

公司评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019年10月30日

市场数据

目前股价	26.65
总市值（亿元）	312.26
流通市值（亿元）	295.00
总股本（万股）	117,169
流通股本（万股）	110,694
12个月最高/最低	35.23/25.20

分析师

分析师：周伟佳 S1070514110001

☎ CFA, ACCA 0755-83516551

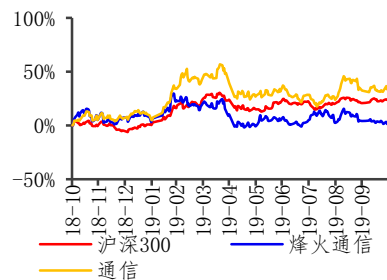
联系人（研究助理）：余芳沁

S1070118080005

☎ 0755-83558957

✉ yufq@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<通信系统需求释放，光纤光缆利空出尽>>

2019-08-29

<<收入稳健增长，5G 打开长期空间>>

2019-03-12

<<主业增长确定性强，ICT 业务值得期待>>

2018-08-20

业绩较去年基本持平，单季毛利率提升

——烽火通信（600498）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	26866	33185	40794
(+/-%)	10.9%	23.5%	22.9%
净利润	895	1100	1291
(+/-%)	6.1%	22.9%	17.4%
摊薄 EPS	0.76	0.94	1.10
PE	35	28	24

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**烽火通信于2019年10月29日晚发布三季度报告：公司前三季度实现营业收入177.75亿元，同比增长2.32%；实现归母净利润6.19亿元，同比减少1.86%。公司业绩符合预期。
- **前三季度业绩较去年基本持平：**通信系统及光纤光缆是公司两大核心业务。在中国移动光缆集采价格腰斩的背景下，公司业绩维持平稳，主要得益于公司较强的抗风险能力及业务多元化布局。通信系统及数据网络业务稳定增长，对冲了光纤光缆业务的下滑。公司前三季度营业总收入177.75亿元，同比增长2.32%；归母净利润6.19亿元，同比减少1.86%。
- **单季毛利率提升，但研发力度加大，期间费用增长：**Q3 三季度收入57.90亿元，同比下降6.28%。虽然收入规模有所缩减，但毛利率提升1.59pct，成本控制能力增强。Q3 期间费用率同步增长2.18pct，达到22.82%。其中，销售费用率及管理费用率略降0.4pct和0.08pct，财务费用提升1.06pct。同时5G建设初期带来一定研发压力，研发费用率由去年同期的11.31%提升至12.91%。
- **通信设备需求释放，光纤光缆利空出尽：**（1）通信系统方面，运营商网络投资有望进入上升通道，公司通信系统业务将逐步放量。报告期内，公司10G速率G.metro前传设备通过联调验收，新型OLT、ONU产品功能持续优化，满足运营商网络重构需求。（2）光纤光缆方面，今年3月光缆价格腰斩给光缆厂商带来巨大压力。烽火等龙头企业可通过自产光棒压缩成本，所受的负面影响相对较低。未来光缆行业将逐渐回归理性。在8月中国电信进行的室外光缆集采中，烽火的中标价格约为77元/芯公里（含税），相比3月份中国移动中标价格有了约14%的提升。
- **烽火星空业绩改善，数据网络业务全年增长可期：**全资子公司烽火星空凭借着电信级信息提取能力和海量PB级别大数据分析处理能力，坐拥网络监控领域约过半的市场份额。去年下半年以来，网络安全和大数据产品需求回暖，公司在公安、军队、政府、铁路、电力等下游领域渗透率逐步提

升。烽火星空业绩改善明显，上半年净利润达到 1.92 亿元，同比大幅增长 251.47%。

- **投资建议：**公司业绩较去年同期基本持平。随着通信设备需求放量，光纤光缆利空出尽，公司下半年业绩有望复苏。我们预计公司 19-21 年 EPS 为 0.76/0.94/1.10 元，对应 PE 为 35X/28X/24X 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**25G 高端芯片量产进度不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	21056.22	24235.24	26866.27	33185.26	40793.76	成长性					
营业成本	16055.31	18598.56	20692.74	25173.28	30851.75	营业收入增长	21.3%	15.1%	10.9%	23.5%	22.9%
销售费用	1586.81	1806.16	1853.77	2289.78	2806.61	营业成本增长	22.2%	15.8%	11.3%	21.7%	22.6%
管理费用	2225.14	305.08	330.46	414.82	514.00	营业利润增长	57.0%	0.1%	3.4%	23.6%	18.1%
研发费用	0.00	2295.51	2686.63	3275.39	3977.39	利润总额增长	10.6%	0.4%	3.8%	23.6%	18.0%
财务费用	159.84	295.83	269.57	520.52	691.07	净利润增长	8.5%	2.3%	6.1%	22.9%	17.4%
其他收益	250.14	325.32	48.00	35.00	39.00	盈利能力					
投资净收益	54.16	74.46	112.00	90.00	84.00	毛利率	23.8%	23.3%	23.0%	24.1%	24.4%
营业利润	965.23	966.10	998.97	1234.62	1458.47	销售净利率	4.3%	3.7%	3.5%	3.5%	3.3%
营业外收支	-3.68	-1.02	3.20	3.66	3.28	ROE	8.8%	8.4%	8.3%	9.6%	10.5%
利润总额	961.55	965.08	1002.16	1238.29	1461.75	ROIC	14.1%	12.4%	10.5%	12.8%	12.8%
所得税	58.09	58.19	60.13	80.49	102.32	营运效率					
少数股东损益	78.49	63.03	47.10	57.89	67.97	销售费用/营业收入	7.5%	7.5%	6.9%	6.9%	6.9%
净利润	824.96	843.86	894.93	1099.91	1291.45	管理费用/营业收入	10.6%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
						研发费用/营业收入	0.0%	9.5%	10.0%	9.9%	9.8%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.8%	1.2%	1.0%	1.6%	1.7%
						投资收益/营业利润	5.6%	7.7%	11.2%	7.3%	5.8%
流动资产	24484.15	23473.91	24260.03	28388.98	36095.12	所得税/利润总额	6.0%	6.0%	6.0%	6.5%	7.0%
货币资金	5211.89	3879.57	9464.46	11690.52	14370.85	应收账款周转率	3.68	3.25	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款合计	6518.99	8387.20	0.00	0.00	0.00	存货周转率	1.55	1.79	1.79	1.79	1.79
其他应收款	596.08	520.59	717.30	811.74	1067.87	流动资产周转率	0.94	1.01	1.13	1.26	1.27
存货	10849.64	9925.56	13188.91	14930.47	19531.94	总资产周转率	0.79	0.83	0.90	1.00	1.02
非流动资产	4641.17	5741.06	6247.40	7201.81	8229.75	偿债能力					
固定资产	2461.33	2647.30	2780.60	3270.52	3812.17	资产负债率	64.6%	63.2%	63.0%	66.2%	70.7%
资产总计	29125.32	29214.97	30507.43	35590.79	44324.88	流动比率	1.37	1.34	1.32	1.25	1.18
流动负债	17927.50	17494.41	18339.54	22732.06	30569.27	速动比率	0.69	0.73	0.56	0.55	0.51
短期借款	2174.89	1479.86	10025.94	13564.38	18673.80	每股指标 (元)					
应付款项	9006.10	9775.16	0.00	0.00	0.00	EPS	0.70	0.72	0.76	0.94	1.10
非流动负债	873.23	981.01	880.67	812.09	747.92	每股净资产	8.13	8.54	8.97	9.57	10.33
长期借款	500.00	545.00	444.66	376.08	311.91	每股经营现金流	0.26	1.33	-1.26	0.91	0.28
负债合计	18800.72	18475.42	19220.21	23544.15	31317.18	每股经营现金/EPS	0.36	1.85	-1.65	0.97	0.25
股东权益	10324.60	10739.55	11284.23	12043.65	13004.70	估值					
股本	1113.94	1168.70	1171.69	1171.69	1171.69	PE	37.85	37.00	34.89	28.39	24.18
留存收益	3623.65	4088.77	4574.09	5186.98	5905.62	PEG	2.97	4.28	5.98	3.29	1.67
少数股东权益	796.97	729.98	777.08	834.97	902.94	PB	3.28	3.12	2.97	2.79	2.58
负债和权益总计	29125.32	29214.97	30507.43	35590.79	44324.88	EV/EBITDA	19.98	20.74	20.89	15.95	13.66
						EV/SALES	1.42	1.26	1.25	1.05	0.91
现金流量表						EV/IC	2.38	2.45	1.56	1.36	1.18
						ROIC/WACC	1.73	1.53	1.29	1.63	1.69
经营活动现金流	336.00	351.12	-1476.31	1063.90	324.50	REP	1.37	1.60	1.21	0.83	0.70
其中营运资本减少	-1212.86	-60.13	-3013.35	-1059.46	-2312.43						
投资活动现金流	-966.71	-1319.89	-831.77	-1399.45	-1614.38						
其中资本支出	845.19	971.87	122.16	582.23	656.77						
融资活动现金流	2348.73	-443.07	-653.11	-976.83	-1139.21						
净现金总变化	1677.72	-1406.00	-2961.19	-1312.38	-2429.09						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>