

传输景气度低谷，主业压力进一步增大

——烽火通信(600498.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

◆事件:

公司发布2019年三季度报,前三季度实现营业收入178亿元,同比增长2.32%;归属于母公司股东的净利润6.2亿元,同比下降1.86%;其中Q3单季实现营收58亿元,同比下降6.28%;单季归母净利润1.9亿元,同比增长17%;符合预期。

◆传输网景气度低谷,单季营收首现负增长

今年以来,国内运营商整体资本开支企稳,其中无线侧为各家关注重点,而传输网投资下滑较大。从中移动资本开支构成可见,19H1传输网投资同比下滑约25%,传输网景气度低谷,19H2计划传输网投资不超过265亿元,同比增长不超过3%,有所企稳。烽火主业为有线系统设备,受传输网景气度影响较大,Q3单季收入为近年来首次出现负增长,主业压力进一步增大。

◆5G独立组网有望带动有线侧景气度回升

目前国内5G建设仍采用非独立组网方式,对有线侧投资拉动较低。预计2020年我国5G启动大规模建设,独立组网将成为主流方案,有线侧景气度有望触底回升,带动烽火主业走出低谷。

◆烽火星空业务势头良好,为公司整体业绩保驾护航

今年以来,融合平台为公安大数据建设的重点投入方向,星空凭借多细分警种业务布局经验和网监大数据处理能力,有望充分受益于部级和全国范围融合平台的建设高峰。

◆维持“买入”评级

维持19~21年净利润预测分别为10.1/11.9/14.4亿元,对应EPS 0.86/1.02/1.23元,对应PE 31X/26X/22X,中长期看好5G独立组网建设带动传输网景气度回升,星空业绩占比逐年提高有望提升整体估值水平,维持“买入”评级。

◆风险提示:运营商传输网投资低于预期;5G独立组网进度低于预期;网络安全市场竞争加剧;公司业绩释放低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21,056	24,235	25,710	29,101	33,247
营业收入增长率	21.28%	15.10%	6.08%	13.19%	14.25%
净利润(百万元)	825	844	1,010	1,192	1,442
净利润增长率	8.49%	2.29%	19.72%	17.99%	21.00%
EPS(元)	0.70	0.72	0.86	1.02	1.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.66%	8.43%	8.61%	9.22%	10.04%
P/E	38	37	31	26	22
P/B	3.3	3.1	2.7	2.4	2.2

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年10月29日

买入(维持)

当前价:26.65元

分析师

石崎良 (执业证书编号:S0930518070005)
021-52523856
shiqil@ebcn.com

刘凯 (执业证书编号:S0930517100002)
021-52523849
kailiu@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股):11.72

总市值(亿元):312.26

一年最低/最高(元):25.20/35.23

近3月换手率:97.72%

股价表现(一年)



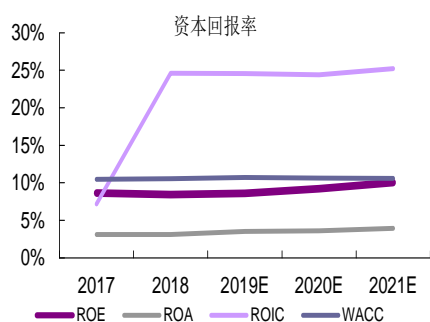
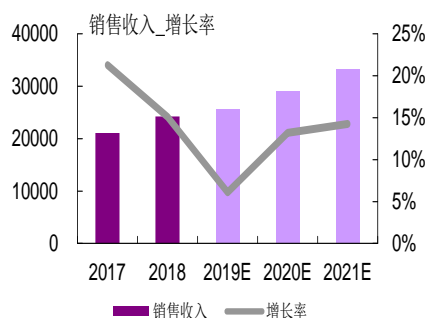
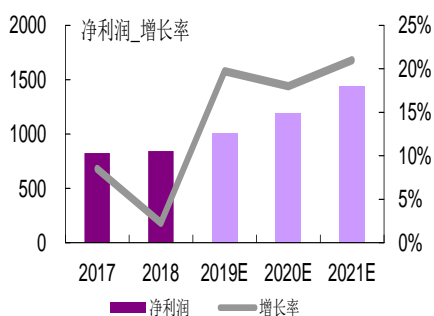
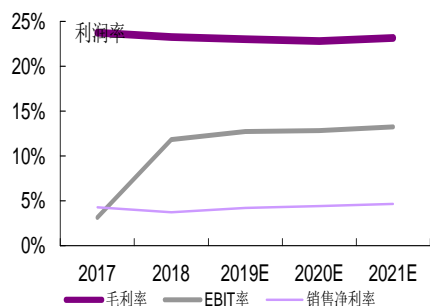
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.51	-2.34	-26.05
绝对	-3.02	-1.01	-0.84

资料来源:Wind

相关研报

主业释放乏力,星空占比进一步提升——烽火通信(600498.SH)2019年中报点评
.....2019-08-28
星空业绩占比逐年提高,估值水平有望提升——烽火通信(600498.SH)2018年报点评
.....2019-04-28



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	21,056	24,235	25,710	29,101	33,247
营业成本	16,055	18,599	19,792	22,462	25,553
折旧和摊销	522	496	321	372	419
营业税费	89	95	103	116	133
销售费用	1,587	1,806	1,890	2,140	2,445
管理费用	2,225	305	416	416	470
财务费用	160	296	53	39	83
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	54	74	20	20	20
营业利润	965	966	1,145	1,352	1,637
利润总额	962	965	1,156	1,364	1,650
少数股东损益	78	63	76	90	109
归属母公司净利润	825	844	1,010	1,192	1,442

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	29,125	29,215	30,703	35,485	39,558
流动资产	24,484	23,474	25,623	30,277	34,269
货币资金	5,212	3,880	4,628	5,820	7,314
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5,803	7,732	7,775	8,800	10,054
应收票据	716	656	771	883	969
其他应收款	595	520	771	773	865
存货	10,850	9,926	10,675	13,039	14,033
可供出售投资	152	219	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	540	803	803	803	803
固定资产	2,461	2,647	3,040	3,335	3,547
无形资产	467	667	633	601	571
总负债	18,801	18,475	18,159	21,659	24,181
无息负债	16,126	16,451	17,401	20,286	22,331
有息负债	2,675	2,025	758	1,373	1,851
股东权益	10,325	10,740	12,544	13,826	15,377
股本	1,114	1,169	1,172	1,172	1,172
公积金	5,196	5,893	5,994	6,048	6,048
未分配利润	3,215	3,657	4,567	5,705	7,148
少数股东权益	797	730	806	896	1,004

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	336	351	1,086	1,028	1,497
净利润	825	844	1,010	1,192	1,442
折旧摊销	522	496	321	372	419
净营运资金增加	1,878	632	744	1,837	2,031
其他	-2,889	-1,621	-990	-2,372	-2,395
投资活动产生现金流	-967	-1,320	235	-480	-480
净资本支出	-823	-971	-160	-500	-500
长期投资变化	540	803	0	0	0
其他资产变化	-684	-1,152	394	20	20
融资活动现金流	2,349	-443	-572	644	477
股本变化	68	55	3	0	0
债务净变化	1,096	-650	-1,267	615	477
无息负债变化	1,329	325	950	2,885	2,045
净现金流	1,678	-1,406	748	1,192	1,494

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.28%	15.10%	6.08%	13.19%	14.25%
净利润增长率	8.49%	2.29%	19.72%	17.99%	21.00%
EBITDA 增长率	41.75%	183.54%	-1.81%	14.48%	17.37%
EBIT 增长率	22.13%	331.88%	3.45%	14.34%	17.82%
估值指标					
PE	38	37	31	26	22
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	22	9	9	8	7
EV/EBIT	37	10	10	9	7
EV/NOPLAT	39	11	10	9	8
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	23.75%	23.26%	23.02%	22.81%	23.14%
EBITDA 率	5.63%	13.86%	13.96%	14.12%	14.51%
EBIT 率	3.15%	11.82%	12.71%	12.84%	13.24%
税前净利润率	4.57%	3.98%	4.50%	4.69%	4.96%
税后净利润率 (归属母公司)	3.92%	3.48%	3.93%	4.10%	4.34%
ROA	3.10%	3.10%	3.54%	3.61%	3.92%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.66%	8.43%	8.61%	9.22%	10.04%
经营性 ROIC	7.20%	24.60%	24.58%	24.40%	25.20%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.34	1.49	1.47	1.49
速动比率	0.76	0.77	0.87	0.84	0.88
归属母公司权益/有息债务	3.56	4.94	15.49	9.42	7.77
有形资产/有息债务	10.53	13.84	39.60	25.36	21.03
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.70	0.72	0.86	1.02	1.23
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.29	0.30	0.93	0.88	1.28
每股自由现金流(FCFF)	-0.96	1.82	2.33	1.52	1.94
每股净资产	8.13	8.54	10.02	11.04	12.27
每股销售收入	17.97	20.68	21.94	24.84	28.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼