

烽火通信 (600498)

证券研究报告

2018 年 08 月 19 日

数据流量和 5G 双轮驱动，盈利能力有望持续向上

事件：公司发布 2018 年半年度报，上半年实现营收 111.94 亿元，同比增长 15.14%；归属上市公司股东净利润 4.67 亿元，同比增长 3.87%。

业绩符合预期，随着运营商集采恢复以及未来进入 5G 建设，公司收入和利润有望持续向上。

报告期内，公司整体收入保持快速增长（+15.14%），从披露的子公司数据来看，预计海外通信市场拓张迅速（烽火国际营收 12.8 亿元，同比增长 88%），光纤光缆快速增长（合资公司烽火藤仓和藤仓光通信收入 11.45 亿元，同比增长 13%）。单季度来看，二季度收入同比增长 12%，相比一季度增速（20.63%）有所放缓，主要因为 Q2 受中兴事件影响，运营商的集采和工程建设放缓，随着下半年运营商订单复苏，以及明年逐步进入 5G 建设，我们认为公司未来收入增速有望持续向上。

公司上半年净利润为 4.67 亿元，同比增长 3.87%，符合我们预期。利润增速低于收入增速，从披露数据上看，毛利率和费用率同比基本持平，而营业外收入贡献大幅减小（18H1 为 746 万元，17H1 为 1.36 亿元），主要是会计准则变更，营业外收入的政府补助将计入相关科目直接冲减相应的成本和费用，所以我们认为同比口径下，18 年 H1 的实际毛利率或将更低一些，费用率会更高一些。另外，主营信息安全业务的烽火星空净利润为 5477 万，同比下滑 23.5%。但是，从最近 3 个季度数据来看，公司的盈利能力在持续改善（业绩从 17Q4 下滑 0.58%，到 18Q1 增长 0.47%，18Q2 增长 5.39%），我们认为，随着运营商集采复苏以及 5G 建设逐步落地，公司盈利能力有望持续向上改善。

毛利率和费用率同比基本持平，研发持续大力投入，

2018 上半年毛利率为 23.28%，同比去年的 23.36%基本持平。三项费用率为 19.23%，同比去年基本持平（19.14%），其中销售费用率为 7.34%，管理费用率为 10.91%，财务费用率为 0.98%。另外 18H1 投入研发费用 11.37 亿元，营收占比为 10.16%，公司研发投入占比持续保持在 10%以上，推出了面向 5G 的 FitHaul 全新承载解决方案，成功布局 400G 光传输系统，网络云化、超低损耗光纤、SPN 回传等技术和产品不断突破，持续保持强劲的竞争力。

投资建议：短期看运营商恢复集采，中长期看流量持续高增长以及 5G 建设将驱动光通信（光网络设备+光纤光缆）景气度持续向上，公司通过技术革新突破和海外快速扩张，市场份额有望进一步提升。同时，集团层面重组新设立的中国信通公司也有望弥补烽火在无线侧的短板，综合实力更上一层楼。受中兴事件影响运营商集采放缓以及公司对 5G 的持续投入，将公司 2018-2020 年盈利预测从 10.3 亿、13.6 亿和 18.6 亿元，向下调整为 9.3 亿元，11.4 亿元，15.1 亿元，对应 18-19 年 PE 分别为 37.7x，30.7x，但行业持续复苏和公司业绩持续改善，维持“买入”评级。

风险提示：运营商集采低于预期，海外扩张和 5G 产业推进低于预期等

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,361.08	21,056.22	25,622.97	31,114.30	38,883.81
增长率(%)	28.70	21.28	21.69	21.43	24.97
EBITDA(百万元)	1,002.92	1,385.78	1,537.62	1,791.99	2,217.97
净利润(百万元)	760.43	824.96	930.89	1,143.17	1,505.01
增长率(%)	15.68	8.49	12.84	22.80	31.65
EPS(元/股)	0.68	0.74	0.84	1.03	1.35
市盈率(P/E)	46.11	42.51	37.67	30.68	23.30
市净率(P/B)	4.82	3.68	3.57	3.35	3.08
市销率(P/S)	2.02	1.67	1.37	1.13	0.90
EV/EBITDA	24.68	21.59	21.68	17.26	14.21

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	31.48 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,113.94
流通 A 股股本(百万股)	1,032.18
A 股总市值(百万元)	35,066.80
流通 A 股市值(百万元)	32,492.92
每股净资产(元)	8.63
资产负债率(%)	63.76
一年内最高/最低(元)	37.84/21.86

作者

王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	wangyihong@tfzq.com
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	tanghaiqing@tfzq.com
容志能	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003	rongzhineng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《烽火通信-季报点评:营收维持稳定增长，未来 5G 与信息安全双重受益》 2018-04-23
- 2 《烽火通信-年报点评报告:业绩略低预期，面向未来重点布局 5G、信息化应用》 2018-04-16
- 3 《烽火通信-公司点评:定增批文终落地，ICT 综合布局提速前行》 2017-08-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,548.63	5,211.89	6,149.51	7,467.43	9,332.11
应收账款	4,896.16	6,397.33	8,264.70	9,366.73	12,235.38
预付账款	607.91	397.97	1,346.36	592.85	1,722.90
存货	9,901.89	10,849.64	15,315.34	15,127.49	21,325.09
其他	1,435.39	1,627.32	927.83	875.86	1,421.30
流动资产合计	20,389.97	24,484.15	32,003.74	33,430.37	46,036.78
长期股权投资	463.89	540.37	540.37	540.37	540.37
固定资产	2,397.01	2,461.33	2,494.67	2,332.90	1,959.22
在建工程	194.14	395.67	163.09	0.00	0.00
无形资产	558.08	780.28	723.02	666.29	609.99
其他	319.40	463.52	311.60	305.13	291.20
非流动资产合计	3,932.52	4,641.17	4,232.75	3,844.68	3,400.77
资产总计	24,322.49	29,125.32	36,236.50	37,275.04	49,437.55
短期借款	1,228.60	2,174.89	3,279.40	2,692.50	4,689.71
应付账款	4,419.92	5,660.44	6,279.02	8,182.39	10,142.59
其他	10,114.65	10,092.17	14,992.76	14,585.60	21,442.00
流动负债合计	15,763.16	17,927.50	24,551.18	25,460.48	36,274.30
长期借款	350.00	500.00	599.62	0.00	332.29
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	262.53	373.23	400.00	400.00	400.00
非流动负债合计	612.53	873.23	999.62	400.00	732.29
负债合计	16,375.69	18,800.72	25,550.80	25,860.48	37,006.60
少数股东权益	667.13	796.97	856.39	933.65	1,047.03
股本	1,046.27	1,113.94	1,113.94	1,113.94	1,113.94
资本公积	3,071.90	4,788.15	4,579.73	4,579.73	4,579.73
留存收益	6,226.03	8,411.80	8,715.37	9,366.98	10,269.98
其他	(3,064.53)	(4,786.26)	(4,579.73)	(4,579.73)	(4,579.73)
股东权益合计	7,946.80	10,324.60	10,685.70	11,414.56	12,430.96
负债和股东权益总	24,322.49	29,125.32	36,236.50	37,275.04	49,437.55

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	794.62	903.46	930.89	1,143.17	1,505.01
折旧摊销	292.97	521.84	409.45	436.42	436.97
财务费用	76.67	172.84	75.89	60.66	66.04
投资损失	(71.96)	(54.16)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(873.67)	(1,131.17)	(989.41)	1,393.99	(1,911.20)
其它	129.22	(76.81)	59.42	77.26	113.39
经营活动现金流	347.84	336.00	406.24	3,031.50	130.21
资本支出	1,340.97	962.58	126.19	54.82	7.00
长期投资	102.07	76.48	0.00	0.00	0.00
其他	(2,280.16)	(2,005.77)	(92.93)	(29.64)	66.00
投资活动现金流	(837.11)	(966.71)	33.26	25.18	73.00
债权融资	1,578.60	2,674.89	3,879.03	2,692.50	5,022.01
股权融资	75.89	1,769.52	(136.20)	89.34	83.96
其他	(1,837.96)	(2,095.67)	(3,244.72)	(4,520.59)	(3,444.50)
筹资活动现金流	(183.46)	2,348.73	498.12	(1,738.76)	1,661.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(672.74)	1,718.02	937.62	1,317.92	1,864.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,361.08	21,056.22	25,622.97	31,114.30	38,883.81
营业成本	13,143.78	16,055.31	19,623.73	23,824.82	29,824.84
营业税金及附加	68.96	88.57	110.18	155.57	194.42
营业费用	1,327.76	1,586.81	1,896.10	2,302.46	2,877.40
管理费用	1,916.79	2,225.14	2,664.79	3,235.89	3,966.15
财务费用	101.31	159.84	156.00	150.00	161.00
资产减值损失	259.57	277.53	280.00	320.00	320.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	71.96	54.16	80.00	80.00	80.00
其他	(143.91)	(356.36)	(240.11)	(249.34)	(254.96)
营业利润	614.87	965.23	1,052.28	1,294.90	1,714.97
营业外收入	259.77	4.35	4.00	4.00	4.00
营业外支出	5.20	8.03	5.00	6.08	6.37
利润总额	869.44	961.55	1,051.28	1,292.82	1,712.59
所得税	74.81	58.09	60.97	72.40	94.19
净利润	794.62	903.46	990.31	1,220.43	1,618.40
少数股东损益	34.19	78.49	59.42	77.26	113.39
归属于母公司净利润	760.43	824.96	930.89	1,143.17	1,505.01
每股收益（元）	0.68	0.74	0.84	1.03	1.35

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	28.70%	21.28%	21.69%	21.43%	24.97%
营业利润	14.14%	56.98%	9.02%	23.06%	32.44%
归属于母公司净利润	15.68%	8.49%	12.84%	22.80%	31.65%
获利能力					
毛利率	24.29%	23.75%	23.41%	23.43%	23.30%
净利率	4.38%	3.92%	3.63%	3.67%	3.87%
ROE	10.45%	8.66%	9.47%	10.91%	13.22%
ROIC	14.60%	18.68%	14.51%	15.79%	26.56%
偿债能力					
资产负债率	67.33%	64.55%	70.51%	69.38%	74.86%
净负债率	74.41%	108.95%	102.14%	135.99%	126.30%
流动比率	1.29	1.37	1.30	1.31	1.27
速动比率	0.67	0.76	0.68	0.72	0.68
营运能力					
应收账款周转率	4.11	3.73	3.50	3.53	3.60
存货周转率	2.01	2.03	1.96	2.04	2.13
总资产周转率	0.80	0.79	0.78	0.85	0.90
每股指标（元）					
每股收益	0.68	0.74	0.84	1.03	1.35
每股经营现金流	0.31	0.30	0.36	2.72	0.12
每股净资产	6.54	8.55	8.82	9.41	10.22
估值比率					
市盈率	46.11	42.51	37.67	30.68	23.30
市净率	4.82	3.68	3.57	3.35	3.08
EV/EBITDA	24.68	21.59	21.68	17.26	14.21
EV/EBIT	34.57	34.11	29.56	22.81	17.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com