

2017年10月26日

# 烽火通信 (600498.SH)

## 公司快报

### 费用投入拖累公司经营业绩，公司长期增长逻辑保持不变

**【事件】**近日，公司发布2017年第三季度业绩报告。2017年1月-9月，公司实现：营业收入约150.36亿元，同比增长约25.39%；归母净利润约5.97亿元，同比增长约12.40%。净利润增速小于营收增速的原因是公司的销售费用和管理费用在第三季度出现了大幅的上涨。

◆ **全球光网络市场回暖，公司有望迎来新增长周期：**根据我们从产业内调研获取的数据显示，2017年Q2起，全球光网络设备市场开始进入复苏状态，市场规模环比增长22%，是自2016年以来最高的增速，2016年Q2同期环比增速约18.7%。由于数据流量的快速增长，OTN扩容以及从城域网接入网下沉已经成为趋势，中国电信和中国移动在今年已经相继启动了OTN板卡的采购工作，中国电信采购数量大约在6000块，中国移动采购量大约在4万块以上。根据我们的行业调研情况，这些采购都将为公司明年的收入产生积极的推动作用。

◆ **销售和管理费用大幅上涨，夯实公司发展基础：**2017年Q3，公司销售费用和管理费用增加了约1.4亿元，环比2017年Q2以及同比2016年Q3的增加值，处于较高水平。公司加大了销售力度以及产品的生产和研发力度，在一定程度上反映了公司对于未来1-2年市场维持景气的乐观态度。我们认为，虽然这些投入拖累了公司的经营业绩，但是对于公司未来的发展以及业绩增长会产生积极正面的影响。

◆ **投资建议：**根据公司三季报的情况，我们调整公司2017年至2019年每股收益预测值至0.82元、1.06元和1.47元。对比博创科技、光迅科技、天孚通信、新易盛等同行业公司估值水平，我们给予公司48倍的行业平均PE。6个月目标价39.36元，维持买入-A评级。

◆ **风险提示：**运营商资本开支预算不及预期；公司市场拓展不及预期；证券市场的系统性风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13,489.6	17,361.1	21,897.9	26,541.5	31,618.3
同比增长(%)	25.8%	28.7%	26.1%	21.2%	19.1%
营业利润(百万元)	538.7	614.9	796.2	1,096.5	1,654.5
同比增长(%)	13.1%	14.1%	29.5%	37.7%	50.9%
净利润(百万元)	657.4	760.4	919.1	1,182.0	1,637.7
同比增长(%)	21.7%	15.7%	20.9%	28.6%	38.6%
每股收益(元)	0.59	0.68	0.82	1.06	1.47
PE	55.2	47.7	39.5	30.7	22.2
PB	5.3	5.0	3.8	3.6	3.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

通信 | 通信终端及配件 III

投资评级	买入-A(维持)
6个月目标价	39.36元
股价(2017-10-26)	32.57元

#### 交易数据

总市值(百万元)	36,291.04
流通市值(百万元)	32,875.54
总股本(百万股)	1,114.25
流通股本(百万股)	1,009.38
12个月价格区间	21.19/35.17元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.31	34.73	6.56
绝对收益	14.28	39.79	15.36

#### 分析师

谭志勇  
 SAC 执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20377198

#### 分析师

朱琨  
 SAC 执业证书编号：S0910517050001  
 zhukun@huajinsec.cn  
 021-20377178

#### 报告联系人

胡朗  
 hulang@huajinsec.cn  
 021-20377062

#### 相关报告

烽火通信：经营质量向好，2017年H1营收同比增长26% 2017-07-31

烽火通信：通信系统份额持续提升，信息安全业务持续向好 2017-06-30

烽火通信：市场份额持续提升，2016年归母净利润同比增长15.68% 2017-04-18

烽火通信：经营业绩增长稳健，预计2016年归母净利润增长将超40% 2016-07-25

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	13,489.6	17,361.1	21,897.9	26,541.5	31,618.3	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	9,909.1	13,143.8	16,750.2	20,614.8	24,652.8	营业收入增长率	25.8%	28.7%	26.1%	21.2%	19.1%
营业税费	63.8	69.0	76.5	82.0	86.3	营业利润增长率	13.1%	14.1%	29.5%	37.7%	50.9%
销售费用	1,134.1	1,327.8	1,467.1	1,637.6	1,859.2	净利润增长率	21.7%	15.7%	20.9%	28.6%	38.6%
管理费用	1,651.2	1,916.8	2,463.7	2,674.7	2,927.9	EBITDA 增长率	31.3%	19.4%	30.0%	33.0%	33.5%
财务费用	73.6	101.3	182.9	255.5	239.8	EBIT 增长率	34.3%	17.0%	36.7%	38.1%	40.1%
资产减值损失	182.3	259.6	230.0	250.0	270.0	NOPLAT 增长率	30.6%	15.7%	36.1%	38.1%	40.1%
加:公允价值变动收益	1.9	-	0.6	-0.4	0.1	投资资本增长率	12.6%	22.3%	15.4%	13.9%	11.5%
投资和汇兑收益	61.2	72.0	68.0	70.0	72.0	净资产增长率	9.3%	2.5%	29.3%	7.2%	9.6%
<b>营业利润</b>	538.7	614.9	796.2	1,096.5	1,654.5	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	226.8	254.6	278.3	300.1	323.1	毛利率	26.5%	24.3%	23.5%	22.3%	22.0%
<b>利润总额</b>	765.5	869.4	1,074.5	1,396.6	1,977.6	营业利润率	4.0%	3.5%	3.6%	4.1%	5.2%
减:所得税	58.2	74.8	96.7	125.7	178.0	净利润率	4.9%	4.4%	4.2%	4.5%	5.2%
<b>净利润</b>	657.4	760.4	919.1	1,182.0	1,637.7	EBITDA/营业收入	6.2%	5.8%	6.0%	6.5%	7.3%
						EBIT/营业收入	4.5%	4.1%	4.5%	5.1%	6.0%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	59.4%	67.3%	66.5%	66.9%	66.3%
货币资金	4,183.0	3,548.6	7,045.9	6,678.0	6,681.9	负债权益比	146.1%	206.1%	198.1%	202.3%	196.7%
交易性金融资产	0.0	-	-	-	-	流动比率	1.46	1.29	1.34	1.34	1.37
应收帐款	3,559.3	4,896.2	5,898.4	6,852.6	7,660.9	速动比率	0.80	0.67	0.75	0.71	0.71
应收票据	469.3	390.1	476.1	617.9	755.2	利息保障倍数	8.32	7.07	5.35	5.29	7.90
预付帐款	609.8	607.9	621.4	686.4	719.9	<b>营运能力</b>					
存货	7,384.1	9,901.9	11,560.8	13,533.4	15,204.4	固定资产周转天数	37	40	42	37	30
其他流动资产	51.3	1,045.2	766.9	487.8	363.3	流动营业资本周转天数	58	47	43	45	47
可供出售金融资产	48.7	49.7	80.0	80.0	80.0	流动资产周转天数	393	380	384	375	343
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	95	88	89	86	83
长期股权投资	361.8	463.9	545.1	657.4	770.2	存货周转天数	159	179	176	170	164
投资性房地产	155.7	147.2	137.2	127.2	117.2	总资产周转天数	461	450	452	434	394
固定资产	1,489.1	2,397.0	2,678.5	2,708.9	2,575.1	投资资本周转天数	112	102	96	91	86
在建工程	425.4	194.1	58.8	13.9	-	<b>费用率</b>					
无形资产	191.4	336.2	365.0	377.3	373.4	销售费用率	8.4%	7.6%	6.7%	6.2%	5.9%
其他非流动资产	149.5	344.3	409.8	485.3	534.5	管理费用率	12.2%	11.0%	11.3%	10.1%	9.3%
<b>资产总额</b>	19,078.6	24,322.5	30,643.8	33,306.1	35,836.0	财务费用率	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	0.8%
短期债务	1,099.7	1,228.6	3,200.0	3,000.0	2,800.0	三费/营业收入	21.2%	19.3%	18.8%	17.2%	15.9%
应付帐款	3,497.6	4,419.9	5,145.4	6,051.9	6,547.9	<b>投资回报率</b>					
应付票据	3,370.9	4,052.3	4,341.6	4,777.5	5,151.4	ROE	9.6%	10.4%	9.6%	11.6%	14.7%
其他流动负债	3,149.1	6,062.3	6,931.1	7,666.1	8,443.5	ROA	3.7%	3.3%	3.2%	3.8%	5.0%
长期借款	-	350.0	469.3	500.0	500.0	ROIC	14.3%	14.7%	16.4%	19.6%	24.1%
其他非流动负债	208.8	262.5	278.1	293.2	313.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	11,326.1	16,375.7	20,365.5	22,288.8	23,756.0	DPS(元)	0.32	0.32	0.37	0.48	0.66
少数股东权益	893.9	667.1	725.8	814.8	976.7	分红比率	54.1%	46.8%	45.0%	45.0%	45.0%
股本	1,046.9	1,046.3	1,114.2	1,114.2	1,114.2	股息收益率	1.0%	1.0%	1.1%	1.5%	2.0%
留存收益	5,812.9	6,226.0	8,438.2	9,088.3	9,989.0						
<b>股东权益</b>	7,752.4	7,946.8	10,278.3	11,017.3	12,080.0						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	707.2	794.6	919.1	1,182.0	1,637.7	EPS(元)	0.59	0.68	0.82	1.06	1.47
加:折旧和摊销	234.5	293.0	325.1	382.2	421.6	BVPS(元)	6.16	6.53	8.57	9.16	9.96
资产减值准备	182.3	259.6	-	-	-	PE(X)	55.2	47.7	39.5	30.7	22.2
公允价值变动损失	-1.9	-	0.6	-0.4	0.1	PB(X)	5.3	5.0	3.8	3.6	3.3
财务费用	147.3	76.7	182.9	255.5	239.8	P/FCF	314.3	305.0	16.7	258.3	58.7
投资损失	-61.2	-72.0	-68.0	-70.0	-72.0	P/S	2.7	2.1	1.7	1.4	1.1
少数股东损益	49.9	34.2	58.7	89.0	162.0	EV/EBITDA	37.7	32.1	25.3	19.2	14.3
营运资金的变动	-751.1	-1,058.1	-649.6	-837.5	-907.6	CAGR(%)	21.6%	31.3%	15.8%	21.6%	31.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	815.0	347.8	768.8	1,000.7	1,481.5	PEG	2.6	1.5	2.5	1.4	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	-924.0	-837.1	-534.1	-411.9	-300.9	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.6	1.9	2.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	115.0	-183.5	3,262.5	-956.7	-1,176.7						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇、朱琨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn