

亨通光电 (600487)

公司研究/年报点评

推荐 维持评级

合理估值: 38.40-44.80 元

研发费用制约短期盈利，三驾马车引领未来发展

民生精品---简评报告/通信设备行业

2011 年 3 月 14 日

一、事件概述

亨通光电公布了 2010 年年报，公司实现主营业务收入 20.85 亿元，比上年同期增长 10.49%，实现净利润 1.63 亿元，同比下降 11.49%。

二、分析与判断

➤ 光纤价格影响低于预期，管理费用上升 3.49 个百分点拖累盈利能力

由于 3G 元年过后，三大运营商相对减少资本开支，公司 2010 年收入增速从 09 年的 31.26% 下降为 10.49%。10 年光纤光缆市场供略大于求，光纤价格持续走低，但光纤价格对公司的影响低于预期，公司综合毛利率同 09 年的 27.67% 相比，提高了 1.39 个百分点，达 29.06%。而另一方面，公司净利润的同比下降则主要源自于管理费用率的提高，同比增加了 3.49 个百分点，达 10.37%，并带动期间费用率增加了 4.32 个百分点，达 18.08%。而管理费用的增长主要原因是公司为推出新产品而加大了研发投入，增长了 108.6%。由此可见，公司的研发战略虽然在短期内影响公司的盈利，但自主技术将提升毛利率，并最终提高盈利能力。

➤ “5.3.1” 计划初见成效，海外市场销售额同比增长 154.03%

公司制定了“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。2010 年已初见成效，海外市场销售达 1.28 亿元，同比增长 154.03%。未来公司将紧紧抓住海外新兴市场的发展机遇，增设海外办事处，实施本土化策略。

➤ 常熟海缆项目基建已完成 95%，2012 年有望投产

常熟海缆项目厂房已完成基建的 95%，立塔已进入施工阶段，生产装备设备已订购完毕；同时，完成对其下属子公司常熟亨通港务有限公司投资 1000 万元。预计 2011 年厂区基建将完成，海缆设备安装调试结束，悬链绝缘线将于下半年试生产。立塔产品计划在 2012 年进入调试和生产。

➤ 光缆、线缆、力缆三驾马车挺进综合线缆蓝海

资产重组完成后，目前公司已成为拥有光通信、通信电缆、电力电缆为一体、国内产品系列最为齐全的综合线缆商。未来三块业务将齐头并进：(1) 光缆方面，实现二期 300 吨左右的光棒产能扩产，继续完善 2000 万芯光通信产业链；适时启动 ODN 项目，2011 年将继续追加 FTTX 光缆产品投资近 2000 万元，以扩大生产规模；(2) 通信电缆方面，将完成通信电缆产业转型，发展装备用特种专业线

民生证券研究所

分析师：卢婷

执业证书编号：S0100210090003

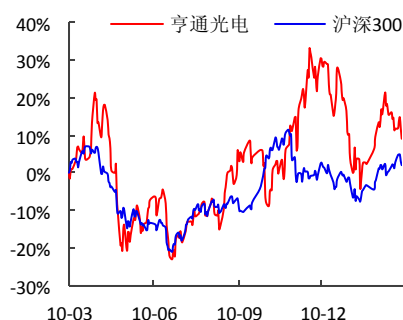
联系人：张彤宇（行业专家）

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 (2011-3-11)

收盘价 (元)	34.60
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)	71.65
流通市值 (亿元)	57.48

相关研究

- 1、《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》2010.11.30
- 2、《亨通光电(600487)深度报告：资产注入打开成长空间，综合线缆商先做大再做强》2010.02.23

缆。公司已成立项目小组研发生产高端消费类电子线缆和通信及互联网设备用高速信号线缆。(3) 电力电缆方面, 在扩大中、低压电力电缆的基础上大力发展超高压电缆及海底电缆。

三、盈利预测与投资建议

展望 2011 年的国内线缆市场, FTTX 的推广、海洋资源的开发、三网融合的推进、轨道交通的大规模投资、新能源战略的实施、智能电网的普及, 都将给公司带来前所未有的发展机遇。公司正不断加强对高、新产品的研发投入, 确保 FTTX 产品系列及元器件、G657 光棒、光电复合缆、海底电缆、超高压电缆、高速数据缆、工业装备用电缆等高端产品的尽快面市。

我们预计 2011-2013 年公司实现营业收入分别为 56.16 亿元、67.85 亿元和 82.02 亿元 (含注入资产); 归属母公司股东净利润分别为 2.64 亿元、3.01 亿元和 3.51 亿元; 实现每股收益分别为 1.28 元、1.45 元和 1.70 元。我们给予公司 2011 年 30~35 倍的预测市盈率, 合理估值区间为 38.40 元~44.80 元, 维持“推荐”评级。

四、风险提示

(1) 光纤光缆的销售价格继续下行; (2) 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	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2,085	5,616	6,785	8,202
增长率 (%)	10.49%	169.36%	20.81%	20.89%
归属母公司股东净利润 (百万元)	163	264	301	351
增长率 (%)	-11.50%	62.35%	14.03%	16.55%
每股收益 (元)	0.98	1.28	1.45	1.70
毛利率 (%)	29.1%	20.9%	19.7%	19.4%
净资产收益率 ROE (%)	12.8%	15.4%	12.5%	12.8%
每股净资产 (元)	9.69	12.11	13.72	15.61
PE	35.31	27.12	23.78	20.41
PB	3.57	2.86	2.52	2.22
EV/EBITDA	/	19.39	18.19	17.17

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,085	5,616	6,785	8,202
减：营业成本	1,479	4,443	5,446	6,615
营业税金及附加	6	18	22	26
销售费用	118	315	380	459
管理费用	216	371	407	492
财务费用	42	93	138	152
资产减值损失	10	7	7	8
加：投资收益	4	5	2	3
二、营业利润	217	375	387	453
加：营业外收支净额	17	9	10	11
三、利润总额	233	384	397	464
减：所得税费用	37	67	62	74
四、净利润	196	317	335	390
归属于母公司的利润	163	264	301	351
五、基本每股收益 (元)	0.98	1.28	1.45	1.70
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	19.39	18.19	17.17
成长能力:				
营业收入同比	10.5%	169.4%	20.8%	20.9%
营业利润同比	-12.8%	73.1%	3.2%	17.0%
净利润同比	-10.9%	61.3%	5.7%	16.5%
营运能力:				
应收账款周转率	3.98	5.10	3.93	4.04
存货周转率	2.92	4.06	3.04	2.91
总资产周转率	0.65	1.01	0.83	0.87
盈利能力与收益质量:				
毛利率	29.1%	20.9%	19.7%	19.4%
净利率	7.8%	4.7%	4.4%	4.3%
总资产净利率 ROA	6.1%	5.7%	4.1%	4.1%
净资产收益率 ROE	12.8%	15.4%	12.5%	12.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.36	1.35	1.40	1.40
资产负债率	54.1%	66.3%	66.2%	67.7%
长期借款/总负债	11.3%	5.2%	5.4%	5.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	1.28	1.45	1.70
每股经营现金流量	0.60	(2.95)	1.24	0.43
每股净资产	9.69	12.11	13.72	15.61

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	510	2,140	2,317	2,768
应收票据	34	117	140	165
应收账款	592	1,612	1,840	2,223
预付账款	211	391	473	599
其他应收款	18	57	60	70
存货	786	1,979	2,484	3,145
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,151	6,296	7,313	8,972
长期股权投资	110	110	110	110
固定资产	770	760	739	715
在建工程	295	315	333	349
无形资产	167	150	133	117
其他非流动资产	8	5	3	0
非流动资产合计	1,359	1,340	1,318	1,291
资产总计	3,510	7,637	8,631	10,262
短期借款	725	2,427	2,436	2,906
应付票据	205	815	961	1,213
应付账款	505	1,233	1,579	1,958
预收账款	67	161	233	294
其他应付款	15	21	18	16
应交税费	13	13	12	14
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,580	4,669	5,239	6,399
长期借款	215	265	310	350
其他非流动负债	86	129	167	200
非流动负债合计	301	394	477	550
负债合计	1,901	5,064	5,716	6,950
股本	166	207	207	207
资本公积	596	1,136	1,136	1,136
留存收益	650	914	1,216	1,567
少数股东权益	197	250	283	322
所有者权益合计	1,610	2,507	2,842	3,232
负债和股东权益合计	3,510	7,571	8,558	10,181
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	100	(610)	257	88
投资活动现金流量	(557)	(43)	(33)	(28)
筹资活动现金流量	249	2,282	(47)	391
现金及等价物净增加	(208)	1,630	177	451

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。