

2018年08月20日

烽火通信 (600498.SH)

公司快报

营收保持增长稳健，期待 5G 红利释放

【事件】2018年8月17日，公司发布2018年半年报。2018年上半年，公司实现：主营业务收入111.94亿元，同比增长15.14%；归母净利润4.67亿元，同比增长3.87%。

◆ **主营业务收入保持稳健增长，盈利水平略有下浮：** 收入端，2018年上半年公司实现15.14%的同比增速，其中Q1、Q2分别实现同比增长20.63%、12.03%；业务毛利率为23.28%，基本保持同比水平，销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为7.34%、10.91%和0.98%，同比变动0.05、-0.06和0.10个百分点，净利润率则为4.47%，同比下降0.57个百分点，略有下浮。

◆ **备货加大影响经营性现金流，整体经营状态稳健：** 截至2018年半年报，公司存货账面余额117.80亿元，相比年初略有下降。一方面公司过去年度订单逐步确认收入，发出商品相比年初降低了11.54亿元，同比下降10.62亿元；另一方面，原材料相比年初分别上升5.54亿元，同比增加0.86亿元，库存商品相比年初上升3.46亿元，同比增加9.97亿元，公司加大采购、备货力度，对报告期经营性现金流产生压力。公司整体经营稳健，在国内运营商市场地位稳固，光传输领域和ICT新领域业务协同发展，报告期内成功布局400G光传输系统，中标中国电信100G OTN设备集采；在海外市场，聚焦投入，产品市场布局的均衡性有所提升，新客户突破取得进展。

◆ **研发高投入、股权激励放眼长远增长，期待分享5G投资红利：** 公司持续加大研发投入，紧跟行业发展，每年研发投入占收入比重在10%以上，2018年上半年相关支出为11.37亿元，同比增长14.54%，报告期内公司推出了面向5G的FitHaul全新承载解决方案，完成了超宽接入、网络重构、家庭组网、智慧物联四个方面的前瞻性技术储备；此外，公司发布的2018年限制性股票激励计划草案，解锁业绩考核要求2019-2021三年度扣非净利润复合增长率不低于15%，且不低于行业平均水平（或对标企业75分位值）；2019-2021年ROE水平不低于9%、9.5%、10%；三年各年新产品销售占比不低于15%。股权激励计划放眼公司长远发展。5G商用渐进，作为数据流量承载的关键基础设施，运营商传输网投资已箭在弦上，公司作为国内光通信龙头有望分享行业红利。

◆ **投资建议：** 在三大运营商资本开支走低的背景下，公司依然保持收入稳健增长/利润的正向增长及稳健的经营态势，未来随着行业景气度回升，公司进一步增长可期。我们根据中报调整了公司盈利预测，预计2018年-2020年公司将实现归母净利润9.40亿元、12.58亿元和16.51亿元，每股收益0.84元、1.13元和1.48元，对应37倍、28倍和21倍动态市盈率，维持公司买入-A评级。

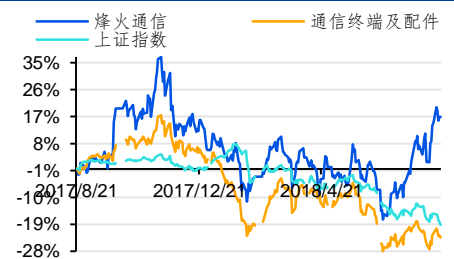
通信 | 通信终端及配件 III

投资评级 **买入-A**
 股价(2018-08-17) **31.48 元**

交易数据

总市值(百万元)	35,066.80
流通市值(百万元)	32,492.92
总股本(百万股)	1,113.94
流通股本(百万股)	1,032.18
12个月价格区间	21.86/37.84 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.57	40.44	40.09
绝对收益	19.32	24.02	21.74

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsc.cn
 021-20377068

报告联系人

胡朗
 hulang@huajinsc.cn
 021-20377062

相关报告

烽火通信：放眼长远增长，股权激励助力业绩释放 2018-06-15

烽火通信：费用投入拖累公司经营业绩，公司长期增长逻辑保持不变 2017-10-26

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

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	17,361.1	21,056.2	23,902.3	29,720.1	36,562.3
同比增长(%)	28.7%	21.3%	13.5%	24.3%	23.0%
营业利润(百万元)	614.9	965.2	967.9	1,312.1	1,798.2
同比增长(%)	14.1%	57.0%	0.3%	35.6%	37.0%
净利润(百万元)	760.4	825.0	940.1	1,257.6	1,650.5
同比增长(%)	15.7%	8.5%	14.0%	33.8%	31.2%
每股收益(元)	0.68	0.74	0.84	1.13	1.48
PE	46.1	42.5	37.3	27.9	21.2
PB	4.8	3.7	3.5	3.3	3.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,361.1	21,056.2	23,902.3	29,720.1	36,562.3	年增长率					
减:营业成本	13,143.8	16,055.3	18,339.2	22,847.9	27,939.9	营业收入增长率	28.7%	21.3%	13.5%	24.3%	23.0%
营业税费	69.0	88.6	83.5	91.8	99.8	营业利润增长率	14.1%	57.0%	0.3%	35.6%	37.0%
销售费用	1,327.8	1,586.8	1,767.7	2,131.2	2,701.2	净利润增长率	15.7%	8.5%	14.0%	33.8%	31.2%
管理费用	1,916.8	2,225.1	2,500.3	3,043.6	3,619.7	EBITDA 增长率	19.4%	38.2%	1.6%	32.7%	33.3%
财务费用	101.3	159.8	73.7	123.4	193.6	EBIT 增长率	17.0%	22.5%	18.8%	37.8%	38.7%
资产减值损失	259.6	277.5	200.0	210.0	250.0	NOPLAT 增长率	15.7%	61.5%	-10.3%	37.8%	38.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.3%	29.0%	23.4%	18.9%	17.8%
投资和汇兑收益	72.0	54.2	30.0	40.0	40.0	净资产增长率	2.5%	29.9%	5.1%	7.4%	9.2%
营业利润	614.9	965.2	967.9	1,312.1	1,798.2	盈利能力					
加:营业外净收支	254.6	-3.7	155.0	190.0	195.0	毛利率	24.3%	23.8%	23.3%	23.1%	23.6%
利润总额	869.4	961.5	1,122.9	1,502.1	1,993.2	营业利润率	3.5%	4.6%	4.0%	4.4%	4.9%
减:所得税	74.8	58.1	101.1	135.2	179.4	净利润率	4.4%	3.9%	3.9%	4.2%	4.5%
净利润	760.4	825.0	940.1	1,257.6	1,650.5	EBITDA/营业收入	5.8%	6.6%	5.9%	6.3%	6.8%
						EBIT/营业收入	4.1%	4.2%	4.4%	4.8%	5.4%
						偿债能力					
						资产负债率	67.3%	64.6%	64.4%	68.8%	68.6%
						负债权益比	206.1%	182.1%	181.2%	220.2%	218.8%
						流动比率	1.29	1.37	1.38	1.35	1.40
						速动比率	0.67	0.76	0.81	0.79	0.89
						利息保障倍数	7.07	5.49	14.13	11.63	10.29
						营运能力					
						固定资产周转天数	40	42	40	36	31
						流动营业资本周转天数	47	50	62	66	69
						流动资产周转天数	380	384	378	350	332
						应收帐款周转天数	88	97	109	109	106
						存货周转天数	179	177	161	145	128
						总资产周转天数	450	457	449	411	383
						投资资本周转天数	102	106	118	115	110
						费用率					
						销售费用率	7.6%	7.5%	7.4%	7.2%	7.4%
						管理费用率	11.0%	10.6%	10.5%	10.2%	9.9%
						财务费用率	0.6%	0.8%	0.3%	0.4%	0.5%
						三费/营业收入	19.3%	18.9%	18.2%	17.8%	17.8%
						投资回报率					
						ROE	10.4%	8.7%	9.4%	11.8%	14.3%
						ROA	3.3%	3.1%	3.3%	3.7%	4.5%
						ROIC	14.7%	19.4%	13.5%	15.1%	17.6%
						分红指标					
						DPS(元)	0.32	0.34	0.38	0.51	0.67
						分红比率	46.8%	45.9%	45.0%	45.0%	45.0%
						股息收益率	1.0%	1.1%	1.2%	1.6%	2.1%
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.68	0.74	0.84	1.13	1.48
						BVPS(元)	6.54	8.55	8.95	9.57	10.39
						PE(X)	46.1	42.5	37.3	27.9	21.2
						PB(X)	4.8	3.7	3.5	3.3	3.0
						P/FCF	294.7	101.4	-232.6	20.8	17.7
						P/S	2.0	1.7	1.5	1.2	1.0
						EV/EBITDA	31.0	23.5	24.0	18.6	14.3
						CAGR(%)	19.8%	26.2%	13.0%	19.8%	26.2%
						PEG	2.3	1.6	2.9	1.4	0.8
						ROIC/WACC	1.5	2.0	1.4	1.5	1.8

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

蔡景彦声明，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.com