CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

烽火通信 600498.SH

目标估值： - 元
当前股价：27.21 元
2017 年 08 月 18 日

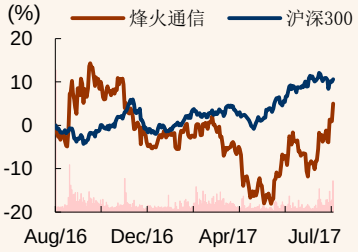
获批进度超预期，助力从“光通信专家”向“信息化专家”转型，12月目标价35元

基础数据

上证综指	3268
总股本（万股）	104627
已上市流通股（万股）	100938
总市值（亿元）	285
流通市值（亿元）	275
每股净资产（MRQ）	7.0
ROE（TTM）	11.2
资产负债率	69.5%
主要股东	烽火科技集团有限公
主要股东持股比例	46.57%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	8	4
相对表现	11	-1	-6



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《【招商通信】烽火通信（600498）：业绩符合预期，营收高增长印证业务布局》2017-07-31

2、《烽火通信（600498）—非公开发行过会，打开向上空间》2017-06-14

3、《烽火通信（600498）年报点评：营收维持高增长，关注毛利率拐点》2017-05-05

周炎
0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

王林
010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

研究助理
冯骋
fengcheng@cmschina.com.cn

事件：

公司晚间公告，收到证监关于非公开发行的批复，核准非公开发行不超过 8373 万股新股。获得批文进度超预期，定增落地将加快信息化转型落地，维持“强烈推荐-A”。

评论：

1、批文进度超预期，大股东参与认购，彰显未来发展信心

公司于 6 月 8 日正式过会，8 月 17 日获得批文，获批进度超市场预期。此次公司非公发行 18 亿元主要用于云计算、大数据、军工及高端光通信产品，全面打开公司新成长空间。大股东邮科院现持股比例 46.6%，根据发行方案，大股东此次定增参与 10-20%，锁定期三年，发行底价 21.56 元，彰显未来发展信心。

2、5G 建设，传输先行，国内 100GOTN 招标大幕开启

我们认为，5G网络建设投资时钟将依照：“光纤光缆链路 - 传输网 - 无线网”的投资顺序。去年以来，光纤光缆网络处于全面建设，光纤需求持续大幅增长。和去年主要受益移动的宽带投资不同，今年承载网建设成为光纤光缆主要需求拉动，与之对应的，传输网投资将是2017-2019年5G正式启动前的建设重点。此前，中移动启动396亿的物联网建设，其中，也将包含传输的投资，传输主设备商全面受益。近期中国电信100G OTN招标，拉启国内三大运营商干线及城域传输招标大幕。并且流量爆发需求驱动下，5G建设、传输先行，光纤光缆的需求正在逐步延伸至传输网建设，传输网有望率先进入景气周期，烽火通信作为OTN国内份额排名前三（20%左右）的厂商，确定性受益。

3、通信国企改革的标杆，一路一带海外迎机遇

近日联通混改方案出台，国企改革预期再次加强，我们认为，在联通混改落地的催化下，国务院国资委旗下的通信集团公司通过合并同类项做大做强的预期将进一步强化，因此，我们分析认为，邮科院集团与大唐电信集团之间的国企改革预期值得重点关注。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。公司过往海外基数低，过去今年的营销布局有望进入收获期，收入增长超越整体平均增速，去年海外收入占比 22.2%，未来有望借力紧抓一带一路战略契机开拓新蓝海，占比提升至 30%以上。

4、从光通信到信息化专家，维持“强烈推荐-A”，12 个月目标价 35 元。

公司作为国内光通信龙头，具备全产业链布局，充分收益光通信高景气，同时，公司还是邮科院信息化平台，在保持原有光通信优势基础之上，着力打造数据承载、云计算、数据分析三个核心集成平台，已在网络安全、云计算、大数据方面具有突出的综合实力，信息化转型效果显著。我们给予 2017-2019 年 EPS 分别为 0.95/1.24/1.65 元。考虑增发，当前市值 303 亿左右，摊薄 EPS 分别为 0.88/1.15/1.53 元，当前股价 27.2 元，对应 PE 分别为 31x/23.6x/17.7x，给予 2018 年 30 倍 PE，12 个月目标价 35 元，维持“强烈推荐-A”。

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	21295	25392	31102
同比增长	26%	29%	23%	19%	22%
营业利润(百万元)	539	615	758	1139	1604
同比增长	13%	14%	23%	50%	41%
净利润(百万元)	657	760	998	1297	1730
同比增长	22%	16%	31%	30%	33%
每股收益(元)	0.63	0.73	0.95	1.24	1.65
PE	37.9	32.8	25.0	19.2	14.4
PB	3.6	3.4	3.1	2.8	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

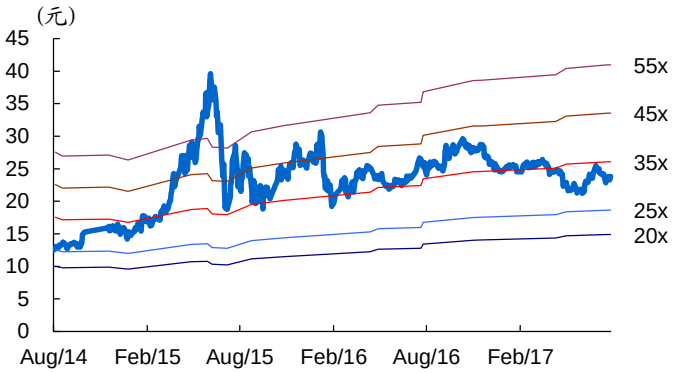
风险提示:增发进度低于预期、运营商资本开支不达预期、政策变化风险、网络安全项目推进低于预期、泄密风险。

表 1: 募投项目情况

募投项目	金额	实施主体
融合型高速网络系统设备产业化	5.16 亿	烽火通信
特种光纤产业化	2.47 亿	烽火瑞光
海洋通信系统产业化	3.70 亿	烽火海洋
云计算和大数据	4.13 亿	烽火通信
营销网络体系升级	2.56 亿	烽火通信
合计	18.02 亿	——

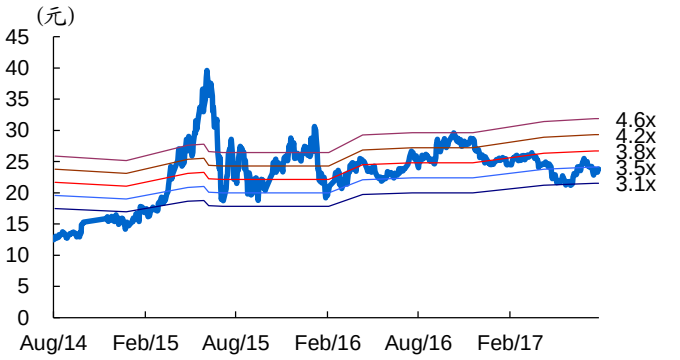
资料来源：公司公告

图 4: 烽火通信历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5: 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	24873	28825	33138
现金	4183	3549	4406	4569	3549
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	469	390	479	571	699
应收款项	3291	4525	5520	6582	8063
其它应收款	268	371	455	542	664
存货	7384	9902	11992	14158	17228
其他	661	1653	2022	2402	2936
非流动资产	2822	3933	4085	3937	3806
长期股权投资	362	464	464	464	464
固定资产	1489	2397	2585	2468	2365
无形资产	191	336	306	278	253
其他	779	735	731	727	724
资产总计	19079	24322	28959	32762	36944
流动负债	11117	15763	19713	22627	25608
短期借款	1100	1229	2301	2301	1153
应付账款	3083	3787	4610	5442	6622
预收账款	3588	5408	6582	7771	9456
其他	3346	5339	6220	7112	8377
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	20325	23239	26221
股本	1047	1046	1046	1046	1046
资本公积金	3064	3072	3072	3072	3072
留存收益	2749	3154	3796	4626	5750
少数股东权益	894	667	712	770	848
归属于母公司所有者权益	6859	7280	7921	8752	9875
负债及权益合计	19079	24322	28959	32762	36944

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	815	348	743	912	957
净利润	657	760	998	1297	1730
折旧摊销	235	293	351	351	334
财务费用	147	77	172	151	91
投资收益	(61)	(72)	(72)	(72)	(72)
营运资金变动	(272)	(672)	(765)	(891)	(1228)
其它	109	(39)	60	75	102
投资活动现金流	(924)	(837)	(503)	(203)	(203)
资本支出	(632)	(862)	(503)	(203)	(203)
其他投资	(292)	25	0	0	0
筹资活动现金流	115	(183)	617	(546)	(1774)
借款变动	371	141	1072	0	(1148)
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	(544)	(356)	(356)	(467)	(607)
其他	39	24	(100)	(79)	(19)
现金净增加额	6	(673)	857	163	(1020)

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13490	17361	21295	25392	31102
营业成本	9909	13144	15997	18887	22983
营业税金及附加	64	69	85	101	124
营业费用	1134	1328	1629	1942	2379
管理费用	1651	1917	2406	2858	3476
财务费用	74	101	172	151	91
资产减值损失	182	260	320	386	518
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	758	1139	1604
营业外收入	230	260	390	448	515
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	765	869	1143	1582	2114
所得税	58	75	100	226	306
净利润	707	795	1042	1355	1808
少数股东损益	50	34	45	58	78
归属于母公司净利润	657	760	998	1297	1730
EPS（元）	0.63	0.73	0.95	1.24	1.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	26%	29%	23%	19%	22%
营业利润	13%	14%	23%	50%	41%
净利润	22%	16%	31%	30%	33%
获利能力					
毛利率	26.5%	24.3%	24.9%	25.6%	26.1%
净利率	4.9%	4.4%	4.7%	5.1%	5.6%
ROE	9.6%	10.4%	12.6%	14.8%	17.5%
ROIC	6.3%	6.8%	7.5%	9.0%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	59.4%	67.3%	70.2%	70.9%	71.0%
净负债比率	6.4%	6.5%	9.2%	8.1%	4.1%
流动比率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	1.7	1.5	1.5	1.4	1.5
应收帐款周转率	4.1	4.4	4.2	4.2	4.2
应付帐款周转率	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8
每股资料（元）					
每股收益	0.63	0.73	0.95	1.24	1.65
每股经营现金	0.78	0.33	0.71	0.87	0.91
每股净资产	6.56	6.96	7.57	8.36	9.44
每股股利	0.34	0.34	0.45	0.58	0.76
估值比率					
PE	37.9	32.8	25.0	19.2	14.4
PB	3.6	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	6.1	5.2	3.9	3.1	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

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。