买入 **29%** ⬆

目标价格:人民币 34.99

600498.CH

价格:人民币 27.21

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

烽火通信

增发方案获核准批复，迈向创新发展坚实一步

烽火通信于 2017 年 8 月 17 日收到证监会批复，核准公司非公开发行不超过 83,736,059 股新股，发布于去年 4 月的定增预案至此尘埃落定。

支撑评级的要点

- **增发方案规模可观，将全面夯实业务基础提升创新能力。**从议案公告以来，经过数次调整，公司拟不低于 21.52 元/股的价格，发行不超过 83,736,059 股，募集资金不超过 180,200 万元。其中 5.1 亿投入融合型高速网络系统设备产业化项目；2.4 亿元投入特种光纤产业化项目；3.7 亿元投入海洋通信系统产业化项目；4.1 亿元投入云计算和大数据项目；2.5 亿元投入营销网络体系升级项目；覆盖传统的网络设备与光纤缆业务，以及云计算和大数据等创新方向，为系统性提升业务能力，发展创新业务打下坚实基础。
- **公司业务经营长期稳健，将继续受益于国内光网络高速投入。**近四年公司总资产一直保持在 22%左右的平稳增速，近两年营收增速保持在 25%以上，归母净利润增长在 15%到 20%水平。作为全球光设备和光纤缆龙头，多年稳健发展铸就了牢固的市场地位和核心竞争力：在全球光设备市场以 7%的份额跻身前五强，且在汇聚产品市场占有 16%的份额，与华为相当。在全球光网络持续迭代升级的背景下，海外市场扩展成效显著，并已突破数通产品领域，逐步塑造全套固网设备链条。前 5G 时代公司将充分跟随光网络和数通市场的并发增长，带动营业规模与业绩都将稳步快速提升。
- **依托优质资产，把握 ICT 融合契机全面深化创新。**旗下全资子公司烽火星空是国家级网络信息安全龙头，其大数据平台与服务多年来已形成无可比拟的优势，其大数据收集分析技术转民用预期和发展空间巨大，有望引入重要业绩增量。公司新战略强化了对 ICT 大融合的投入，着力发展包括交通、能源等六大行业的信息化解决方案应用，以及智慧城市和智慧家庭等跨领域综合解决方案应用，目前已经在湖北省政府信息一体化云平台方面获得了突出进展，在政策扶持和战略导向双重引导下，可以预见未来 ICT 融合方向将出现远超现阶段的力度和节奏。

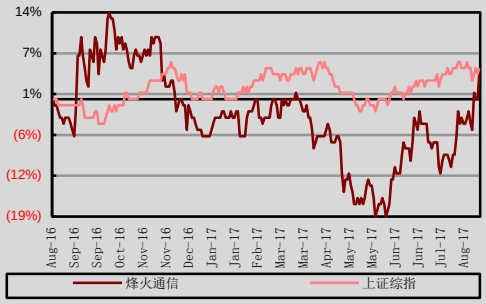
评级面临的主要风险

- 运营商投资不达预期、技术风险、竞争风险。

估值

- 预计扣除烽火星空业绩后，公司 2017-19 年全面摊薄每股收益率为 0.76 元、0.97 元和 1.22 元，参考可比公司给予 27 倍市盈率，该部分 2017 年估值为 216 亿元。烽火星空部分参考国内相关公司和美股 palantir 估值水平，给予 150 亿估值。公司总估值 366 亿元，对应 12 个月目标价 34.99 元，维持***买入***评级，建议长期重点买入。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	8.6	17.4	19.6	4.3
相对上证指数	4.4	14.5	14.3	(0.8)

发行股数(百万)	1,046
流通股(%)	96
流通股市值(人民币 百万)	27,465
3 个月日均交易额(人民币 百万)	157
净负债比率(%)(2017E)	净现金
主要股东(%)	
烽火科技集团有限公司	47

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 8 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

《烽火通信 2017 年一季报点评：规模持续扩大，盈利能力保持良好》2017.4.29

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通信：通信设备

易景明
(8621)20328303
jingming.yi@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080005

吴友文
(8621)20328313
youwen.wu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300515070001

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	13,490	17,361	21,179	25,823	31,118
变动(%)	26	29	22	22	21
净利润(人民币 百万)	657	760	1,002	1,263	1,579
全面摊薄每股收益(人民币)	0.628	0.727	0.957	1.207	1.510
变动(%)	15.7	15.7	31.7	26.1	25.1
全面摊薄市盈率(倍)	43.3	37.4	28.4	22.5	18.0
价格/每股现金流量(倍)	35.0	81.8	96.5	12.7	50.7
每股现金流量(人民币)	0.78	0.33	0.28	2.14	0.54
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.7	28.5	21.1	15.3	12.3
每股股息(人民币)	0.340	0.000	0.152	0.603	0.733
股息率(%)	1.2	n.a.	0.6	2.2	2.7

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	**13,490**	**17,361**	**21,179**	**25,823**	**31,118**
销售成本	(9,973)	(13,213)	(15,965)	(19,399)	(23,140)
经营费用	(2,740)	(3,217)	(3,954)	(4,728)	(5,801)
息税折旧前利润	**777**	**931**	**1,260**	**1,696**	**2,177**
折旧及摊销	(228)	(287)	(356)	(497)	(622)
经营利润 (息税前利润)	**549**	**644**	**904**	**1,198**	**1,554**
净利息收入/(费用)	(74)	(101)	(75)	(88)	(100)
其他收益/(损失)	290	327	305	319	334
税前利润	**765**	**869**	**1,134**	**1,430**	**1,788**
所得税	(58)	(75)	(91)	(114)	(143)
少数股东权益	(50)	(34)	(42)	(53)	(66)
净利润	**657**	**760**	**1,002**	**1,263**	**1,579**
核心净利润	**675**	**782**	**1,020**	**1,281**	**1,599**
每股收益 (人民币)	0.628	0.727	0.957	1.207	1.510
核心每股收益 (人民币)	0.644	0.748	0.975	1.225	1.528
每股股息 (人民币)	0.340	0.000	0.152	0.603	0.733
收入增长(%)	26	29	22	22	21
息税前利润增长(%)	38	17	40	33	30
息税折旧前利润增长(%)	34	20	35	35	28
每股收益增长(%)	16	16	32	26	25
核心每股收益增长(%)	17	16	30	26	25

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	4,234	4,594	6,902	8,544	10,132
应收帐款	4,029	5,286	6,882	7,464	10,119
库存	7,384	9,902	10,125	14,753	14,613
其他流动资产	610	608	851	931	1,190
流动资产总计	**16,257**	**20,390**	**24,759**	**31,691**	**36,055**
固定资产	1,915	2,591	2,866	3,174	3,193
无形资产	229	558	504	451	396
其他长期资产	610	708	706	707	707
长期资产总计	**2,753**	**3,857**	**4,075**	**4,332**	**4,297**
总资产	**19,079**	**24,322**	**28,902**	**36,083**	**40,405**
应付帐款	6,454	7,840	9,489	11,550	13,569
短期债务	1,100	1,229	2,653	3,592	4,419
其他流动负债	3,563	6,695	5,848	9,514	8,587
流动负债总计	**11,117**	**15,763**	**17,990**	**24,656**	**26,575**
长期借款	0	350	1,853	1,670	3,194
其他长期负债	209	263	236	249	249
股本	1,047	1,046	1,046	1,046	1,046
储备	5,813	6,226	7,068	7,700	8,512
股东权益	**6,860**	**7,272**	**8,115**	**8,747**	**9,559**
少数股东权益	894	667	709	761	827
总负债及权益	**19,079**	**24,322**	**28,902**	**36,083**	**40,405**
每股帐面价值 (人民币)	6.55	6.95	7.76	8.36	9.14
每股有形资产 (人民币)	6.33	6.42	7.27	7.93	8.76
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.95)	(1.88)	(1.77)	(2.37)	(1.65)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	765	869	1,134	1,430	1,788
折旧与摊销	228	287	356	497	622
净利息费用	74	101	75	88	100
运营资本变动	2,568	1,762	(821)	5,017	(1,863)
税金	(8)	(41)	(91)	(114)	(143)
其他经营现金流	(2,811)	(2,631)	(359)	(4,674)	57
经营活动产生的现金流	**815**	**348**	**295**	**2,244**	**562**
购买固定资产净值	61	329	577	752	587
投资减少/增加	9	(30)	80	85	90
其他投资现金流	(994)	(1,136)	(1,153)	(1,505)	(1,175)
投资活动产生的现金流	**(924)**	**(837)**	**(496)**	**(668)**	**(497)**
净增权益	(356)	0	(159)	(631)	(767)
净增债务	(45)	349	3,348	519	2,369
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	516	(559)	(236)	(174)	(299)
融资活动产生的现金流	**115**	**(183)**	**3,006**	**(183)**	**1,524**
现金变动	6	(673)	2,805	1,393	1,589
期初现金	4,101	4,183	3,549	6,354	7,747
公司自由现金流	(109)	(489)	(201)	1,576	64
权益自由现金流	(81)	(39)	3,222	2,184	2,534

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	5.8	5.4	6.0	6.6	7.0
息税前利润率(%)	4.1	3.7	4.3	4.6	5.0
税前利润率(%)	5.7	5.0	5.4	5.5	5.7
净利率(%)	4.9	4.4	4.7	4.9	5.1
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.3	1.4	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	7.5	6.4	12.1	13.6	15.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.8
估值					
市盈率 (倍)	43.3	37.4	28.4	22.5	18.0
核心业务市盈率(倍)	42.2	36.4	27.9	22.2	17.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	54.3	46.8	35.9	28.6	22.9
市净率 (倍)	4.2	3.9	3.5	3.3	3.0
价格/现金流 (倍)	35.0	81.8	96.5	12.7	50.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.7	28.5	21.1	15.3	12.3
周转率					
存货周转天数	218.6	238.8	228.9	234.0	231.6
应收帐款周转天数	111.8	97.9	104.9	101.4	103.1
应付帐款周转天数	146.6	150.3	149.3	148.7	147.3
回报率					
股息支付率(%)	54.1	0.0	15.8	50.0	48.6
净资产收益率 (%)	10.1	10.8	13.0	15.0	17.3
资产收益率 (%)	2.9	2.7	3.1	3.4	3.7
已运用资本收益率(%)	2.0	2.1	2.2	2.2	2.4

资料来源：公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371