



600498.CH

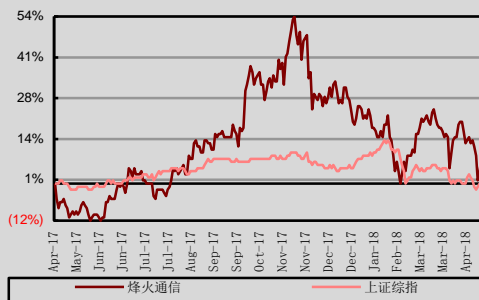
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 26.19

板块评级: 未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.1)	(5.6)	(6.0)	6.3
相对上证指数	(1.8)	1.1	5.9	9.5

发行股数(百万)	1,114
流通股(%)	93
流通股市值(人民币 百万)	27,033
3个月日均交易额(人民币 百万)	299
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
烽火科技集团有限公司	44

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年4月20日收市价为标准

相关研究报告

《烽火通信》2018.4.16

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

通信: 通信设备

程彥彦

(8621)20328305

shenyang.cheng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080004

# 烽火通信

## 一季度业绩稳健, 飞思灵自主芯片价值凸显

烽火通信发布一季度业绩报告, 报告期内归属于母公司所有者的净利润为1.39亿元, 同比增长0.47%; 营业收入为42.48亿元, 同比增长20.63%

### 支撑评级的要点

- 一季度业绩增长稳健, 成本与研发短期影响增速。公司一季度营业收入42.48亿元、同比增长20.63%, 盈利1.39亿元、同比增长0.47%, 业绩增长尚属稳健。公司毛利率下滑了0.92个百分点, 主要原因是上游元器件等基础原材料的价格以及公司外购光纤的价格都同比增长, 导致营业成本增长较快。同时, 公司面向5G应用需求持续加大设备产品的研发、信息化相关的研发投入也有所增长, 最终导致研发费用涨幅显著, 短期影响利润的增速。不过公司仍然在国内光通信市场保持领先地位, 100GOTN产品在三大运营商集采中技术排名均达到前二, 有望受益于未来经过优胜劣汰后、不断集中化的市场。
- 国际贸易摩擦升级, 自主可控芯片价值凸显。随着美国对中兴启动全面禁令, 使得核心芯片和组件的自主可控提升到了国家战略的级别。公司早在2015年便与武汉邮科院成立了子公司飞思灵微电子, 从事集成电路及其系统的研制、重点攻关核心芯片的技术, 目前产品已经涵盖从光通信系统设备到光模块器件相关的各类核心芯片。在国际贸易摩擦日益升级的形势下, 飞思灵自主可控芯片的战略价值凸显, 将构筑成公司内部芯片需求自给以及产品外销的重要保障, 提升公司的核心竞争力。
- 有望受益5G承载网络, 网络安全潜力巨大。由于5G时代通信基站对承载网络有大幅的需求提升、且承载网络预计最快于2018年底启动先行招标, 公司作为传输领域的领先企业, 有望凭借充足的5G承载方案技术储备在新市场竞争中占据先机。同时, 子公司烽火星空作为国内网络信息安全龙头, 转民用的潜在市场价值巨大, 结合公司原有完善的固网产品链, 数据网络相关的创新业务有助重塑企业的行业地位, 在价值提升上有巨大空间。

### 评级面临的主要风险

- 运营商投资不力风险、技术风险、市场竞争风险。

### 估值

- 预计2018-20年每股收益分别为0.91、1.12、1.35元, 对应市盈率分别为28.8倍、23.3倍、19.3倍, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	17,361	21,056	25,162	29,401	33,396
变动(%)	29	21	19	17	14
净利润(人民币 百万)	760	825	1,013	1,251	1,508
全面摊薄每股收益(人民币)	0.727	0.741	0.909	1.123	1.354
变动(%)	15.7	1.9	22.8	23.5	20.5
全面摊薄市盈率(倍)	36.0	35.4	28.8	23.3	19.3
价格/每股现金流量(倍)	78.8	86.8	11.2	(125.4)	7.4
每股现金流量(人民币)	0.33	0.30	2.34	(0.21)	3.56
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.2	20.0	15.9	13.7	10.1
每股股息(人民币)	0.340	0.000	0.142	0.301	0.273
股息率(%)	1.3	n.a.	0.5	1.1	1.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**图表 1. 业绩摘要表**

(人民币, 百万)	2017 年 1 季度	2018 年 1 季度	同比增长(%)
营业收入	3,521.69	4,248.27	20.63
营业税及附加	13.05	12.60	(3.44)
净营业收入	3,508.64	4,235.67	20.72
营业成本	2,503.05	3,058.70	22.20
销售费用	350.87	378.52	7.88
管理费用	502.37	621.33	23.68
营业利润	140.76	156.17	10.95
非经常性项目	(8.57)	(5.90)	(31.17)
经常性投资收益	15.75	(12.61)	(180.11)
净财务费用	25.24	31.91	26.41
利润总额	156.66	157.42	0.49
所得税	5.52	6.19	12.28
少数股东损益	12.55	11.98	(4.53)
归属母公司股东净利润	138.59	139.25	0.47
扣除非经常性损益的净利润	130.03	133.35	2.55
每股收益(元)	0.13	0.13	0.00
扣非后每股收益(元)	0.12	0.12	2.07
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	28.92	28.00	
经营利润率	4.00	3.68	
净利率	4.29	3.56	
扣非后净利率	4.03	3.41	

资料来源: 公司公告、中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	17,361	21,056	25,162	29,401	33,396
销售成本	(13,213)	(16,144)	(19,297)	(22,587)	(25,798)
经营费用	(3,217)	(3,581)	(4,304)	(4,938)	(5,364)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>931</b>	<b>1,332</b>	<b>1,561</b>	<b>1,876</b>	<b>2,234</b>
折旧及摊销	(287)	(509)	(604)	(658)	(731)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>644</b>	<b>823</b>	<b>957</b>	<b>1,218</b>	<b>1,504</b>
净利息收入/(费用)	(101)	(160)	(125)	(129)	(127)
其他收益/(损失)	327	299	307	307	303
<b>税前利润</b>	<b>869</b>	<b>962</b>	<b>1,139</b>	<b>1,397</b>	<b>1,680</b>
所得税	(75)	(58)	(83)	(93)	(109)
少数股东权益	(34)	(78)	(42)	(52)	(63)
<b>净利润</b>	<b>760</b>	<b>825</b>	<b>1,013</b>	<b>1,251</b>	<b>1,508</b>
<b>核心净利润</b>	<b>782</b>	<b>840</b>	<b>1,031</b>	<b>1,267</b>	<b>1,524</b>
每股收益(人民币)	0.727	0.741	0.909	1.123	1.354
核心每股收益(人民币)	0.748	0.754	0.925	1.138	1.368
每股股息(人民币)	0.340	0.000	0.142	0.301	0.273
收入增长(%)	29	21	19	17	14
息税前利润增长(%)	17	28	16	27	23
息税折旧前利润增长(%)	20	43	17	20	19
每股收益增长(%)	16	2	23	24	21
核心每股收益增长(%)	16	1	23	23	20

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	869	962	1,139	1,397	1,680
折旧与摊销	287	509	604	658	731
净利息费用	101	160	125	129	127
运营资本变动	1,762	(489)	4,359	(1,549)	4,987
税金	(41)	20	(83)	(93)	(109)
其他经营现金流	(2,631)	(826)	(3,539)	(773)	(3,452)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>348</b>	<b>336</b>	<b>2,606</b>	<b>(233)</b>	<b>3,963</b>
购买固定资产净值	329	222	565	299	486
投资减少/增加	(30)	(22)	62	63	60
其他投资现金流	(1,136)	(1,167)	(1,079)	(624)	(960)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(837)</b>	<b>(967)</b>	<b>(452)</b>	<b>(262)</b>	<b>(414)</b>
净增权益	(356)	0	(159)	(335)	(304)
净增债务	349	1,096	563	2,172	(1,900)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(177)	1,226	(275)	(174)	(368)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(183)</b>	<b>2,349</b>	<b>183</b>	<b>1,766</b>	<b>(2,351)</b>
现金变动	(673)	1,718	2,337	1,272	1,198
期初现金	4,183	3,549	5,212	7,549	8,820
公司自由现金流	(489)	(631)	2,154	(495)	3,549
权益自由现金流	(39)	625	2,842	1,806	1,776

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	4,594	6,123	8,527	9,765	10,963
应收帐款	5,286	7,114	7,046	9,884	9,127
库存	9,902	10,850	14,176	14,988	18,396
其他流动资产	608	398	1,092	484	1,413
<b>流动资产总计</b>	<b>20,390</b>	<b>24,484</b>	<b>30,840</b>	<b>35,121</b>	<b>39,899</b>
固定资产	2,591	2,857	2,873	2,568	2,377
无形资产	558	780	725	672	618
其他长期资产	708	798	788	793	793
<b>长期资产总计</b>	<b>3,857</b>	<b>4,435</b>	<b>4,386</b>	<b>4,032</b>	<b>3,788</b>
<b>总资产</b>	<b>24,322</b>	<b>29,125</b>	<b>35,363</b>	<b>39,297</b>	<b>43,803</b>
应付帐款	7,840	9,006	11,500	12,286	15,006
短期债务	1,229	2,175	2,647	3,053	3,503
其他流动负债	6,695	6,747	9,139	9,093	11,526
<b>流动负债总计</b>	<b>15,763</b>	<b>17,927</b>	<b>23,285</b>	<b>24,433</b>	<b>30,035</b>
长期借款	350	500	591	2,358	7
其他长期负债	263	373	318	346	346
股本	1,046	1,114	1,114	1,114	1,114
储备	6,226	8,412	9,215	10,156	11,348
<b>股东权益</b>	<b>7,272</b>	<b>9,526</b>	<b>10,329</b>	<b>11,270</b>	<b>12,462</b>
少数股东权益	667	797	839	891	954
<b>总负债及权益</b>	<b>24,322</b>	<b>29,125</b>	<b>35,363</b>	<b>39,297</b>	<b>43,803</b>
每股帐面价值(人民币)	6.95	8.55	9.27	10.12	11.19
每股有形资产(人民币)	6.42	7.85	8.62	9.51	10.63
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.88)	(2.28)	(3.87)	(3.06)	(5.84)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.4	6.3	6.2	6.4	6.7
息税前利润率(%)	3.7	3.9	3.8	4.1	4.5
税前利润率(%)	5.0	4.6	4.5	4.7	5.0
净利率(%)	4.4	3.9	4.0	4.3	4.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.4	1.3	1.4	1.3
利息覆盖率(倍)	6.4	5.1	7.7	9.5	11.9
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)	0.7	0.8	0.7	0.8	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	36.0	35.4	28.8	23.3	19.3
核心业务市盈率(倍)	35.0	34.7	28.3	23.0	19.1
市净率(倍)	3.8	3.1	2.8	2.6	2.3
价格/现金流(倍)	78.8	86.8	11.2	(125.4)	7.4
企业价值/息税折旧前利	29.2	20.0	15.9	13.7	10.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	238.8	234.6	236.7	235.6	236.2
应收帐款周转天数	97.9	107.5	102.7	105.1	103.9
应付帐款周转天数	150.3	146.0	148.7	147.6	149.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	46.8	0.0	15.7	26.8	20.1
净资产收益率(%)	10.8	9.8	10.2	11.6	12.7
资产收益率(%)	2.7	2.9	2.7	3.0	3.4

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

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