

2017年04月18日

公司研究·证券研究报告

烽火通信 (600498.SH)

公司分析

市场份额持续提升,2016年归母净利润同比增长15.68%

投资要点

- ◆ **市场份额持续提升,2016年归母净利润同比增长15.68%**: 2016年实现归母净利润76043.34万元,同比增长15.68%。其中,通信系统与光纤光缆及电缆业务收入增速均超过30%,市场份额逐年攀升。公司全球市场稳步拓展,海外业务增速超国内市场,达34.45%。2016年,公司业务毛利率下降约2.01个百分点,但我们认为伴随业务扩张、市场拓展,毛利率略有下浮属于正常。
- ◆ **光纤用户增长和千兆接入网应用助力PON网络市场增长**: 根据OVUM预测2019年全球规模约65亿美元,年复合增长率3.5%。到2018年,我国将实现城镇地区实现光网覆盖,刺激10G PON网络建设需求。目前,中国电信已经启动10G PON网络建设,据我们测算,高速率OLT端口采购金额的年化增长率达到了213%。
- ◆ **2017年光纤市场规模增速有望超40%**: 根据运营商2016-2017年光纤光缆集采情况,规模和价格都有明显提升。根据莫尼塔数据及我们产业调研结果,2016年国内光线需求量约为2.5亿芯公里,预计2017年有望增长20%,同时价格也将提升20%左右,光纤市场规模增速有望超40%。
- ◆ **深入布局ICT,打造公司业绩增长新引擎**: 报告期内,公司进军高端服务器、存储系统产业领域;深入挖掘广电、电力等行业市场。公司2016年非公开发行方案计划开展融合型高速网络系统设备产业化项目、特种光纤产业化项目、海洋通信系统产业化项目、云计算和大数据项目以及营销网络体系升级项目,深入ICT布局。
- ◆ **投资建议**: 我们预测公司2017年至2019年EPS分别为1.16元、1.46元和1.84元。维持买入-A评级,6个月目标价34.80元。
- ◆ **风险提示**: 宏观经济发展不及预期;光通信行业、信息化市场总体发展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13,489.6	17,361.1	22,244.9	28,514.3	36,043.1
同比增长(%)	25.8%	28.7%	28.1%	28.2%	26.4%
营业利润(百万元)	538.7	614.9	1,122.0	1,623.1	1,987.3
同比增长(%)	13.1%	14.1%	82.5%	44.7%	22.4%
净利润(百万元)	657.4	760.4	1,216.8	1,524.6	1,929.9
同比增长(%)	21.7%	15.7%	60.0%	25.3%	26.6%
每股收益(元)	0.63	0.73	1.16	1.46	1.84
PE	39.1	33.8	21.1	16.8	13.3
PB	3.7	3.5	3.2	2.8	2.4

数据来源: Wind, 华金证券研究所

通信 | 通信终端及配件 III

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

34.80元

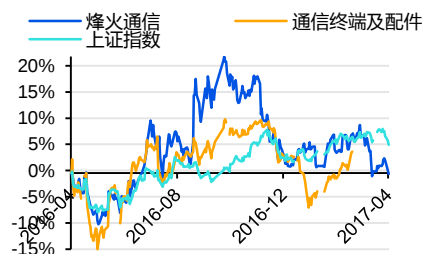
股价(2017-04-18)

24.54元

交易数据

总市值(百万元)	25,675.54
流通市值(百万元)	24,770.21
总股本(百万股)	1,046.27
流通股本(百万股)	1,009.38
12个月价格区间	22.02/30.80元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.54	-7.34	-6.37
绝对收益	-6.8	-4.51	-2.52

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号: S0910515050002
tanzhiyong@huajinsec.cn
021-20655640

报告联系人

朱琨
zhukun@huajinsec.cn
021-20655647

相关报告

烽火通信: 经营业绩稳步增长, 短期毛利率调整无需担忧 2016-10-31
烽火通信: 经营业绩增长稳健, 预计2016年归母净利润增长将超40% 2016-07-25
烽火通信: 国内领先光通信设备厂商, 净利润稳定增长 2016-06-20

内容目录

一、市场份额持续提升，2016 年归母净利润同比增长 15.68%	3
（一）通信系统与光纤业务收入高速增长	3
（二）全球市场稳步拓展，海外收入增速超 30%	4
（三）市场份额持续提升，毛利率略有下浮	4
二、政策驱动与流量增长助力行业景气度提升	4
（一）信息基础设施三年行动方案引导行业发展	4
（二）光纤用户增长和千兆接入网应用助力 PON 网络市场增长	5
（三）流量增长驱动光网络和数据网络扩容	6
（四）2017 年光纤市场规模增速有望超 40%	7
三、深入布局 ICT，打造公司业绩增长新引擎	8
四、未来三年净利润增速 CAGR 约 36%，维持买入-A 评级	9
（一）对比同行业公司，给予公司 2017 年 30 倍 PE	10
（二）光通信设备纯正标的，维持买入-A 评级	10
五、风险提示	10

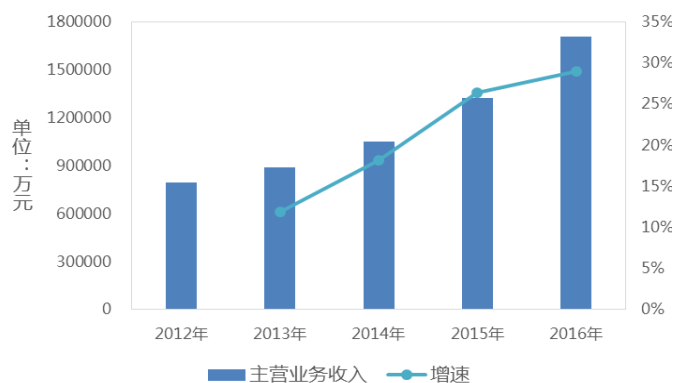
图表目录

图 1：2012 年-2016 年公司主营业务收入及增速	3
图 2：2012 年-2016 年公司归母净利润情况	3
图 3：2012 年-2016 年公司通信系统业务收入及增速	3
图 4：2012 年-2016 年公司光纤光缆及电缆业务收入和增速	3
图 5：中国大陆业务收入规模及增速	4
图 6：海外业务收入规模及增速	4
图 7：2016 年 Q1 各国网速	6
图 8：2016 年 Q1 各国不同网速用户构成情况	6
图 9：2015 年 -2020 年全球 IP 流量增长情况	7
图 10：2015 年-2020 年互联网视频流量增长情况	7
图 11：我国移动互联网接入流量增长情况	7
表 1：信息基础设施重大工程建设三年行动方案重点领域	5
表 2：中国电信 2017 年 PON 设备集采情况	5
表 3：中国电信 2016 年 PON 设备集采情况	6
表 4：中国电信 2015 年 PON 设备集采情况	6
表 5：2016 年公司非公开发行预案募投项目	8
表 6：公司分项业务收入（万元）情况汇总	9
表 7：可比公司估值对比	10

一、市场份额持续提升，2016 年归母净利润同比增长 15.68%

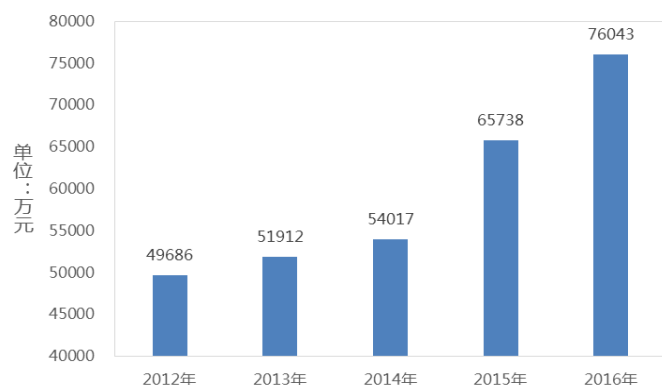
2017 年 4 月 8 日，公司公布 2016 年年度报告。报告期内，公司实现主营业务收入 1736107.83 万元，同比增长 28.70%；实现归母净利润 76043.34 万元，同比增长 15.68%。

图 1：2012 年-2016 年公司主营业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2012 年-2016 年公司归母净利润情况

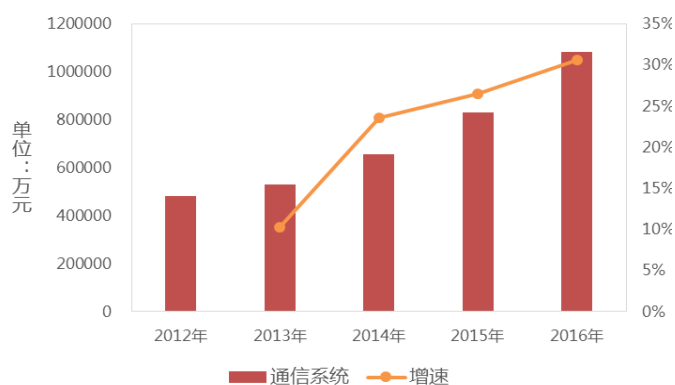


资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）通信系统与光纤业务收入高速增长

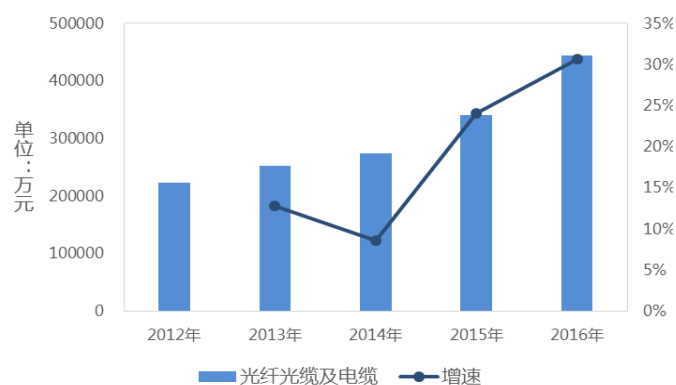
收入构成看，通信系统和光纤光缆业务仍然是公司收入主要来源。通信系统与光纤光缆及电缆业务收入增速均超过 30%，增速持续上升，分别实现收入 1084015.11 万元和 444676.97 万元，对主营增长贡献显著。

图 3：2012 年-2016 年公司通信系统业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：2012 年-2016 年公司光纤光缆及电缆业务收入和增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

根据 OVUM 数据显示，公司占比最高的光网络设备 2016 年实现增速 21.84%，远高于全球及中国的光网络市场规模增长情况，其中，全球光网络市场增速为 5.69%，中国市场增速为 10.91%。

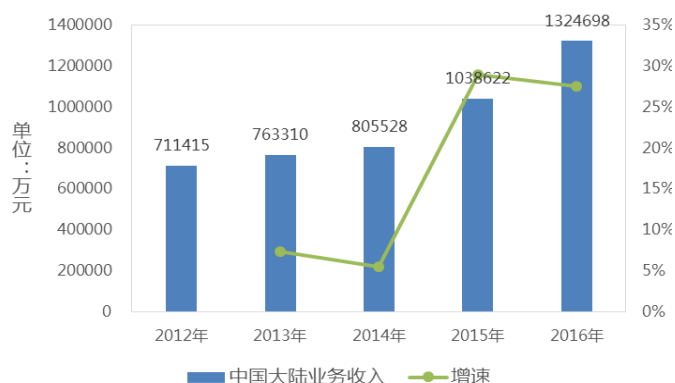
据 Ovum 数据显示，2016 年全球交换和路由设备市场增速约为 1.14%，而中国这一块市场的增长速度远高于全球水平，为 32.47%，公司交换与路由业务 2016 年增长快速，同比上升

53.72%，远远超过全球及中国市场，表现亮眼，虽然交换及路由业务目前在公司业务收入占比相对较小，但增速高，有望继续成长为重要增长驱动力。

（二）全球市场稳步拓展，海外收入增速超 30%

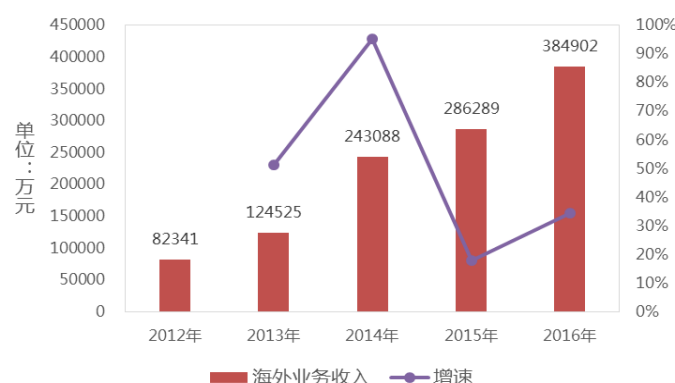
报告期内，公司全球市场拓展稳步进行，目前，公司已在全球 50 多个国家构建完备的销售与服务体系，形成 11 个全球交付中心，产品与服务覆盖 90 多个国家与地区。2016 年，公司实现海外收入 384902.42 万元，同比增长 34.45%，高于国内市场收入增速，国内市场业务收入 1324698.08 万元，同比增长 27.54%。

图 5：中国大陆业务收入规模及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：海外业务收入规模及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）市场份额持续提升，毛利率略有下浮

公司在运营商市场占据领先地位，业绩增速领先市场。近年来通信系统业务的全球市场份额呈逐年提升趋势，根据 OVUM 数据显示，2016 年公司通信系统综合全球市场份额达 4.2%，其中光网络设备市场份额为 6.8%，无源光网络市场份额 5.3%，交换和路由设备份额也达到了 1.2%，相比 2015 年有不同程度的上升。

在市场份额提升的同时，公司毛利率相应有所下降，2016 年公司业务毛利率为 24.26%，相比 2015 年同期下降了 2.06 个百分点，但考虑到公司市场份额不断提升，同时行业景气度高涨，毛利率的下降处于合理范围内。

二、政策驱动与流量增长助力行业景气度提升

（一）信息基础设施三年行动方案引导行业发展

为深入实施“宽带中国”战略，2017 年 1 月，发改委、工信部联合发布《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》，2016 年-2018 年，预计信息基础设施建设共需投资 1.2 万亿元，其

中重点推进骨干网、城域网、固定宽带接入网、移动宽带接入网等 92 项重点建设项目设计总投资 9022 亿元。

表 1：信息基础设施重大工程建设三年行动方案重点领域

领域	任务目标	重点项目数量	投资金额
骨干网	优化完善既有“八纵八横”光缆网络架构，及时组织老旧光缆更新换代，积极推进超高速、大容量光传输技术部署。围绕互联网骨干节点和新型交换中心，进一步优化互联网骨干网网间架构，全面提升整体承载和处理能力。	33	495 亿元
城域网	配合不断增长的宽带接入提速需求，适度超前开展城域传输网和 IP 城域网扩容，加快重点网络节点设备升级，提升多业务承载能力。	8	1271 亿元
固定宽带接入网	继续加快推进老旧小区光纤到户网络改造，升级部署高速光纤接入系统，全面开展光网城市建设。积极开展“宽带乡村”工程、电信普遍服务试点，加大投入力度，扩大光纤宽带接入网在农村的有效覆盖，推动实现光纤到村，积极发展宽带入户。	6	1884 亿元
移动宽带接入网	加快移动基站新建和改造，积极推进 4G 网络升级，优化完善室内覆盖，提升热点接入力，扩大行政村广度覆盖。统筹做好无线局域网热点覆盖和应用推广，全面提升高速移动互联网应用体验。	6	3902 亿元
国际通信网	加强“一带一路”重点方向的互联互通，发起亚太、美国等方向新的国际海缆建设，完善面向周边国家的跨境陆地光缆，积极参与沿线重要国家、节点城市网络建设。完善海外 POP 点全球布局，提高国际网络辐射能力。	13	256 亿元
应用基础设施	建设新型云计算数据中心，改造扩容各类业务平台和重要信息系统。加强内容分发网络建设，新增服务节点，提高处理能力，扩展接入带宽。提升支撑系统资源管理、智能配置、灵活计费能力。	26	1214 亿元

资料来源：工信部，华金证券研究所

（二）光纤用户增长和千兆接入网应用助力 PON 网络市场增长

光纤用户数的持续扩大将有效带动 PON 网络市场规模的增长。根据 OVUM 预测，全球及中国 PON 网络市场将放量增长，全球 PON 网络市场规模到 2019 年预计将达到 64.57 亿美元，年复合增长率为 4.4% 左右，国内市场届时约为 37.89 亿美元，年复合增长率 3.5%。

根据《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》，到 2018 年，城镇地区实现光网覆盖，提供 1000 兆比特每秒以上接入服务能力。千兆接入网对 10G PON 网络建设需求提升明显。C114 网站 2017 年 3 月 15 日新闻报道，中国电信已经于近日启动了 2017 年 PON 设备产品集中招标工作。本次招标中国电信分 GPON 设备、10GEPON 设备和 XG-PON 设备三个标包。其中 GPON 设备预估采购数量为 OLT 端口约 60 万、ONU（含 MDU/MTU/SBU）宽窄带端口约 20 万；10GE-PON 设备预估采购量为 OLT 端口约 45 万、ONU（含 MDU/MTU/SBU）宽窄带端口约 20 万；XG-PON 设备标包预估采购量为 OLT 端口约 4 万、ONU（含 MDU）宽窄带端口约 5 万。

表 2：中国电信 2017 年 PON 设备集采情况

序号	设备名称	OLT 端口数量（万）	ONU 端口数量（万）
1	GPON	60	20
2	10G-EPON（高速）	45	20
3	XG-PON（高速）	4	5

资料来源：C114，华金证券研究所

对比 2015 年和 2016 年招标情况，我们发现 2017 年 10G 速率的高速 OLT 端口开始占据主流，意味着 10G 接入网建设进入加速时代。2016 年，中国电信采购的 10G 高速率 OLT 端口约 10 万个；2015 年，中国电信采购的 10G 高速率 OLT 端口约 4 万个；而 2017 年中国电信采购的 10G 高速率 OLT 端口达到了 49 万个。

根据设备采购量以及我们草根调研获得的单价数据，2017 年采购金额约 32 亿元，其中高速 OLT 端口采购金额约 24 亿元；2016 年采购金额约 31 亿元，其中高速 OLT 端口采购金额约 5.4 亿元；2015 年采购金额约 29 亿元，其中高速 OLT 端口采购金额约 2.5 亿元。高速率 OLT 端口采购金额的年化增长率达到了 213%。

表 3：中国电信 2016 年 PON 设备集采情况

序号	设备名称	OLT 端口数量（万）	ONU 端口数量（万）
1	EPON	10	120
2	GPON	70	120
3	10G-EPON（高速）	10	120

资料来源：C114，华金证券研究所

表 4：中国电信 2015 年 PON 设备集采情况

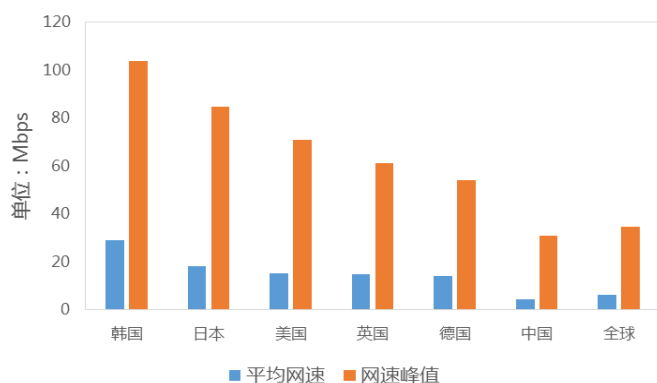
序号	设备名称	OLT 端口数量（万）	ONU 端口数量（万）
1	EPON	22	119
2	GPON	71	134
3	10G-EPON（高速）	4	104

资料来源：C114，华金证券研究所

（三）流量增长驱动光网络和数据网络扩容

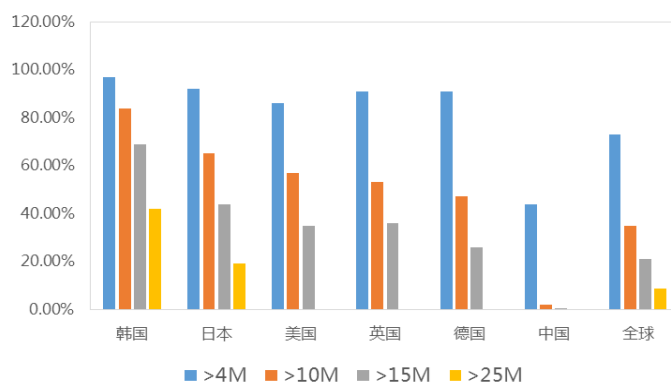
根据 Akamai 的互联网报告，国内互联网水平离韩日美英等发达国家还有很大差距，2016 年第一季度末，我国国内人均网速 4.3Mbps，不及全球平均水平 6.3Mbps，更无法与韩、日、美等国家相比。此外，我国 4Mbps、10Mbps、15Mbps 以上用户占比分别为 44.0%、2.1%、0.4%，与全球平均水平 73.0%、35.0%、21.0%相去甚远。

图 7：2016 年 Q1 各国网速



资料来源：Akamai，华金证券研究所

图 8：2016 年 Q1 各国不同网速用户构成情况

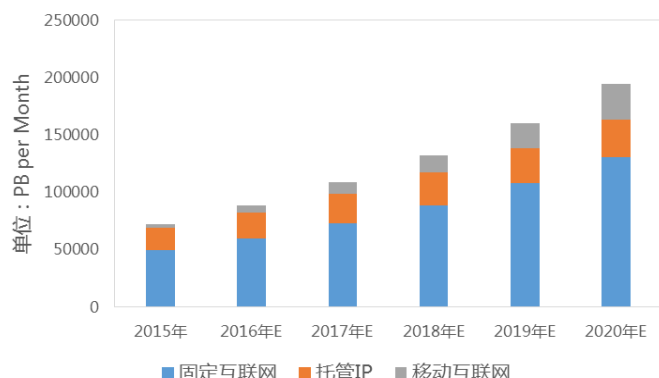


资料来源：Akamai，华金证券研究所

随着互联网的快速发展，全球流量呈爆发式增长，根据 Cisco VNL 预测，2016 年全球 IP 流量达 88718 PB/Month，未来将维持高速增长态势，到 2020 年，全球互联网流量将等于 2005 年全球互联网容量的 95 倍，届时，全互联网人均流量将从 2015 年的 7 GB 增长到 21 GB。

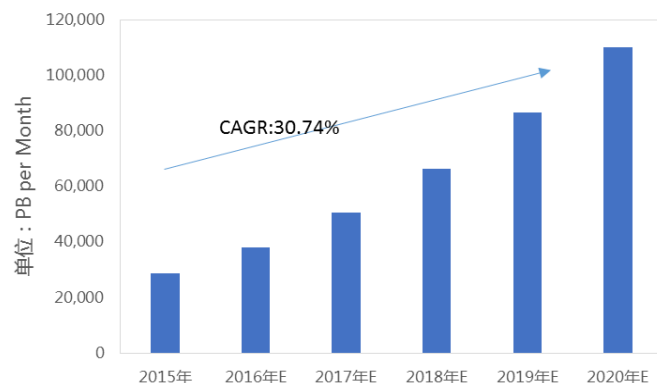
其中，在线视频、虚拟现实等应用流量增长迅速，到 2020 年，全球 IP 视频流量占有个人互联网流量的比例将增加到 82%。从 2015 年到 2020 年，互联网视频总体流量将增长四倍，复合年均增长率为 30.74%，全球虚拟现实流量将增长 61 倍，复合年均增长率为 127%，个人视频点播流量将会增加近一倍。

图 9：2015 年 -2020 年全球 IP 流量增长情况



资料来源：Cisco，华金证券研究所

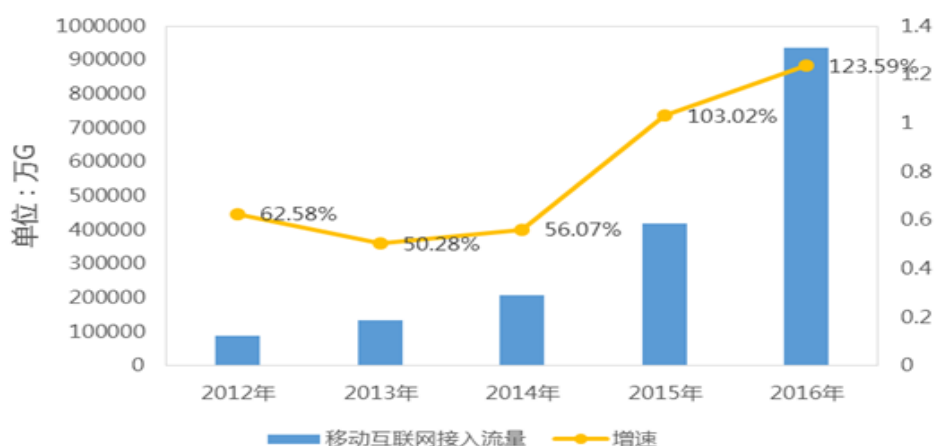
图 10：2015 年-2020 年互联网视频流量增长情况



资料来源：Cisco，华金证券研究所

根据工信部公布数据 2016 年我国移动互联网接入流量消费达 93.6 亿 G，同比增长 123.7%，比上年提高 20.7 个百分点。全年月户均移动互联网接入流量达到 772M，同比增长 98.3%。其中，通过手机上网的流量达到 84.2 亿 G，同比增长 124.1%，在总流量中的比重达到 90.0%。固定互联网使用量同期保持较快增长，固定宽带接入时长达 57.5 万亿分钟，同比增长 15.0%。

图 11：我国移动互联网接入流量增长情况



资料来源：工信部，华金证券研究所

（四）2017 年光纤市场规模增速有望超 40%

2016 年 9 月，中国移动率先启动了 2016 年度普通光缆产品集采，采购规模约为 0.61 亿芯公里。其中，2016 年 11 月至 2017 年 2 月预计采购规模约 0.31 亿芯公里；2016 年 3 月至 2017 年 5 月预计采购规模约为 0.3 亿芯公里，招标内容为光缆中的光纤生产及成缆部分加工，此次采购需求满足期为 2016 年 11 月至 2017 年 5 月底。价格方面，据 C114 报道，中国移动此次招标执行的是光缆价格，价格在 115-125 元 / 芯公里，各厂商按份额执行各自的中标价，对应的光纤价格在 65-70 元 / 芯公里。

中国电信于 2016 年 12 月 26 日发布了 2016 年光纤集中采购项目公告，招标产品为 G.652D 光纤，需求数量为 3500 万芯公里，为电信半年用量。价格方面，此次招标设置最高投标限价为 60 元 / 芯公里。

2017 年 3 月 30 日，中国联通发布 2017 - 2018 年光缆集采项目，包括普通光缆和带状光缆两类产品，总采购规模达 5830 万芯公里，其中第一阶梯采购规模约为 4296 万芯公里，第二阶梯采购规模约为 1534 万芯公里。价格方面，第一阶梯标包一普通光缆光纤限价为 62 元 / 芯公里（含税），加工费用限价为 1357 元 / 皮长公里（含税）；标包二带状光缆光纤限价 62 元 / 芯公里（含税），加工费用限价 7585 元 / 皮长公里（含税）。

从运营商 2016-2017 年光纤光缆集采情况看，不论是规模，还是价格，都得到了同步提升，这给光纤光缆厂商带来了积极的发展信号。根据莫尼塔数据及我们产业调研结果，2016 年国内光线需求量约为 2.5 亿芯公里，2017 年有望提升 20%，同时价格也有望提升 20% 左右，预计 2017 年光纤市场增速预计将超过 40%。

三、深入布局 ICT，打造公司业绩增长新引擎

在 ICT 融合趋势下，公司业务结构由传统光通信为主，向以云计算和大数据为基础面向各行业全面信息化业务转型。公司 2016 年非公开发行预案拟募集资金总额不超过人民币 180200 万元，投入融合型高速网络系统设备产业化项目、特种光纤产业化项目、海洋通信系统产业化项目、云计算和大数据项目以及营销网络体系升级项目，深入 ICT 布局。

表 5：2016 年公司非公开发行预案募投项目

	项目	项目投资总额（万元）
1	融合型高速网络系统设备产业化项目	51634
2	特种光纤产业化项目	24672
3	海洋通信系统产业化项目	37029
4	云计算和大数据项目	41311
5	营销网络体系升级项目	25554
	总计	180200

资料来源：公司公告，华金证券研究所

在强化“网”方面，公司加大发展超高速率、超大容量、超长距离、超高集成度的绿色、云网一体光网络、软件定义的网络（SDN/NFV）、网络操作系统（FOS）、核心高端路由器、网络核心芯片、硅光集成、超低损耗大有效面积光纤、智能 ODN 等，将陆地光通信技术和产品延伸到海洋通信、海洋网络领域，形成海陆一体化信息网络。对于网络的研究，从光通信网络延伸到与第五代移动通信网络、新一代 IPV6 互联网、物联网的结合。

从“网”向上延伸到“云”，发展云数据中心、云操作系统（FitOS），拓展大数据分析在政府、企业、民生中的应用。从“网”向下延伸到“端”，从现有的固定终端向 OTT/云终端、从家庭终端向企业终端和个人终端、从通信终端向物联网终端，以及运行于各种终端的服务于企业和大众的 APP 方面发展，并构建智慧家庭产业生态链。

在新业务方面，一是从传统的电信设备制造商，发展为电信全网解决方案的提供者，开发和销售电信网络整体解决方案、IP 城域网解决方案、云网一体化解决方案、光网 SDN 整体解决方案；二是把握“互联网+”、智慧城市建设的契机，研究开发互联网+先进工业、互联网+现代农业、互联网+现代服务业、智慧政务、智慧民生、智慧企业等领域的产品和解决方案，争做智慧城市领域的顶层规划和标准的引领者、智慧城市全面解决方案的实践者、智慧城市建设创新模式的探路者；三是尝试安全可信全国产软硬件协同创新工程，为国家“自主安全可控”贡献力量。

报告期内，公司联手 Super Micro Computer, B.V 成立超微公司，进军高端服务器、存储系统产业领域，满足以 SDN/NVF 为主要技术特点的未来网络架构需要，加快实现“云、网、端”战略转型进程。同时，公司加大投入云计算和 IT 产品研发，积极布局智慧城市和云应用，向包括基于各个不同行业的软件应用、大数据平台、移动信息化、网络安全等信息领域拓展。2016 年，公司深入挖掘广电、电力等行业市场，突破国家电网两条干线；成功中标苏州地铁、长沙地铁等重大项目，奠定轨道交通通信领域国内前二的地位。

四、未来三年净利润增速 CAGR 约 36%，维持买入-A 评级

未来 3 年，国内光纤用户的增长、千兆接入网的应用和数据流量增长驱动的光网络以及数据网络扩容将带动公司通信系统设备的增长；在此基础上，公司的光纤业务也会随着国内光纤市场的增长而增长。此外，公司 ICT 融合转型已经稳步展开，数据网络产品收入也会稳步增长。我们预测 2017 年-2019 年，公司将实现：主营收入分别约为 222 亿元、285 亿元和 360 亿元；毛利分别约为 51 亿元、64 亿元和 80 亿元。

表 6：公司分项业务收入（万元）情况汇总

		2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
收入	总收入	2224491.52	2851430.96	3604307.53
	通信系统	1427523.40	1822176.69	2271769.67
	光纤光缆及电缆	565472.76	712674.16	893193.47
	数据网络产品	231495.37	316580.11	439344.39
毛利率	综合毛利率	23.06%	22.33%	22.17%
	通信系统	22.02%	21.37%	20.91%
	光纤光缆及电缆	16.46%	15.06%	14.91%
	数据网络产品	45.59%	44.26%	43.47%
毛利	总毛利	512908.62	636765.26	799126.29
	通信系统	314293.07	389318.17	474968.14
	光纤光缆及电缆	93076.82	107328.73	133175.15
	数据网络产品	105538.74	140118.36	190983.01

资料来源：Wind，华金证券研究所

通信系统设备收入将随着国内光网络设备扩容、千兆接入网的应用以及公司海外业务的拓展保持快速的增长，2019 年将实现：收入约 227 亿元，毛利约 47 亿元，年化增长率约 28%。

光纤光缆及电缆产品将随着公司光棒产能的逐渐提升以及市场需求的增长而快速增长，2019 年将实现：收入约 89 亿元，毛利约 13 亿元，年化增长率约 26%。

数据网络产品将随着公司 ICT 业务战略的逐步推进以及烽火星空业务的增长而快速增长，2019 年将实现：收入约 44 亿元，毛利约 19 亿元，年化增长率约 34%。

我们认为，未来 3 年年公司的销售费用、管理费用以及财务费用也会随着公司业务扩张和收入增长而稳定增长。我们预测，2017 年-2019 年：归母净利润分别为 12.17 亿元、15.25 亿元和 19.30 亿元，净利润增速 CAGR 约 36%；EPS 分别为 1.16 元、1.46 元和 1.84 元。

（一）对比同行业公司，给予公司 2017 年 30 倍 PE

对比同行业平均水平，公司 2017 年和 2018 年动态 PE 明显低于行业平均水平。考虑风险与安全边际后，给予公司 2017 年 30 倍动态 PE 估值。

表 7：可比公司估值对比

		市值(亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)		PE	
				2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
002281.SZ	光迅科技	138.24	21.98	0.61	0.77	36	28
300394.SZ	天孚通信	54.19	29.16	0.62	0.83	47	35
300502.SZ	新易盛	65.57	84.50	1.73	2.38	49	35
300565.SZ	科信技术	44.40	27.75	0.50	0.61	56	46
300570.SZ	太辰光	57.50	45.00	0.88	1.02	51	44
300548.SZ	博创科技	49.97	60.45	0.86	1.04	70	58
000063.SZ	中兴通讯	668.06	16.79	0.90	1.02	19	17
	行业平均水平			0.87	1.10	47	38
600498.SH	烽火通信	263.24	25.16	1.16	1.46	22	17

资料来源：Wind，华金证券研究所，截止 2017 年 4 月 14 日收盘价

（二）光通信设备纯正标的，维持买入-A 评级

我们认为，公司作为光通信设备纯正标的，在未来 3 年将享受到行业发展带来的红利。维持买入-A 评级，6 个月目标价 34.80 元。

五、风险提示

宏观经济发展不及预期；光通信行业、信息化市场总体发展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,489.6	17,361.1	22,244.9	28,514.3	36,043.1	年增长率					
减:营业成本	9,909.1	13,143.8	17,115.8	22,146.7	28,051.8	营业收入增长率	25.8%	28.7%	28.1%	28.2%	26.4%
营业税费	63.8	69.0	99.9	125.4	154.5	营业利润增长率	13.1%	14.1%	82.5%	44.7%	22.4%
销售费用	1,134.1	1,327.8	1,468.1	1,725.6	2,222.5	净利润增长率	21.7%	15.7%	60.0%	25.3%	26.6%
管理费用	1,651.2	1,916.8	2,213.5	2,559.8	3,204.1	EBITDA 增长率	31.3%	19.4%	56.1%	40.0%	21.7%
财务费用	73.6	101.3	117.4	194.2	277.6	EBIT 增长率	34.3%	17.0%	73.1%	46.6%	24.6%
资产减值损失	182.3	259.6	173.3	205.0	212.6	NOPLAT 增长率	30.6%	15.7%	75.1%	44.3%	24.6%
加:公允价值变动收益	1.9	-	0.6	-0.4	0.1	投资资本增长率	13.5%	26.2%	22.6%	20.6%	17.3%
投资和汇兑收益	61.2	72.0	64.4	65.9	67.4	净资产增长率	9.3%	2.5%	10.8%	14.0%	16.2%
营业利润	538.7	614.9	1,122.0	1,623.1	1,987.3	盈利能力					
加:营业外净收支	226.8	254.6	262.7	218.0	245.1	毛利率	26.5%	24.3%	23.1%	22.3%	22.2%
利润总额	765.5	869.4	1,384.7	1,841.1	2,232.4	营业利润率	4.0%	3.5%	5.0%	5.7%	5.5%
减:所得税	58.2	74.8	103.8	165.7	200.9	净利率	4.9%	4.4%	5.5%	5.3%	5.4%
净利润	657.4	760.4	1,216.8	1,524.6	1,929.9	EBITDA/营业收入	6.2%	5.8%	7.0%	7.7%	7.4%
						EBIT/营业收入	4.5%	4.1%	5.6%	6.4%	6.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	59.4%	67.3%	68.7%	70.7%	70.9%
货币资金	4,183.0	3,548.6	4,449.0	5,702.9	7,208.6	负债权益比	146.1%	206.1%	219.4%	241.1%	243.6%
交易性金融资产	0.0	-	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.46	1.29	1.30	1.34	1.39
应收帐款	3,559.3	4,896.2	6,069.4	7,629.3	8,915.3	速动比率	0.80	0.67	0.65	0.68	0.71
应收票据	469.3	390.1	489.8	685.5	879.7	利息保障倍数	8.32	7.07	10.56	9.36	8.16
预付帐款	609.8	607.9	648.2	756.7	843.5	营运能力					
存货	7,384.1	9,901.9	12,029.2	14,929.7	17,770.4	固定资产周转天数	37	40	41	34	27
其他流动资产	51.3	1,045.2	366.9	487.8	633.3	流动营业资本周转天数	58	47	46	52	57
可供出售金融资产	48.7	49.7	47.3	48.5	48.5	流动资产周转天数	393	380	360	342	332
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	95	88	89	86	83
长期股权投资	361.8	463.9	463.9	463.9	463.9	存货周转天数	159	179	177	170	163
投资性房地产	155.7	147.2	137.2	127.2	117.2	总资产周转天数	461	450	424	394	371
固定资产	1,489.1	2,397.0	2,678.5	2,724.6	2,616.6	投资资本周转天数	113	105	102	97	91
在建工程	425.4	194.1	58.8	15.9	-	费用率					
无形资产	228.8	558.1	586.0	558.4	480.8	销售费用率	8.4%	7.6%	6.6%	6.1%	6.2%
其他非流动资产	112.0	122.5	112.7	111.0	104.6	管理费用率	12.2%	11.0%	10.0%	9.0%	8.9%
资产总额	19,078.6	24,322.5	28,136.9	34,241.5	40,082.5	财务费用率	0.5%	0.6%	0.5%	0.7%	0.8%
短期债务	1,099.7	1,228.6	1,774.3	2,635.5	3,277.6	三费/营业收入	21.2%	19.3%	17.1%	15.7%	15.8%
应付帐款	3,497.6	4,419.9	5,354.2	6,675.2	7,661.8	投资回报率					
应付票据	3,370.9	4,052.3	4,524.9	5,272.0	6,026.0	ROE	9.6%	10.4%	15.1%	16.6%	18.1%
其他流动负债	3,149.1	6,062.3	6,785.4	7,893.6	9,064.4	ROA	3.7%	3.3%	4.6%	4.9%	5.1%
长期借款	-	350.0	679.7	1,500.5	2,155.2	ROIC	14.3%	14.6%	20.3%	23.8%	24.6%
其他非流动负债	208.8	262.5	210.3	227.2	233.3	分红指标					
负债总额	11,326.1	16,375.7	19,328.7	24,203.9	28,418.2	DPS(元)	0.34	-	0.39	0.43	0.38
少数股东权益	893.9	667.1	728.0	876.2	975.6	分红比率	54.1%	0.0%	33.4%	29.2%	20.9%
股本	1,046.9	1,046.3	1,046.3	1,046.3	1,046.3	股息收益率	1.4%	0.0%	1.6%	1.7%	1.6%
留存收益	5,812.9	6,226.0	7,034.0	8,115.1	9,642.4						
股东权益	7,752.4	7,946.8	8,808.2	10,037.6	11,664.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	707.2	794.6	1,216.8	1,524.6	1,929.9	EPS(元)	0.63	0.73	1.16	1.46	1.84
加:折旧和摊销	234.5	293.0	325.9	374.4	401.5	BVPS(元)	6.56	6.96	7.72	8.76	10.22
资产减值准备	182.3	259.6	-	-	-	PE(X)	39.1	33.8	21.1	16.8	13.3
公允价值变动损失	-1.9	-	0.6	-0.4	0.1	PB(X)	3.7	3.5	3.2	2.8	2.4
财务费用	147.3	76.7	117.4	194.2	277.6	P/FCF	329.1	-392.7	20.8	16.7	14.3
投资损失	-61.2	-72.0	-64.4	-65.9	-67.4	P/S	1.9	1.5	1.2	0.9	0.7
少数股东损益	49.9	34.2	64.0	150.8	101.6	EV/EBITDA	32.7	24.7	15.7	11.4	9.3
营运资金的变动	-713.6	-873.7	-996.2	-1,469.2	-1,669.7	CAGR(%)	33.3%	36.7%	26.7%	33.3%	36.7%
经营活动产生现金流量	815.0	347.8	664.2	708.5	973.5	PEG	1.2	0.9	0.8	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-924.0	-837.1	-423.2	-275.4	-122.5	ROIC/WACC	1.4	1.4	2.0	2.3	2.4
融资活动产生现金流量	115.0	-183.5	659.4	820.8	654.8						

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn