	6.98	10.96	-21.9%	57.0%	38.21	36.90	-3.4%	
实际所得税率	15.9%	17.7%	12.4%	13.0%	22.6%	6.7%	9.6%	14.8%	15.8%	1.0%	
净利润	74.17	43.04	68.90	46.87	37.50	-49.4%	-20.0%	220.30	196.32	-10.9%	
减: 少数股东损益	13.90	8.98	10.96	5.83	7.81	-43.8%	34.0%	36.42	33.57	-7.8%	
归属于母公司所有者的净利润	60.28	34.06	57.94	41.05	29.70	-50.7%	-27.7%	183.88	162.74	-11.5%	
增长率	64.8%	98.4%	16.6%	-27.6%	-50.7%	-115.5%	-23.1%	72.7%	-11.5%	-84.2%	
净利润率	10.5%	7.4%	11.7%	8.2%	4.7%	-5.8%	-3.5%	9.7%	7.8%	-1.9%	
每股收益 (元)	0.29	0.16	0.28	0.20	0.14	-50.7%	-27.7%	0.89	0.79	-11.5%	

资料来源: 东海证券研究所

表 2 亨通光电盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	1,089.3	1,100.3	1,437.7	1,887.1	2,085.1	2,229.0	2,571.0	30.7%	31.3%	10.5%	6.9%	15.3%
增长率	58.0%	1.0%	30.7%	31.3%	10.5%	6.9%	15.3%	29.7%	0.6%	-20.8%	-3.6%	8.4%
综合毛利率	19.2%	22.1%	20.4%	27.7%	29.1%	28.0%	29.7%	-1.7%	7.2%	1.4%	-1.1%	1.7%
营业成本	880.7	857.1	1,143.7	1,364.9	1,479.1	1,604.8	1,808.1	33.4%	19.3%	8.4%	8.5%	12.7%
营业税金及附加	2.1	3.8	4.7	6.1	5.8	7.4	8.5	22.6%	30.6%	-5.7%	27.9%	15.3%
期间费用率	9.5%	9.9%	11.0%	13.8%	18.1%	17.3%	15.9%	1.1%	2.7%	4.3%	-0.8%	-1.4%
销售费用	50.4	45.4	67.2	107.4	118.4	120.4	123.4	47.9%	59.9%	10.3%	1.6%	2.5%
销售费用率	4.6%	4.1%	4.7%	5.7%	5.7%	5.4%	4.8%	0.5%	1.0%	0.0%	-0.3%	-0.6%
管理费用	41.8	45.5	73.6	129.8	216.2	222.9	239.1	61.7%	76.3%	66.5%	3.1%	7.3%
管理费用率	3.8%	4.1%	5.1%	6.9%	10.4%	10.0%	9.3%	1.0%	1.8%	3.5%	-0.4%	-0.7%
财务费用	10.9	17.8	17.5	22.5	42.4	42.4	46.3	-1.5%	28.4%	88.3%	-0.1%	9.3%
财务费用率	1.0%	1.6%	1.2%	1.2%	2.0%	1.9%	1.8%	-0.4%	0.0%	0.8%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	7.4	2.1	8.8	7.0	10.2	8.9	10.3	324.8%	-20.9%	46.1%	-12.8%	15.3%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
投资净收益	(2.6)	(2.6)	19.1	(1.0)	3.7	3.0	3.0	-847.7%	-105.0%	-491.2%	-19.8%	0.0%
营业利润	93.4	126.0	141.2	248.4	216.7	225.3	338.4	12.1%	75.9%	-12.8%	4.0%	50.2%
增长率	21.2%	34.9%	12.1%	75.9%	-12.8%	4.0%	50.2%	-22.8%	63.8%	-88.6%	16.7%	46.2%
营业利润率	8.6%	11.5%	9.8%	13.2%	10.4%	10.1%	13.2%	-1.6%	3.3%	-2.8%	-0.3%	3.1%
加: 营业外收入	1.6	4.5	6.1	11.3	20.4	16.0	16.0	36.8%	85.2%	81.4%	-21.7%	0.0%
减: 营业外支出	0.4	0.4	2.3	1.2	3.9	4.0	4.0	546.3%	-50.2%	236.7%	2.3%	0.0%
利润总额	94.6	130.1	145.0	258.5	233.2	237.3	350.4	11.4%	78.3%	-9.8%	1.7%	47.7%
减: 所得税	19.5	32.3	21.1	38.2	36.9	35.6	52.6	-34.7%	81.1%	-3.4%	-3.6%	47.7%
实际所得税率	20.7%	24.8%	14.6%	14.8%	15.8%	15.0%	15.0%	-10.3%	0.2%	1.0%	-0.8%	0.0%
净利润	75.1	97.8	123.9	220.3	196.3	201.7	297.8	26.7%	77.8%	-10.9%	2.7%	47.7%
减: 少数股东损益	15.1	18.1	17.4	36.4	33.6	38.3	56.6	-4.0%	109.2%	-7.8%	14.1%	47.7%
归属于母公司所有者的净利润	60.0	79.7	106.5	183.9	162.7	163.4	241.2	33.7%	72.7%	-11.5%	0.4%	47.7%
增长率	23.0%	32.8%	33.7%	72.7%	-11.5%	0.4%	47.7%	0.9%	39.0%	-84.2%	11.9%	47.3%
净利润率	5.5%	7.2%	7.4%	9.7%	7.8%	7.3%	9.4%	0.2%	2.3%	-1.9%	-0.5%	2.1%
每股收益(不算注入)	0.29	0.38	0.51	0.89	0.79	0.79	1.16	33.7%	72.7%	-11.5%	0.4%	47.7%
每股收益(算注入)			0.75	1.24		1.24	1.76	NA	64.0%	-100.0%	NA	42.5%

资料来源: 东海证券研究所

表 3 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新 市净率
						09A	10E	11E	09A	10E	11E	09/11年	10E	
电信运营														
中国联通	600050.SH	增持	1,235.8	1,235.8	5.83	0.15	0.06	0.19	39.4x	92.8x	30.7x	13.3%	7.0x	1.7x
平均值									39.4x	92.8x	30.7x	13.3%		1.7x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	908.5	721.0	31.69	0.86	1.06	1.31	37.0x	29.8x	24.3x	23.4%	1.3x	4.2x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	77.9	34.9	14.02	0.61	0.70	0.87	22.9x	20.1x	16.2x	18.8%	1.1x	3.9x
大富科技	300134.SZ	-	107.4	26.9	67.14	0.87	1.32	2.08	77.0x	51.0x	32.3x	54.4%	0.9x	22.5x
盛路通信	002446.SZ	-	28.6	7.3	27.99	0.41	0.43	0.75	68.7x	65.8x	37.1x	36.2%	1.8x	4.5x
平均值									51.4x	41.7x	27.5x	33.2%	1.3x	8.8x
光通信														
烽火通信	600498.SH	买入	159.0	159.0	36.00	0.59	0.79	1.17	60.7x	45.5x	30.9x	40.2%	1.1x	4.6x
光迅科技	002281.SZ	买入	70.4	36.1	43.97	0.65	0.79	1.05	67.5x	55.5x	41.9x	27.0%	2.1x	7.0x
亨通光电	600487.SH	增持	71.7	57.5	34.60	0.89	0.79	1.24	39.0x	44.0x	27.9x	18.1%	2.4x	5.1x
中天科技	600522.SH	增持	92.6	92.6	28.87	1.04	1.26	1.55	27.6x	22.9x	18.6x	21.9%	1.0x	5.0x
通鼎光电	002491.SZ	-	51.5	12.9	19.22	0.31	0.51	0.69	61.1x	37.9x	28.0x	47.7%	0.8x	11.0x
平均值									51.2x	41.2x	29.5x	31.0%	1.5x	6.5x
配线、机柜														
日海通讯	002313.SZ	买入	54.6	13.7	54.64	0.73	1.11	1.42	75.3x	49.3x	38.4x	40.0%	1.2x	6.1x
新海宜	002089.SZ	-	52.3	32.8	22.23	0.35	0.55	0.83	63.7x	40.4x	26.7x	54.4%	0.7x	6.1x
平均值									69.5x	44.9x	32.6x	47.2%	1.0x	6.1x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	39.3	29.4	18.33	0.36	0.50	0.61	50.8x	36.5x	30.2x	29.7%	1.2x	5.7x
奥维通信	002231.SZ	-	22.5	5.7	13.99	0.15	0.16	0.22	94.1x	89.2x	64.2x	21.1%	4.2x	5.7x
三元达	002417.SZ	-	39.5	9.9	32.88	0.41	0.56	0.68	79.6x	58.4x	48.4x	28.3%	2.1x	5.0x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	79.3	29.1	73.42	1.03	1.53	2.05	71.2x	47.9x	35.8x	41.0%	1.2x	5.4x
华星创业	300025.SZ	买入	23.5	11.1	29.38	0.33	0.50	0.76	89.1x	59.2x	38.5x	52.1%	1.1x	8.5x
中创信测	600485.SH	增持	26.9	26.9	19.39	0.19	0.35	0.51	102.0x	55.1x	38.3x	63.1%	0.9x	5.9x
国脉科技	002093.SZ	中性	71.8	55.6	16.60	0.22	0.27	0.34	77.1x	61.6x	49.4x	24.9%	2.5x	15.4x
平均值									80.6x	58.3x	43.6x	37.2%	1.4x	7.4x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	45.2	44.8	22.76	0.16	0.28	0.41	144.0x	80.1x	55.3x	61.4%	1.3x	6.8x
恒宝股份	002104.SZ	增持	67.8	42.4	15.39	0.21	0.26	0.39	72.3x	60.2x	39.6x	35.1%	1.7x	11.5x
大唐电信	600198.SH	增持	77.8	77.5	17.73	0.13	0.17	0.27	135.4x	106.5x	66.3x	42.9%	2.5x	14.6x
平均值									117.2x	82.3x	53.7x	46.5%	1.8x	11.0x
增值服务														
拓维信息	002261.SZ	买入	54.1	27.8	37.23	0.60	0.76	1.08	62.1x	49.1x	34.5x	34.1%	1.4x	7.9x
北纬通信	002148.SZ	增持	29.2	20.4	38.68	0.47	0.29	0.42	82.4x	132.2x	91.9x	-5.3%	NA	7.1x
平均值									72.2x	90.6x	63.2x	-5.3%	NA	7.5x
其他														
亿阳信通	600289.SH	-	73.4	73.4	13.03	0.15	0.21	0.29	89.1x	61.8x	44.3x	41.7%	1.5x	5.0x
动力源	600405.SH	-	27.1	25.9	12.40	0.18	0.26	0.54	68.0x	47.5x	22.9x	72.2%	0.7x	6.0x
键桥通讯	002316.SZ	-	27.8	15.1	17.85	0.27	0.35	0.59	65.5x	50.6x	30.3x	47.2%	1.1x	3.5x
高新兴	300098.SZ	-	22.5	5.6	32.88	0.86	1.09	1.43	38.3x	30.2x	23.0x	29.0%	1.0x	2.9x
海格通信	002465.SZ	-	126.1	32.2	37.92	0.64	0.74	0.92	59.5x	51.6x	41.4x	19.9%	2.6x	3.0x
平均值									64.1x	48.3x	32.4x	42.0%	1.4x	4.1x
板块均值									69.7x	56.3x	38.2x	35.6%	0.8x	7.0x

资料来源：东海证券研究所

作者简介

康志毅：高级研究员，从事电信服务、通信设备及传媒业研究；毕业于吉林大学，经济学硕士；3年证券研究经验；2009年7月加盟东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897