

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 傅冲

fuchong@ccnew.com 021-50588666-8059

定增超预期完成, 5G 发展可期

——烽火通信(600498)季报点评

证券研究报告-季报点评

买入(维持)

市场数据(2017-10-25)

发布日期: 2017年10月26日

收盘价(元)	31.68
一年内最高/最低(元)	35.17/21.19
沪深300指数	3976.95
市净率(倍)	4.85
流通市值(亿元)	319.77

基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	8.34
每股经营现金流(元)	-2.09
毛利率(%)	23.49
净资产收益率-摊薄(%)	6.42
资产负债率(%)	63.96
总股本/流通股(万股)	111424.73/100938.11
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

1 《烽火通信(600498)中报点评: 业绩稳健增长, 运营商集采位居前列》 2017-08-03

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

报告关键要素:

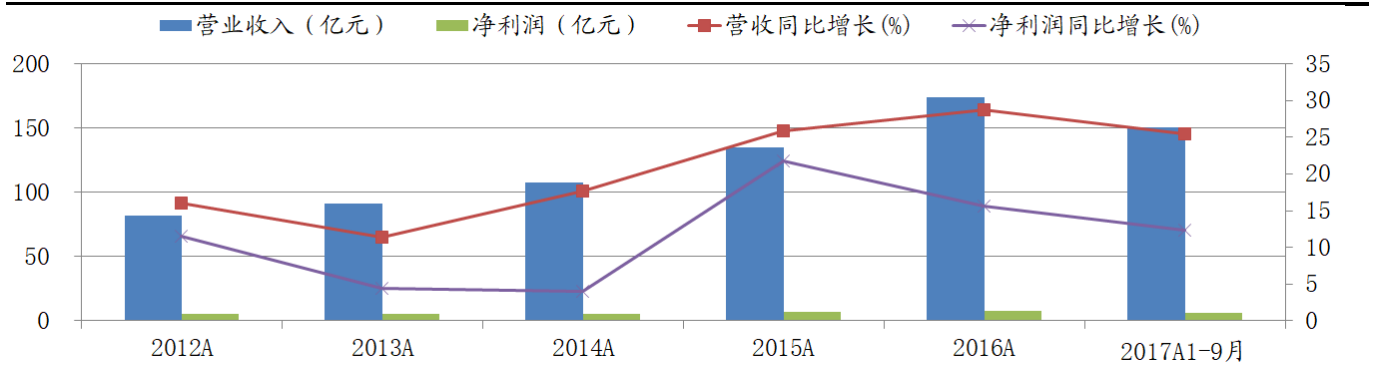
- **事件: 公司公布2017年第三季度报告; 定增超预期完成。**
- **点评: 收入增长较快, 预计将保持增速。** 17年1-9月, 公司实现营业收入150.36亿元, 同比增长25.39%, 主要得益于主营业务稳健发展; 收入增长提振公司业绩, 1-9月公司实现营业利润6.62亿元, 同比增长39.26%; 实现净利润5.97亿元, 同比增长12.40%, 基本每股收益0.57元。预计随着5G发展, 公司17年全年及18年营收将保持较快增速。
- **毛利率企稳, 预计全年基本持平。** 17年第三季度, 公司综合毛利率23.72%, 同比提升0.01个百分点, 环比提升3.52个百分点。预计公司第四季度毛利率同比基本持平, 环比有所提升。整体来看, 预计公司17年全年及18年毛利率水平总体基本持平。
- **定增顺利实施, 价格远超底价。** 2016年度利润分配方案实施以后, 定增发行底价调整为21.52元/股。而公司定增实施的最终发行价定在26.51元/股, 远超前述底价, 显示出参与定增的机构投资者对公司发展的信心。在本次定增中, 大股东烽火科技认购了10%的股份, 其余认购方包括: 北信瑞丰基金、九泰基金、嘉实基金、信诚基金、中信证券及财通基金。本次定增募集资金总额18.02亿元, 净额17.75亿元, 主要投入到融合型高速网络系统设备产业化等项目, 公司决定以等额募集资金置换预先已投入募投项目的自筹资金4.36亿元。预计定增完成将显著改善公司的财务状况, 财务费用会相应降低; 募投项目顺应市场需求, 实施后有望提升公司业绩。
- **关注5G发展。** 公司提前多年就开始投入较大研发资源到5G承载相关技术和产品之中, 攻克了高带宽、低时延、高精度时钟等5G关键基础技术。FitHaul 5G承载解决方案整合了烽火通信在超高速传输等方面最新的技术, 引入FlexE等5G承载的关键技术, 传承了FitNet泛在、超宽、极简、随需的四大特点, 系统梳理了5G三大典型应用场景业务需求, 可为用户提供更低时延、更高精度、更灵活的网络承载和业务感知, 是业界5G承载领域领先的解决方案。公司与国内三大运营商以及Telefonica、MegaFon、TM等国际运营商一起, 已经就5G承载解决方案和关键技术进行了广泛、紧密的探讨与合作。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司2017-18年全面摊薄后EPS分别为0.92元与1.24元, 按10月25日31.68元收盘价计算, 对应的PE分别为34.4倍与25.5倍。目前估值低于行业水平, 维持“买入”的投资评级。

风险提示: 运营商网络建设速度低于预期、系统性风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13489.6	17361.1	21961.8	28330.7	35696.7
增长比率	25.8%	28.7%	26.5%	29.0%	26.0%
净利润(百万元)	657.4	760.4	1026.3	1384.4	1726.5
增长比率	21.7%	15.7%	35.0%	34.9%	24.7%
每股收益(元)	0.59	0.68	0.92	1.24	1.55
市盈率(倍)	53.7	46.4	34.4	25.5	20.4

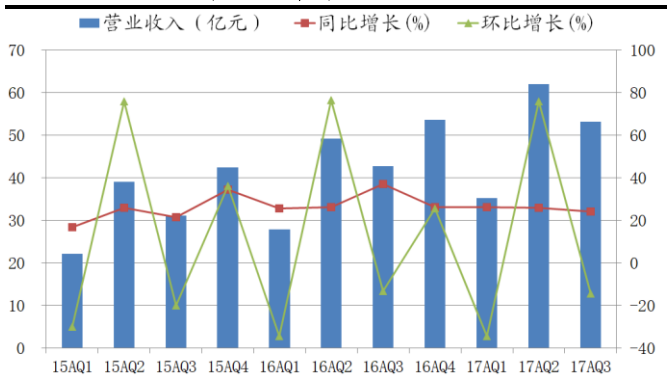
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1：2012-17 年公司营收、净利润及增速



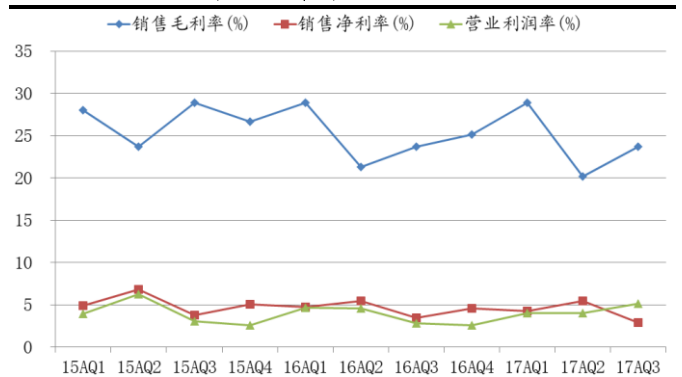
资料来源：Wind、中原证券

图 2：2015-17 年公司单季度营收及增速



资料来源：Wind、中原证券

图 3：2015-17 年公司单季度盈利能力



资料来源：Wind、中原证券

表 1：公司定增募集资金投资项目概况

单位：万元

序号	投资项目名称	调整后的募集资金投入金额	已预先投入资金金额
1	融合型高速网络系统设备产业化项目	51,537.49	12,710.30
2	特种光纤产业化项目	24,672.00	7,343.81
3	海洋通信系统产业化项目	37,029.00	3,950.30
4	云计算和大数据项目	38,675.15	11,304.38
5	营销网络体系升级项目	25,554.00	8,273.18
	合计	177,467.64	43,581.97

资料来源：公司公告、中原证券

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	21961.8	28330.7	35696.7	成长性					
减: 营业成本	9,909.1	13,143.8	16,690.9	21,531.3	27,129.5	营业收入增长率	25.8%	28.7%	26.5%	29.0%	26.0%
营业税费	63.8	69.0	87.8	113.3	142.8	营业利润增长率	13.1%	14.1%	47.9%	45.8%	31.2%
销售费用	1,134.1	1,327.8	1,625.2	2,082.3	2,605.9	净利润增长率	21.7%	15.7%	35.0%	34.9%	24.7%
管理费用	1,651.2	1,916.8	2,415.8	3,116.4	3,926.6	EBITDA 增长率	31.3%	19.4%	31.5%	35.2%	29.7%
财务费用	73.6	101.3	65.8	6.2	8.7	EBIT 增长率	34.3%	17.0%	36.1%	36.5%	31.2%
资产减值损失	182.3	259.6	240.0	230.0	220.0	NOPLAT 增长率	30.6%	15.7%	33.8%	34.1%	28.8%
加: 公允价值变动收益	1.9	-	-	-	-	投资资本增长率	12.6%	22.3%	27.2%	13.8%	8.1%
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%	29.6%	7.3%	8.5%
营业利润	538.7	614.9	909.2	1,325.2	1,738.2	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	1,194.2	1,640.2	2,083.2	营业利润率	4.0%	3.5%	4.1%	4.7%	4.9%
减: 所得税	58.2	74.8	121.8	193.5	279.2	净利润率	4.9%	4.4%	4.7%	4.9%	4.8%
净利润	657.4	760.4	1026.3	1384.4	1726.5	EBITDA/营业收入	6.2%	5.8%	6.0%	6.3%	6.5%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	4.5%	4.1%	4.4%	4.7%	4.9%
货币资金	4,183.0	3,548.6	2,896.5	2,833.1	2,855.7	运营效率					
交易性金融资产	0.0	-	-	-	-	固定资产周转天数	37	40	43	38	34
应收帐款	3,559.3	4,896.2	6,206.7	7,958.6	9,691.4	流动营业资本周转天数	58	47	45	44	39
应收票据	469.3	390.1	341.9	602.4	587.4	流动资产周转天数	393	380	361	331	308
预付帐款	609.8	607.9	663.4	891.7	1,067.7	应收帐款周转天数	95	88	91	90	89
存货	7,384.1	9,901.9	12,445.4	14,827.6	17,124.9	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	431	393	362
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	101	94	83
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%	10.7%	13.5%	15.5%
投资性房地产	155.7	147.2	147.2	147.2	147.2	ROA	3.7%	3.3%	3.8%	4.3%	4.7%
固定资产	1,489.1	2,397.0	2,805.8	3,170.4	3,482.5	ROIC	14.3%	14.7%	16.1%	17.0%	19.2%
在建工程	425.4	194.1	323.3	405.3	443.0	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%	7.4%	7.4%	7.3%
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	28,297.6	33,508.9	38,261.4	财务费用率	0.5%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%
短期债务	1,099.7	1,228.6	-	372.9	186.9	三费/营业收入	21.2%	19.3%	18.7%	18.4%	18.3%
应付帐款	3,497.6	4,419.9	5,316.5	6,765.0	8,005.5	偿债能力					
应付票据	3,370.9	4,052.3	4,478.6	5,330.1	6,727.4	资产负债率	59.4%	67.3%	63.6%	67.0%	68.6%
其他流动负债	3,149.1	6,062.3	7,803.9	9,732.5	11,092.3	负债权益比	146.1%	206.1%	174.7%	203.1%	218.9%
长期借款	-	350.0	144.6	-	-	流动比率	1.46	1.29	1.35	1.28	1.26
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	0.64	0.61	0.60
负债总额	11,326.1	16,375.7	17,996.6	22,453.5	26,265.2	利息保障倍数	8.32	7.07	14.81	215.99	201.37
少数股东权益	893.9	667.1	713.2	775.4	853.0	分红指标					
股本	1,046.9	1,046.3	1,114.2	1,114.2	1,114.2	DPS(元)	0.32	0.32	0.46	0.62	0.77
留存收益	5,812.9	6,226.0	8,473.5	9,165.7	10,029.0	分红比率	54.1%	46.8%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	7,752.4	7,946.8	10,301.0	11,055.4	11,996.2	股息收益率	1.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.4%
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	1,026.3	1,384.4	1,726.5	EPS(元)	0.59	0.68	0.92	1.24	1.55
加: 折旧和摊销	234.5	293.0	343.4	451.0	564.2	BVPS(元)	6.16	6.53	8.60	9.23	10.00
资产减值准备	182.3	259.6	240.0	230.0	220.0	PE(X)	53.7	46.4	34.4	25.5	20.4
公允价值变动损失	-1.9	-	-	-	-	PB(X)	5.1	4.8	3.7	3.4	3.2
财务费用	147.3	76.7	65.8	6.2	8.7	P/FCF	305.7	296.6	-18.7	53.5	39.2
投资收益	-61.2	-72.0	-73.0	-74.0	-75.0	P/S	2.6	2.0	1.6	1.2	1.0
少数股东损益	49.9	34.2	46.1	62.2	77.6	EV/EBITDA	36.6	31.2	24.7	18.5	14.1
营运资金的变动	-751.1	-1,058.1	-1,299.5	-912.1	-696.4	CAGR(%)	26.9%	31.4%	19.4%	26.9%	31.4%
经营活动产生现金流量	815.0	347.8	349.1	1,147.7	1,825.5	PEG	2.0	1.5	1.8	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-924.0	-837.1	-837.3	-836.0	-835.0	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	115.0	-183.5	-163.9	-375.1	-967.9	REP	5.1	4.1	3.1	2.6	2.1

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。