

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 傅翀

fuchong@ccnew.com 021-50588666-8059

业绩稳健增长, 运营商集采位居前列

——烽火通信(600498)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(首次)

市场数据(2017-08-03)

发布日期: 2017年08月03日

收盘价(元)	25.34
一年内最高/最低(元)	30.80/21.19
沪深300指数	3727.83
市净率(倍)	3.64
流通市值(亿元)	255.78

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	7.05
每股经营现金流(元)	-2.39
毛利率(%)	23.36
净资产收益率-摊薄(%)	6.10
资产负债率(%)	69.55
总股本/流通股(万股)	104627.3/100938.11
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

报告关键要素:

- 2017年上半年, 公司业绩符合预期。业绩的稳健增长主要受益于公司在产品和市场上的突破。国际市场保持持续增长, 同时, 国内运营商市场上, 公司在集采项目中也获得较好排名。“十三五”期间, 我国通信行业仍将保持高增长, 宽带接入速率较当前水平还有很大提升空间, 5G通信设备建设需求旺盛。考虑到公司在行业中的地位和行业前景, 预计公司业绩将持续稳健增长。定向增发项目已过会, 有望为公司未来发展提供充足的资金。由于定向增发尚未完成, 暂不考虑其影响, 预测公司2017-18年全面摊薄后EPS分别为0.93元与1.28元, 按8月3日25.34元收盘价计算, 对应的PE分别为27.1倍与19.8倍。目前估值低于行业水平, 首次给予“买入”的投资评级。
- **事件:** 烽火通信(600498)公布2017年半年报。2017年上半年, 公司实现营业收入97.21亿元, 同比增长26.02%; 实现营业利润3.91亿元, 同比增长9.78%; 实现归属于上市公司股东的净利润4.50亿元, 同比增长16.10%, 基本每股收益0.43元。
- **点评:** 收入增长较快。2017年上半年, 公司实现营业收入97.21亿元, 同比增长26.02%, 主要得益于主营业务稳健发展; 营业外收入1.36亿元, 同比增长104.92%, 主要由于软件销售退税大幅增长所致; 营业外支出595.05万元, 对业绩影响十分有限。随着宽带和5G建设的推进, 预计2017年下半年和2018年, 公司营收仍将取得较快增长, 对业绩贡献较2017年上半年进一步提升。
- **定向增发过会。** 2017年6月6日, 中国证监会发审委对公司非公开发行股票申请进行了审核, 发行申请获审核通过。

风险提示: 运营商网络建设速度低于预期、系统性风险

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13489.6	17361.1	22222.2	28888.8	36111.0
增长比率	25.8%	28.7%	28.0%	30.0%	25.0%
净利润(百万元)	657.4	760.4	978.0	1335.7	1684.2
增长比率	21.7%	15.7%	28.6%	36.6%	26.1%
每股收益(元)	0.63	0.73	0.93	1.28	1.61
市盈率(倍)	40.3	34.9	27.1	19.8	15.7

资料来源: 贝格数据, 中原证券

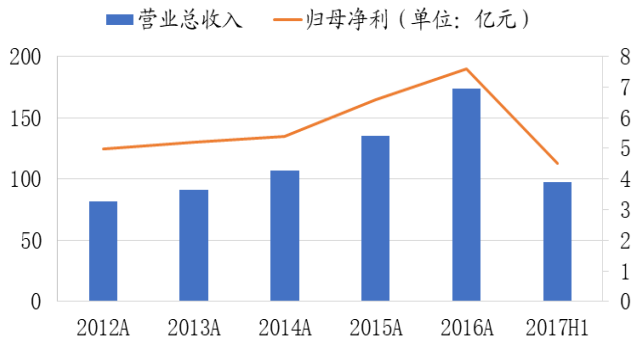
1. 公司各项业务近年保持较快增长

随着 5G、物联网、工业互联网、云计算、AI 等新兴技术的快速产业化落地，ICT 产业正持续加速全球数字化进程；在 ICT 融合趋势下，公司的业务结构已经由传统光通信为主，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。

回顾近年来的经营情况，公司营业收入增长较快：2016 年度实现营收 173.61 亿元，同比增长 28.70%；2017 年上半年实现营收 97.21 亿元，同比增长 26.02%。收入的增长主要得益于主营业务稳健发展。2017 年上半年，公司深入推动光纤通信等产品的技术和市场布局，产品和市场都有所突破；国际市场保持持续增长，传输产品等在新市场取得突破；与跨国电信运营商的高层次产品技术交流更为深入；继续保持全球光纤光缆第一集团中的地位。国内运营商市场上，100G 产品、OTN 产品布局取得进一步成效；联通 UTN 集采中综合排名第一；中标中移动 PC 服务器集中采购项目；宽带产品在多个运营商集采项目中获得较好排名。信息化行业应用取得新的突破。服务平台在中国移动和中国联通的后评估中排名靠前；把握 ICT 服务行业动态，服务器、CDN、云服务方面的服务能力逐步提升。

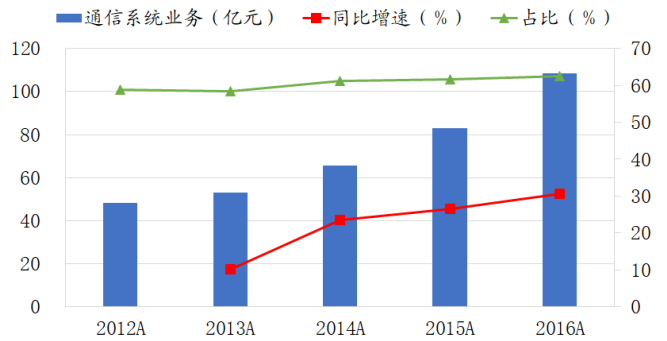
基于上述市场地位和服务能力，预计 2017 年下半年和 2018 年，公司营收仍将取得较快增长，对业绩贡献较 2017 年上半年进一步提升。

图 1：公司近年收入利润情况（最右 1 列为半年数据）



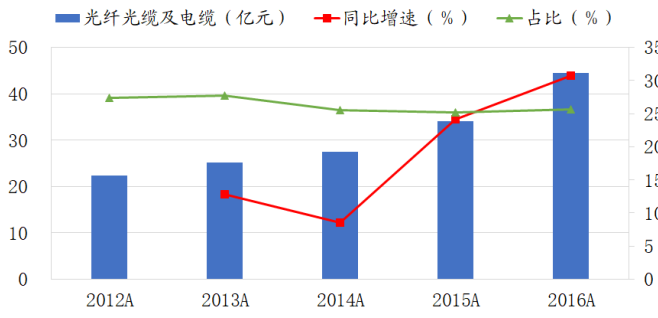
资料来源：Wind、公司公告、中原证券

图 2：通信系统业务概况



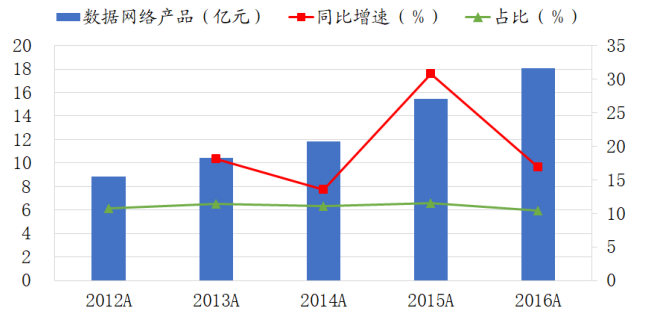
资料来源：Wind、公司公告、中原证券

图 3：光纤光缆及电缆业务概况



资料来源：Wind、公司公告、中原证券

图 4：数据网络产品业务概况

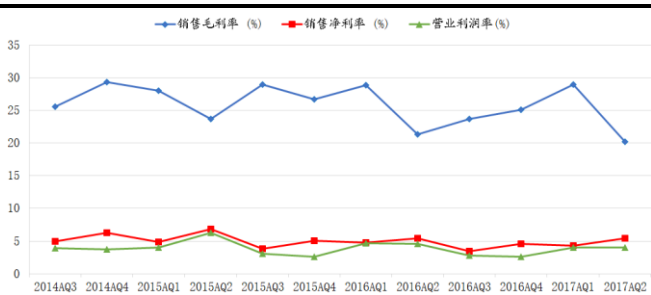


资料来源：Wind、公司公告、中原证券

2. 毛利率稳中略降

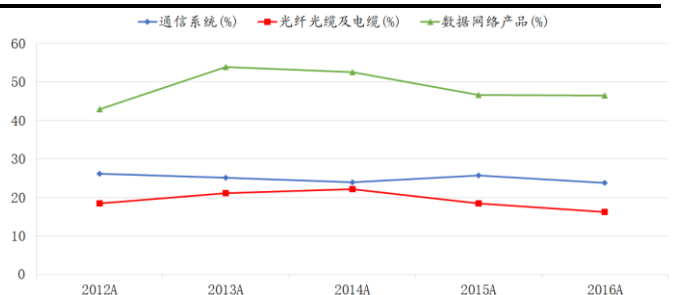
近 5 年来，公司综合毛利率缓慢下降；2015 年度毛利率为 26.54%，2016 年度下降到 24.29%，2017 年上半年下降到 23.36%。具体来看，数据网络产品业务毛利率较高，通信系统业务次之，而光纤光缆及电缆业务的毛利率则较低。预计公司 2017 年综合毛利率同比略有下降，但在业务规模较快增长的形势下，毛利率的小幅回落无碍业绩稳健增长。

图 5: 公司单季度盈利能力



资料来源: Wind、公司公告、中原证券

图 6: 公司近年各项业务毛利率



资料来源: Wind、公司公告、中原证券

3. 关注非公开发行 A 股进展

2017 年 6 月 6 日，中国证监会发审委对公司非公开发行股票申请进行了审核，发行申请获审核通过。2017 年 7 月 21 日，公司召开股东大会，延长了公司定增股东大会决议及全权授权董事会办理公司定增相关事项的有效期。2016 年度利润分配方案实施以后，本次定增发行价格由不低于 21.86 元/股调整为不低于 21.52 元/股，发行数量由不超过 82,433,668 股调整为不超过 83,736,059 股，拟募集资金总额上限（含发行费用）为 18.02 亿元。其中大股东烽火科技拟认购本次定增不低于 10%且不超过 20%的股份，体现了对公司发展的坚定支持，维护了公司控制权的稳定。

本次定增募投项目共 5 个，其中投资金额最大的是融合型高速网络系统设备产业化项目，其次是云计算和大数据项目。融合型高速网络系统设备产业化项目主要满足国内外网络流量增长及非语音流量增长对新型网络设备的新需求，建设内容包括新建生产厂房，以及 POTN、IP RAN、10G PON 的主要生产和辅助生产设备的购置、安装；云计算和大数据项目依托公司的烽火云应用服务平台“FitCloud”，为政府、教育、通信、互联网等行业的企业级客户提供从云存储、云服务器、云数据中心、桌面云、云操作系统等云服务，建设内容包括新建数据中心及云计算业务平台用房，以及与数据中心、云计算业务相关的软、硬件设备的购置、安装。募投项目顺应市场需求，实施后将进一步提升公司业绩。

表 1: 公司募集资金投资项目概况

单位: 万元

序号	投资项目名称	总投资金额	拟使用募集资金
1	融合型高速网络系统设备产业化项目	51,634	51,634
2	特种光纤产业化项目	24,672	24,672
3	海洋通信系统产业化项目	37,029	37,029
4	云计算和大数据项目	41,311	41,311
5	营销网络体系升级项目	25,554	25,554
	合计	180,200	180,200

资料来源: 公司公告、中原证券

4. 向控股股东转让股权

公司于 2017 年 6 月 16 日召开第六届董事会第九次临时会议, 同意公司的全资子公司武汉烽火信息集成技术有限公司以 2,307.832 万元向公司控股股东烽火科技集团有限公司控制的子公司武汉理工光科股份有限公司转让其持有的武汉智慧地铁科技有限公司 40% 股权。

5. 盈利预测和投资建议

暂不考虑定增影响, 预测公司 2017-18 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.93 元与 1.28 元, 按 8 月 3 日 25.34 元收盘价计算, 对应的 PE 分别为 27.1 倍与 19.8 倍。目前估值低于行业水平, 首次给予“买入”的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13489.6	17361.1	22222.2	28888.8	36111.0	成长性					
减: 营业成本	9,909.1	13,143.8	16,888.9	21,955.5	27,444.4	营业收入增长率	25.8%	28.7%	28.0%	30.0%	25.0%
营业税费	63.8	69.0	88.9	115.6	144.4	营业利润增长率	13.1%	14.1%	38.7%	48.6%	33.1%
销售费用	1,134.1	1,327.8	1,620.0	2,022.2	2,527.8	净利润增长率	21.7%	15.7%	28.6%	36.6%	26.1%
管理费用	1,651.2	1,916.8	2,444.4	3,177.8	3,972.2	EBITDA 增长率	31.3%	19.4%	33.9%	40.4%	27.3%
财务费用	73.6	101.3	160.0	194.3	190.1	EBIT 增长率	34.3%	17.0%	41.4%	44.3%	28.4%
资产减值损失	182.3	259.6	240.0	230.0	220.0	NOPLAT 增长率	30.6%	15.7%	39.0%	41.7%	26.1%
加: 公允价值变动收益	1.9	-	-	-	-	投资资本增长率	12.6%	22.3%	26.2%	12.6%	6.7%
投资和汇兑收益	61.2	72.0	73.0	74.0	75.0	净资产增长率	9.3%	2.5%	6.6%	8.6%	10.0%
营业利润	538.7	614.9	853.0	1,267.5	1,687.2	利润率					
加: 营业外净收支	226.8	254.6	285.0	315.0	345.0	毛利率	26.5%	24.3%	24.0%	24.0%	24.0%
利润总额	765.5	869.4	1,138.0	1,582.5	2,032.2	营业利润率	4.0%	3.5%	3.8%	4.4%	4.7%
减: 所得税	58.2	74.8	116.1	186.7	272.3	净利润率	4.9%	4.4%	4.4%	4.6%	4.7%
净利润	657.4	760.4	978.0	1335.7	1684.2	EBITDA/营业收入	6.2%	5.8%	6.0%	6.5%	6.6%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	4.5%	4.1%	4.6%	5.1%	5.2%
货币资金	4,183.0	3,548.6	2,888.9	2,888.9	2,888.9	运营效率					
交易性金融资产	0.0	-	-	-	-	固定资产周转天数	37	40	41	36	31
应收帐款	3,559.3	4,896.2	6,338.4	8,106.0	9,748.9	流动营业资本周转天数	58	47	45	44	39
应收票据	469.3	390.1	350.6	612.4	591.3	流动资产周转天数	393	380	361	330	308
预付帐款	609.8	607.9	678.5	907.2	1,074.9	应收帐款周转天数	95	88	91	90	89
存货	7,384.1	9,901.9	12,710.4	15,099.9	17,223.5	存货周转天数	159	179	183	173	161
其他流动资产	51.3	1,045.2	1,150.0	1,250.0	1,350.0	总资产周转天数	461	450	429	389	359
可供出售金融资产	48.7	49.7	50.0	50.0	50.0	投资资本周转天数	112	102	100	91	80
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	361.8	463.9	463.9	463.9	463.9	ROE	9.6%	10.4%	12.6%	15.8%	18.2%
投资性房地产	155.7	147.2	147.2	147.2	147.2	ROA	3.7%	3.3%	3.6%	4.1%	4.6%
固定资产	1,489.1	2,397.0	2,714.8	2,997.5	3,237.1	ROIC	14.3%	14.7%	16.7%	18.8%	21.0%
在建工程	425.4	194.1	307.3	378.0	408.9	费用率					
无形资产	191.4	336.2	365.0	377.3	373.4	销售费用率	8.4%	7.6%	7.3%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	149.5	344.3	438.5	531.4	624.3	管理费用率	12.2%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
资产总额	19,078.6	24,322.5	28,603.4	33,809.6	38,182.3	财务费用率	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%
短期债务	1,099.7	1,228.6	1,413.1	1,643.5	1,333.7	三费/营业收入	21.2%	19.3%	19.0%	18.7%	18.5%
应付帐款	3,497.6	4,419.9	5,431.9	6,887.6	8,054.4	偿债能力					
应付票据	3,370.9	4,052.3	4,579.8	5,422.2	6,775.3	资产负债率	59.4%	67.3%	70.4%	72.8%	73.5%
其他流动负债	3,149.1	6,062.3	7,952.9	9,902.9	11,147.6	负债权益比	146.1%	206.1%	237.6%	267.5%	277.4%
长期借款	-	350.0	500.0	500.0	500.0	流动比率	1.46	1.29	1.24	1.21	1.20
其他非流动负债	208.8	262.5	253.0	253.0	253.0	速动比率	0.80	0.67	0.59	0.58	0.57
负债总额	11,326.1	16,375.7	20,130.8	24,609.1	28,064.0	利息保障倍数	8.32	7.07	6.33	7.52	9.88
少数股东权益	893.9	667.1	711.1	771.1	846.8	分红指标					
股本	1,046.9	1,046.3	1,046.3	1,046.3	1,046.3	DPS(元)	0.34	0.34	0.47	0.64	0.80
留存收益	5,812.9	6,226.0	6,715.3	7,383.2	8,225.3	分红比率	54.1%	46.8%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	7,752.4	7,946.8	8,472.7	9,200.5	10,118.3	股息收益率	1.3%	1.3%	1.8%	2.5%	3.2%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	707.2	794.6	978.0	1,335.7	1,684.2	EPS(元)	0.63	0.73	0.93	1.28	1.61
加: 折旧和摊销	234.5	293.0	330.3	424.3	523.3	BVPS(元)	6.56	6.96	7.42	8.06	8.86
资产减值准备	182.3	259.6	240.0	230.0	220.0	PE(X)	40.3	34.9	27.1	19.8	15.7
公允价值变动损失	-1.9	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.6	3.4	3.1	2.9
财务费用	147.3	76.7	160.0	194.3	190.1	P/FCF	229.6	222.8	-234.4	37.8	30.9
投资收益	-61.2	-72.0	-73.0	-74.0	-75.0	P/S	2.0	1.5	1.2	0.9	0.7
少数股东损益	49.9	34.2	43.9	60.0	75.7	EV/EBITDA	28.7	24.6	19.1	13.7	10.6
营运资金的变动	-751.1	-1,058.1	-1,354.3	-917.5	-651.3	CAGR(%)	25.4%	30.3%	17.5%	25.4%	30.3%
经营活动产生现金流量	815.0	347.8	325.0	1,252.8	1,966.9	PEG	1.6	1.1	1.6	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	-924.0	-837.1	-717.3	-716.0	-715.0	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.6	1.8	2.0
融资活动产生现金流量	115.0	-183.5	-267.4	-536.8	-1,251.9	REP	4.0	3.2	2.3	1.9	1.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。