

强烈推荐-A (维持)

烽火通信 600498.SH

目标估值: - 元
当前股价: 23.01 元
2017 年 05 月 01 日

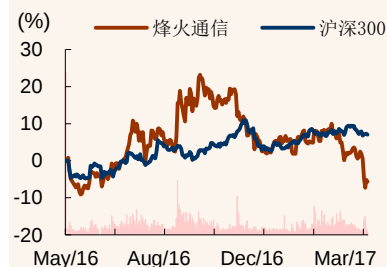
年报点评: 营收维持高增长, 关注毛利率拐点

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	104627
已上市流通股(万股)	100938
总市值(亿元)	241
流通市值(亿元)	232
每股净资产(MRQ)	7.1
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	67.3%
主要股东	烽火科技集团有限公司
主要股东持股比例	46.57%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-17	-5
相对表现	-9	-20	-14



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《烽火通信(600498)——与 Super Micro 合资布局国内服务器市场, 加快加码 ICT 布局》2016-12-14
- 2、《烽火通信(600498)——基本面向好, 调整提供买入良机》2016-11-23
- 3、《烽火通信(600498)——增速环比加快, 光通信提供增长基石》2016-11-02

王林

010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

周炎

0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

事件:

烽火通信公告 2016 年实现营业收入 174 亿元, 同比增长 28.7%; 归属于上市公司股东的净利润 7.6 亿元, 同比增长 15.7%, 经营性现金流 3.5 亿, ROE 为 10.5%, 同比提升 0.9 个百分点, 实现 EPS 0.73 元, 业绩略低于市场预期。毛利率下滑是导致盈利增长低于收入的主要原因, 但光纤光缆涨价效应将从 17 年体现, 16 年四季度毛利率已现拐点。伴随公司平台化布局和信息化新业务增长, 预计未来 3 年仍会保持此快速稳定增长。

评论:

一、财务分析: 营收高增长, 业绩略低于预期, 毛利率四季度现拐点

1、营收维持高增长, 业绩略低于预期

2016 年营收、净利分别为 174 亿、7.6 亿, 分别同比增长 28.7%、15.7%, 相比前三季度, 增速回落 1.1、4.4 个百分点。扣非净利 6.87 亿, 同比增长 11.8%。其中, 第 4 季度实现收入 53.7 亿元, 净利润 2.4 亿元, 分别同比增长 26.3%、6.7%。

营收增长主要受益于通信系统和光纤光缆的增长拉动, 分产品看, 通信系统、光纤光缆、数据网络分别同比增长 30.6%、30.7%、16.9%。其中, 光纤光缆 2016 年下半年进入需求旺季, 单看下半年同比增长 43.5%。三大主营业务结构稳定, 占比分别为 62%、26%、10%。全年净利率 4.6%, 同比下降 0.6 个百分点, 主要因毛利率下降所致。分区域看, 海外占比 22%, 同比增长 1 个百分点, 稳步提升。

存货方面, 去年 99 亿元, 同比增长 34.1%, 且较前三季度环比增长 1 个百分点。其中, 发出商品占比 75.4%, 同比增长 33.7%。

2、毛利率下滑, 四季度现拐点

2016 年综合毛利率 4.6%, 同比降 1.3 个百分点。分产品看, 通信系统、光纤光缆、数据网络分别下降 1.9、2.3、0.1 个百分点。我们分析, 通信系统主要受结构性影响, 去年毛利率较低的接入网占比提升, 同时, 光纤虽去年出现涨价, 但受产能限制, 烽火外购光纤加工成光缆导致毛利率有所影响, 并且公司 16 年基本上仍以原价格供货给三大运营商。新的光纤光缆招标价, 移动从 16 年 11 月开始执行, 电信和联通预计分别从 17 年 1 季度和 2 季度体现。趋势上, 涨价效应从 16 年第 4 季度开始显现, 第 4 季度综合毛利率 25.1%, 虽然同比下降 1.5 个百分点, 但环比提升 1.4 个点, 并连续两个季度环比提升。

3、期间费率下降, 研发维持高投入

管理费用和销售费率分别同比增长 17.1%、16.1%, 增速较去年及今年上半年均有所放缓。销售费率、管理费率为 7.7%、11.0%, 分别同比下降 1.7、1.2 个百分点, 两项费率下降主要受益于公司 ICT 领域的平台化布局, 新产品收入快速增长的同时, 费用端

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13490	17361	22569	29340	37555
同比增长	26%	29%	30%	30%	28%
营业利润(百万元)	539	615	927	1229	1540
同比增长	13%	14%	51%	33%	25%
净利润(百万元)	657	760	1031	1293	1563
同比增长	22%	16%	36%	25%	21%
每股收益(元)	0.63	0.73	0.99	1.24	1.49
PE	36.6	31.7	23.4	18.6	15.4
PB	3.5	3.3	3.1	2.7	2.4

边际效应递减。财务费用 1.01 亿元，同比增长 37.7%，主要因利息支出增加，若今年再融资顺利落地，将显著降低财务压力。研发维持高投入，研发费用 18.6 亿元，同比增长 26.7%，费用率略降 0.6 个百分点。

二、业务分析：光棒净利快速增长

1、通信设备增长受益中移动接入网投入，后 4G 时期采取积极市场策略

通信设备保持快速增长主要受益于接入网投资。中移动 16 年下半年追加接入网投资，全年宽带要投资同比增长 100%，新增用户 2280 万户。根据三大运营商资本开支计划，2017 年同比下滑 13%，其中，有线业务和无线业务均下滑 20%，物联网、IDC、大数据等新业务同比增长 27%。相对亮点在于中移动的传输同比增长 5%，且后续 FDD 发牌后带来基站及传输配套追加投资的可能，并且我们对比后 3G 时期，当前处于后 4G 时期，有线网络和光通信的投资存在好于计划的可能。

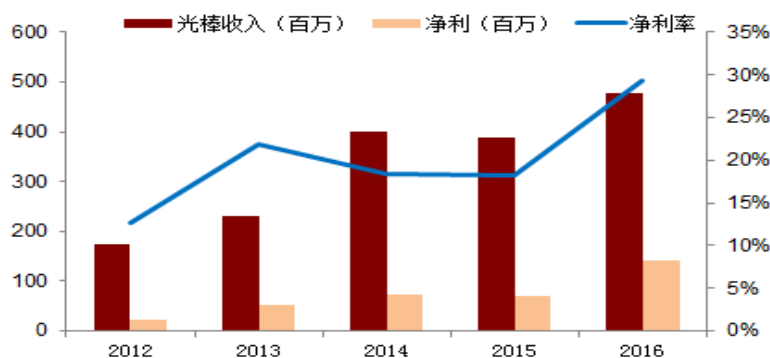
市场策略方面，烽火作为国内第三、全球领先的光通信设备商，后起发力，近年通过积极的市场策略，长远备战 5G 和 Pre 5G 带来的新一轮资本开支高峰。例如，17 年初的联通 IP Ran 招标，公司份额超过 50%，一举打破之前华为、中兴、烽火 6:3:1 的市场格局，虽导致了短期增收未必增利，但长期来看，后续有望通过扩容升级带来盈利回升。

2、光棒业绩快速增长，产能扩充稳步推进，光纤量价体现带来 17 年业绩弹性

2016 年，烽火参股 40% 的光纤预制棒子公司藤仓光电材料实现营收、净利分别为 4.78 亿、1.40 亿，分别同比增长 23%、97%，净利率实现 29%，同比提升 11 个百分点。我们认为，后 4G 时期，运营商的投资会结构性投向光通信，对光纤光缆的需求会保持旺盛。

对于烽火通信，受益于光纤光缆涨价、光棒供求紧张，将是其 17 年主要利润增量。首先，运营商招标量价齐升带来光纤光缆营收和净利的直接增长。其次，光棒产能方面，16 年烽火光纤产能 3000 万芯公里，近期移动、电信招标，均进入前五，16 年盈利瓶颈在于光棒自给能力不足，截止目前，烽火光棒自供 2000 万芯公里，预计 2017 年新产能逐步投放，2018 年将达到 3000 万芯公里的全部自供能力，从而参股公司贡献的投资收益将会大幅增长。

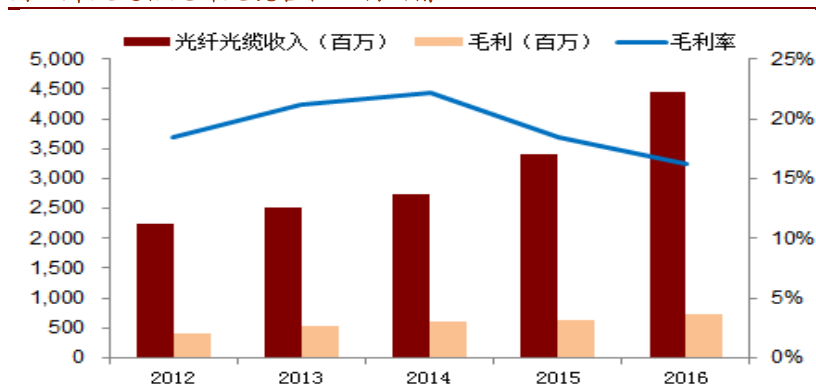
图 1 烽火通信光棒营收、利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

备注：上市公司按 40% 股权合并投资收益

图 2 烽火通信光纤光缆营收、利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

3、信息化业务布局亮点纷呈

2016 年，烽火由通信硬件厂商向软硬件一体的 ICT 综合解决方案提供商转型成效显著，产业规模实现新增长。首先，年报显示，全资子公司烽火星空保持快速增长，2016 年净利 2.06 亿，同比增长 29.2%。其次，参股的联营公司亮点纷呈，包括武汉智慧地铁科技公司（持股 40%）、湖北楚天云公司（持股 45%），其中，智慧地铁 16 年贡献营收 2004 万元，净利率 17%。再者，烽火通信 16 年 12 月合资成立烽火超微，加强服务器产品开发实力，并且于 17 年 2 月首次参与中国 移动 PC 服务器集采便成功中标，实现从通信主设备向服务器主设备的跨越拓展，根据烽火超微规划，达产后年收入将超过 50 亿收入。

表 1：近年来，烽火通信加快 ICT 产业布局

时间	ICT 布局	方向
2015/10/22	烽火通信和湖北省联投合资成立楚天云有限公司	政务云
2015/7/11	烽火通信投资西安基地项目	云计算、一路一带
2015/12/30	烽火通信与邮科院共同设立飞思灵微电子	半导体芯片
2016/3/16	烽火通信全资子公司收购烽火信服	信息服务，
2016/4/9	发布增发预案，其中募投项目投向云计算和大数据，和融合高速网络产业化	ICT 融合、云计算、大数据
2016/12/14	烽火通信和 Super Micro 合资设立烽火超微信息科技	服务器、存储、SDN

资料来源：公司公告、招商证券

三、国企改革预期加强，“一带一路”拉动海外增长，再融资助力新业务布局

近期国企改革预期再次加强，3 月 31 日，刘鹤同志召开改革专题会议，要着力抓好混合所有制改革试点，尽快批复实施试点方案；同时 4 月 5 日，中国联通 A 股停牌，筹划混改相关重大事项。我们认为，在联通混改逐步落地的催化下，公司作为通信行业央企旗下上市公司，有望在改革中受益，其大股东邮科院与大唐之间整合的国改预期值得关注。同时，公司战略上将海外市场定位为新的增长点，加大海外拓展，成为非洲“八横八纵”骨干网主要参与者，去年海外收入同比增长 35.5%，未来有望借力紧抓“一带一路”战略契

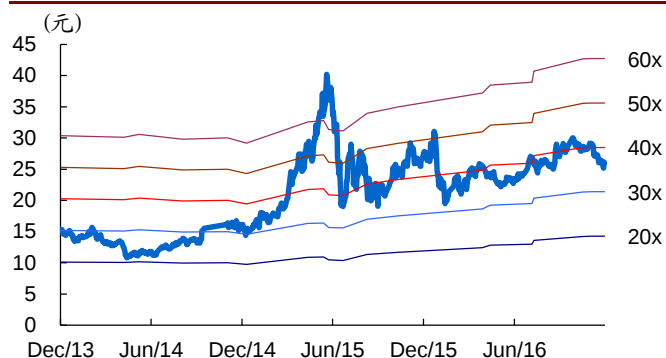
机开拓新蓝海。此外，近期公司定增 18 亿用于云计算、大数据、军工及高端光通信产品，全面打开公司新成长空间，大股东认购其中 10%-20%，彰显发展信心。

四、投资建议：中长期维持“强烈推荐-A”

公司平台化布局效应显现，营收保持快速增长，但因通信设备结构变化以及光纤光缆上游产能受限，导致 2016 年业绩增长低于收入增长，虽收入符合预期，但业绩略低于预期。展望 2017 年，随着信息化转型持续推进，光纤光缆产能释放，毛利率有望企稳回升。我们给予 2017-2019 年 EPS 分别为 0.99/1.24/1.49 元，估值上，考虑增发，当前市值 279 亿左右，对应今年 PE 为 28 倍左右，明年 23 倍，中长期来看，维持“强烈推荐-A”。

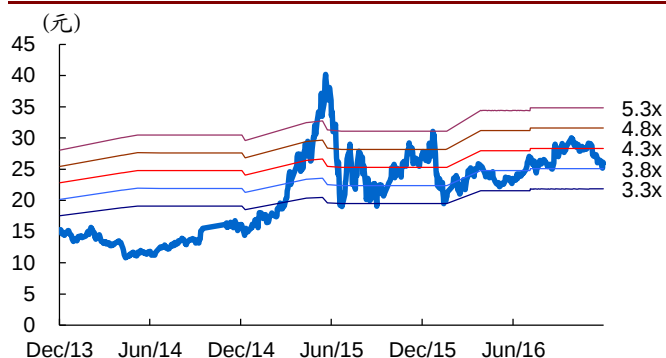
风险提示：增发进度低于预期、运营商资本开支不达预期、政策变化风险、网络安全项目推进低于预期、泄密风险

图 2：烽火通信历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：烽火通信历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	16257	20390	23720	30832	40067
现金	4183	3549	1810	2349	3609
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	469	390	507	659	844
应收款项	3291	4525	5857	7614	9746
其它应收款	268	371	482	627	802
存货	7384	9902	12912	16785	21485
其他	661	1653	2152	2798	3581
非流动资产	2822	3933	4740	5446	6064
长期股权投资	362	464	464	464	464
固定资产	1489	2397	3243	3983	4631
无形资产	191	336	303	272	245
其他	779	735	731	727	724
资产总计	19079	24322	28459	36278	46132
流动负债	11117	15763	19346	26122	34731
短期借款	1100	1229	769	2357	4669
应付账款	3083	3787	4943	6425	8224
预收账款	3588	5408	7058	9175	11744
其他	3346	5339	6577	8165	10093
长期负债	209	613	613	613	613
长期借款	0	350	350	350	350
其他	209	263	263	263	263
负债合计	11326	16376	19959	26735	35343
股本	1047	1046	1046	1046	1046
资本公积金	3064	3072	3072	3072	3072
留存收益	2748	3162	3669	4653	5828
少数股东权益	894	667	713	772	842
归属于母公司所有者权益	6859	7280	7787	8771	9946
负债及权益合计	19079	24322	28459	36278	46132

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	815	348	377	431	605
净利润	657	760	1031	1293	1563
折旧摊销	235	293	338	440	529
财务费用	147	77	55	90	190
投资收益	(61)	(72)	(72)	(72)	(72)
营运资金变动	(202)	(740)	(1035)	(1395)	(1693)
其它	39	30	61	74	88
投资活动现金流	(924)	(837)	(1080)	(1080)	(1080)
资本支出	(632)	(862)	(1152)	(1152)	(1152)
其他投资	(292)	25	72	72	72
筹资活动现金流	115	(183)	(1037)	1188	1734
借款变动	387	381	(459)	1587	2313
普通股增加	52	(1)	0	0	0
资本公积增加	198	8	0	0	0
股利分配	(498)	(523)	(523)	(309)	(388)
其他	(24)	(48)	(55)	(90)	(190)
现金净增加额	6	(673)	(1739)	539	1260

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13490	17361	22569	29340	37555
营业成本	9909	13144	17153	22299	28542
营业税金及附加	64	69	90	117	149
营业费用	1134	1328	1715	2230	2854
管理费用	1651	1917	2483	3227	4131
财务费用	74	101	55	90	190
资产减值损失	182	260	220	220	220
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资收益	61	72	72	72	72
营业利润	539	615	927	1229	1540
营业外收入	230	260	260	260	260
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	765	869	1181	1484	1795
所得税	58	75	104	132	162
净利润	707	795	1077	1352	1633
少数股东损益	50	34	46	58	70
归属于母公司净利润	657	760	1031	1293	1563
EPS (元)	0.63	0.73	0.99	1.24	1.49

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	26%	29%	30%	30%	28%
营业利润	13%	14%	51%	33%	25%
净利润	22%	16%	36%	25%	21%
获利能力					
毛利率	26.5%	24.3%	24.0%	24.0%	24.0%
净利率	4.9%	4.4%	4.6%	4.4%	4.2%
ROE	9.6%	10.5%	13.2%	14.8%	15.7%
ROIC	6.3%	6.8%	9.2%	9.8%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	59.4%	67.3%	70.1%	73.7%	76.6%
净负债比率	6.4%	6.5%	3.9%	7.5%	10.9%
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
应收帐款周转率	4.1	4.4	4.3	4.4	4.3
应付帐款周转率	3.5	3.8	3.9	3.9	3.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.63	0.73	0.99	1.24	1.49
每股经营现金	0.78	0.33	0.36	0.41	0.58
每股净资产	6.55	6.95	7.44	8.38	9.50
每股股利	0.50	0.50	0.30	0.37	0.45
估值比率					
PE	36.6	31.7	23.4	18.6	15.4
PB	3.5	3.3	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	61.6	52.5	38.2	28.7	22.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15 年通信行业工作经验，6 年证券行业经验，2015 年新财富第五，水晶球第四

周炎 招商证券通信行业高级分析师 理学硕士，3 年运营商从业经历，5 年证券研究经验，2015 年新财富第五，水晶球第四

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。