烽火通信(600498)/通信设备　　定增批文落地，ICT 提供商加速前行

评级：增持(维持)

市场价格：26.16

目标价格：30

分析师：李伟

执业证书编号：S0740516110001

Email：liwei@r.qlzq.com.cn

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

Email：chenny@r.qlzq.com.cn

联系人：樊生龙

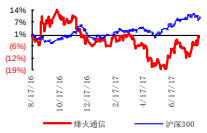
电话：021-20315826

Email：fansl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,046
流通股本(百万股)	1,009
市价(元)	26.16
市值(百万元)	27,371
流通市值(百万元)	26,405

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 中报基本符合预期,ICT 综合服务商稳步前行

2 短期业绩低于预期，中期受益于产品结构优化

3 借力宽带中国，未来发展可期

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	13,489.64	17,361.08	22,993.67	29,039.67	35,923.01
增长率 yoy%	25.81%	28.70%	32.44%	26.29%	23.70%
净利润	657.38	760.43	973.18	1,224.14	1,513.95
增长率 yoy%	21.80%	15.68%	27.98%	25.79%	23.67%
每股收益（元）	0.63	0.73	0.86	1.08	1.34
每股现金流量	0.78	0.33	0.53	1.44	1.49
净资产收益率	9.58%	10.45%	10.06%	11.24%	12.20%
P/E	45.40	34.69	29.35	23.34	18.87
PEG	2.08	2.21	1.05	0.90	0.80
P/B	4.35	3.62	2.95	2.62	2.30

备注：

投资要点

- **事件**：2017 年 8 月 17 日晚，公司公告非公开发行股票获得证监会核准批复，核准公司非公开发行不超过 0.837 亿股股份，募集资金不超过 18 亿元。

- **定增项目获批文，核心竞争力有望再提升**。公司正式拿到定增项目批文，募集资金将用于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、营销网络体系升级项目等多个围绕公司主业和营销网络定制的“升级项目”。上述项目顺利实施后，将显著提升公司通信系统业务和光纤光缆业务的核心竞争力，进一步增强公司在云计算、大数据领域的产品实力，升级和完善公司在国内的营销网络体系，使得公司的整体竞争力水平有望再上一个台阶。

- **联通混改力度之大彰显国企改革之决心，地方国企改革亦有望加速**。根据联通在投资者推介会公布的混改方案，战略投资者的持股比例超过 35%，并在董事会中增加 4 位民营公司的董事席位，是央企上市公司中首次董事会层面的市场化。目前，除了运营商系以外，通信国企主要可分为武邮系、普天系、特发系、中国电子、电科院系等。武邮系旗下共有烽火通信、长江通信、光迅科技三家上市公司，为了进一步提升上市公司的竞争力，集团有可能加速内部整合和改革力度。

- **电信 100G OTN 集采量大幅提升，联通下半年资本开支比重较高，公司通信系统业务有望加速增长**。今年上半年，受运营商整体资本开支下降的影响，电信网络相关的设备、器件厂商的业绩增速有所放缓。电信上半年 100G OTN 设备招标项目因为资金原因也推迟到 8 月份才正式启动。近期，**电信公布了 OTN 集采项目，相比去年同期大幅增长 54.4%，且拟采取单一来源方式采购，烽火通信直接受益**。另外，从 8 月 16 日联通投资者推介会材料可知，**上半年联通资本开支仅为全年计划的 20%，但今年计划投入的资本开支不变，下半年投资额将会是上半年的 4 倍，光通信产业链的设备商、器件厂商等均将受益**。在多重利好的影响下，我们预计下半年烽火通信在通信系统业务的增速有望加快。

- **光纤光缆量价齐升，海缆业务打开新增空间**。公司掌握管外法生产工艺，无需购买套管，具备一定的成本优势。随着公司光棒产能不断提升，**光棒自给率不断提升，有助于光纤光缆业务毛利率的提升**。近期，市场研究机构 Research and markets 发布光纤行业调研报告，预计 2017-2021 年全球光纤市场将以 11.45%的年均复合增速快速增长。我们认为市场不用过分担心中移动固网建设高峰期过后光纤需求和价格的回落风险。全球市场范围内，在 5G 大规模建设之前美国、欧洲等地均需要先期进行大量光纤光缆的铺设工作，而东南亚、拉美等发展中国家和地区也有大量光纤铺设的需求。另一方面，**Verizon 和康宁、普睿司曼签订三年长期高价供货协议也从侧面佐证了国际巨头对全球市场供需情况的预判**。此外，在跨洋通信领域，海底光缆相比海底电缆和卫星通信具有明显优势，但海缆行业长期被国际巨头所垄断。近年来，国内企业相继取得突破进展，**烽火通信和华为是国内少数能够提供中继器的厂家**，有助于公司抢占海缆市场，海缆业务有望成为公司新的盈利增长点。

- **网络信息安全深受重视，三大优势促进烽火星空不断成长**。子公司烽火星空是国内高端网络监控领域的领导者，由于涉及政府和企业的机密数据，行业的进入壁垒很高。目前该领域主要有三家参与者，烽火星空、太极股份和北京锐安，三者的市场份额大致分别为 60%、25%和 15%。和竞争对手相比公司主要具备两大优势：1）研发投入遥遥领先保障产品技术优势；2）高速率网络监控设备可以借鉴烽火通信在高速率通信设备领域的研发经验，二者在市场、销售和

研发等多个领域可形成有效协同作用；3）较高的进入壁垒使得很难有新进入者。2017 年上半年，烽火星空扣非后实现净利润 7145 万元，大幅增长 329%。凭借着三大优势以及国家对信息安全的日益重视的大背景，我们预计公司数据网络业务有望继续保持较快的增长态势。

- **我们预计存货未来确认收入的确定性较高**。公司存货由一季度的 105.02 亿元增长至 107.95 亿元，其中发出商品的占比超过 72%。由于烽火通信三大主营业务的主要客户均为运营商等通信行业内的国有企业，正常情况下不会出现收入无法确认的情况。另外，通信设备、光纤光缆等产品大部分是经过集采后再确认供货，公司一般都是根据客户的需求来安排生产。因此，**我们认为公司大量新增的发出商品未来确认收入的确定性较高**。

- **盈利预测与投资建议**：我们维持此前的盈利预测，即 2017~2019 年公司可实现的归母净利润分别为 9.73 亿元、12.24 亿元和 15.14，考虑公司增发后总股本增加至 11.30 亿股，则公司 2017~2019 年对应摊薄 EPS 分别为 0.86 元、1.08 元和 1.34 元。我们维持公司“增持”评级，6 个月的目标价为 30.00 元，对应 2018 年 PEx27 倍。

- **风险提示：**1）光通信市场需求不及预期；2）产品价格下降的风险；3）新业务拓展不及预期

图表1：财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**10,722**	**13,490**	**17,361**	**22,994**	**29,040**	**35,923**
增长率	—	*25.8%*	*28.7%*	*32.4%*	*26.3%*	*23.7%*
营业成本	-7,882	-9,909	-13,144	-17,359	-21,820	-26,848
%销售收入	*73.5%*	*73.5%*	*75.7%*	*75.5%*	*75.1%*	*74.7%*
毛利	2,840	3,581	4,217	5,635	7,220	9,075
%销售收入	*26.5%*	*26.5%*	*24.3%*	*24.5%*	*24.9%*	*25.3%*
营业税金及附加	-51	-64	-69	-100	-125	-153
%销售收入	*0.5%*	*0.5%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*	*0.4%*
营业费用	-948	-1,134	-1,328	-1,725	-2,178	-2,730
%销售收入	*8.8%*	*8.4%*	*7.6%*	*7.5%*	*7.5%*	*7.6%*
管理费用	-1,365	-1,651	-1,917	-2,483	-3,252	-4,095
%销售收入	*12.7%*	*12.2%*	*11.0%*	*10.8%*	*11.2%*	*11.4%*
息税前利润（EBIT）	475	731	904	1,327	1,665	2,096
%销售收入	*4.4%*	*5.4%*	*5.2%*	*5.8%*	*5.7%*	*5.8%*
财务费用	20	-74	-101	-150	-120	-80
%销售收入	*-0.2%*	*0.5%*	*0.6%*	*0.7%*	*0.4%*	*0.2%*
资产减值损失	-78	-182	-260	-287	-387	-532
公允价值变动收益	-2	2	0	0	0	0
投资收益	60	61	72	66	67	68
%税前利润	*9.1%*	*8.0%*	*8.3%*	*5.8%*	*4.7%*	*3.9%*
营业利润	476	539	615	956	1,225	1,552
营业利润率	*4.4%*	*4.0%*	*3.5%*	*4.2%*	*4.2%*	*4.3%*
营业外收支	187	227	255	183	199	209
税前利润	**663**	**765**	**869**	**1,139**	**1,424**	**1,761**
利润率	*6.2%*	*5.7%*	*5.0%*	*5.0%*	*4.9%*	*4.9%*
所得税	-33	-58	-75	-87	-113	-140
所得税率	*5.0%*	*7.6%*	*8.6%*	*7.7%*	*8.0%*	*8.0%*
净利润	630	707	795	1,052	1,310	1,620
少数股东损益	90	50	34	78	86	106
归属于母公司的净利润	**540**	**657**	**760**	**973**	**1,224**	**1,514**
净利率	*5.0%*	*4.9%*	*4.4%*	*4.2%*	*4.2%*	*4.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	630	707	795	1,052	1,310	1,620
少数股东损益	0	0	0	78	86	106
非现金支出	269	417	553	774	955	1,215
非经营收益	-29	75	1	-249	-266	-276
营运资金变动	-50	-384	-1,001	-983	-377	-875
经营活动现金净流	**821**	**815**	**348**	**672**	**1,708**	**1,789**
资本开支	382	631	861	561	597	606
投资	-99	-291	-67	0	0	0
其他	82	-2	91	66	67	68
投资活动现金净流	**-399**	**-924**	**-837**	**-494**	**-530**	**-538**
股权募资	244	392	44	1,802	0	0
债权募资	-125	-50	349	-29	0	0
其他	-272	-224	-548	-161	-384	0
筹资活动现金净流	**-153**	**117**	**-155**	**1,613**	**-384**	**0**
现金净流量	**269**	**8**	**-644**	**1,790**	**794**	**1,251**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,101	4,183	3,549	5,260	5,968	7,113
应收款项	4,234	4,029	5,286	6,225	7,951	9,752
存货	4,560	7,384	9,902	11,890	14,945	18,389
其他流动资产	296	661	1,653	1,910	2,149	2,377
流动资产	13,191	16,257	20,390	25,284	31,013	37,631
%总资产	*85.5%*	*85.2%*	*83.8%*	*85.8%*	*87.5%*	*89.2%*
长期投资	523	566	661	661	661	661
固定资产	1,446	1,915	2,591	2,893	3,057	3,135
%总资产	*9.4%*	*10.0%*	*10.7%*	*9.8%*	*8.6%*	*7.4%*
无形资产	193	249	584	539	603	657
非流动资产	2,242	2,822	3,933	4,189	4,418	4,550
%总资产	*14.5%*	*14.8%*	*16.2%*	*14.2%*	*12.5%*	*10.8%*
资产总计	**15,433**	**19,079**	**24,322**	**29,473**	**35,431**	**42,181**
短期借款	1,152	1,230	1,229	1,200	1,200	1,200
应付款项	7,149	10,456	13,880	16,952	21,886	26,904
其他流动负债	-244	-569	654	292	6	119
流动负债	8,058	11,117	15,763	18,444	23,092	28,222
长期贷款	122	0	350	350	350	350
其他长期负债	159	209	263	263	263	263
负债	**8,339**	**11,326**	**16,376**	**19,057**	**23,705**	**28,835**
普通股股东权益	6,200	6,859	7,280	9,671	10,895	12,409
少数股东权益	894	894	667	746	832	938
负债股东权益合计	**15,433**	**19,079**	**24,322**	**29,473**	**35,431**	**42,181**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.542	0.628	0.727	0.861	1.083	1.340
每股净资产(元)	6.230	6.551	6.958	8.558	9.641	10.981
每股经营现金净流(元)	0.825	0.779	0.332	0.525	1.435	1.489
每股股利(元)	0.000	0.000	0.340	0.340	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.71%	9.58%	10.45%	10.06%	11.24%	12.20%
总资产收益率	3.50%	3.45%	3.13%	3.30%	3.45%	3.59%
投入资本收益率	12.06%	15.96%	15.53%	20.26%	23.04%	27.08%
增长率						
营业总收入增长率	—	25.81%	28.70%	32.44%	26.29%	23.70%
EBIT增长率	—	53.94%	23.56%	46.80%	25.48%	25.91%
净利润增长率	—	21.80%	15.68%	27.98%	25.79%	23.67%
总资产增长率	—	23.62%	27.49%	21.18%	20.22%	19.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.8	89.7	82.2	80.5	82.6	81.8
存货周转天数	105.6	220.0	240.0	250.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	58.4	103.2	95.4	91.8	94.9	94.0
固定资产周转天数	21.5	37.3	40.9	40.5	35.2	30.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.82%	-38.10%	-24.79%	-35.62%	-37.68%	-41.68%
EBIT利息保障倍数	-23.3	9.9	8.9	8.8	13.9	26.2
资产负债率	54.04%	59.37%	67.33%	64.66%	66.90%	68.36%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。