

证券研究报告—动态报告

信息技术

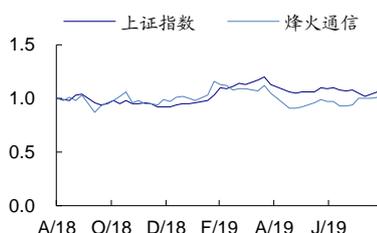
通信

烽火通信(600498)
增持

财报点评

(维持评级)

2019年11月01日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,172/1,107
总市值/流通(百万元)	30,804/29,101
上证综指/深圳成指	2,929/9,682
12个月最高/最低(元)	35.23/25.38

相关研究报告:

《烽火通信-600498-2019年中报点评:营收保持平稳增长,5G产品积极推进》——2019-08-30
 《烽火通信-600498-2018年三季报点评:业绩保持平稳增长,现金流略显紧张》——2018-10-22
 《烽火通信-600498-2018年半年报点评:业绩保持平稳增长,各业务进展顺利》——2018-08-20
 《烽火通信-600498-光通信专家加速ICT转型升级》——2018-07-31
 《烽火通信-600498-2017年报点评:业绩保持平稳增长,略低于市场预期》——2018-04-19

证券分析师:程成

电话:0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师:汪洋

电话:010-88005317
 E-MAIL: wangyang7@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517090001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
业绩短期承压,费用管控逐渐加强
● 前三季度营收略有增长,短期利润承压

2019年前三季度,公司实现营收177.75亿元,同比增长2.32%,实现归母净利润6.19亿元,同比下滑1.86%,扣非归母净利润5.98亿元,同比下滑1.86%。单三季度公司实现营收57.90亿元,同比下降6.28%,归母净利润1.92亿元,同比增长17.07%。运营商加大5G无线侧投资,对有线侧投资造成一定挤压,加之光纤光缆集采招标价格大幅下滑,公司短期业绩承压。

● 毛利率和净利率同比略有下滑,费用管控逐渐加强

2019年前三季度,公司毛利率同比下滑1.32pct至21.93%,净利率同比下滑0.28pct至3.63%。期间费用方面,销售费用率有所改善,同比下降0.97pct至6.38%,管理费用率提升0.63pct至12.17%。公司净利率下滑幅度小于毛利率下滑幅度,说明公司降本增效取得一定进展。

● 应收规模略有增长,存货仍维持在高位

电信行业运营商回款周期较长是行业普遍属性,前三季度公司应收账款及票据106.03亿元,占营收总额的59.65%,较去年同期有所上升。经营性现金流净额为-34.65亿元,同比下滑55.27%。存货方面,公司存货继续维持在高位,占流动资产40%以上。

● 投资建议:看好公司在主设备领域的核心地位,维持“增持”评级

我们看好公司在主设备领域的核心地位,预计公司2019-2021年营业收入分别为262/291/321亿元,归母净利润分别为8.92/10.74/12.06亿元,当前股价对动态PE为35/29/26倍,维持“增持”评级。

● 风险提示:

中美贸易关系恶化,对上游光芯片实施禁运或对公司出口产品加征关税的风险;受宏观经济下行影响,5G建设进度低于预期。

盈利预测和财务指标

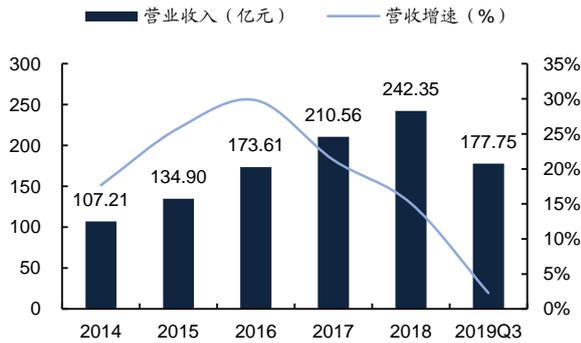
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21,056	24,235	26,150	29,064	32,141
(+/-%)	21.3%	15.1%	7.9%	11.1%	10.6%
净利润(百万元)	825	844	892.01	1074.34	1205.58
(+/-%)	8.5%	2.3%	5.7%	20.4%	12.2%
摊薄每股收益(元)	0.74	0.72	0.76	0.92	1.03
EBIT Margin	5.2%	14.2%	5.0%	5.2%	5.3%
净资产收益率(ROE)	8.7%	8.4%	8.7%	10.1%	10.9%
市盈率(PE)	35.5	36.5	34.5	28.7	25.5
EV/EBITDA	29.9	12.6	35.2	31.1	28.9
市净率(PB)	3.1	3.1	3.0	2.9	2.8

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

前三季度营收略有增长,短期利润承压。2019年前三季度,公司实现营收177.75亿元,同比增长2.32%,实现归母净利润6.19亿元,同比下滑1.86%,扣非归母净利润5.98亿元,同比下滑1.86%。单三季度公司实现营收57.90亿元,同比下降6.28%,归母净利润1.92亿元,同比增长17.07%。运营商加大5G无线侧投资,对有线侧投资造成一定挤压,加之光纤光缆集采招标价格大幅下滑,公司短期业绩承压。

图 1: 公司近年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

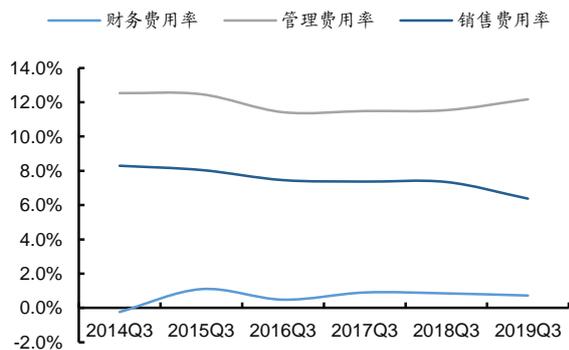
图 2: 公司近年净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

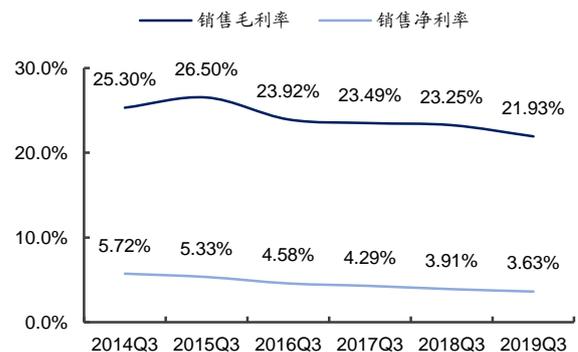
毛利率和净利率同比略有下滑,费用管控能力逐渐增强。2019年前三季度,公司毛利率同比下滑1.32pct至21.93%,净利率同比下滑0.28pct至3.63%。期间费用方面,销售费用率有所改善,同比下降0.97pct至6.38%,管理费用率提升0.63pct至12.17%。公司净利率下滑幅度小于毛利率下滑幅度,说明公司降本增效取得一定进展。

图 3: 公司近年期间费用情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

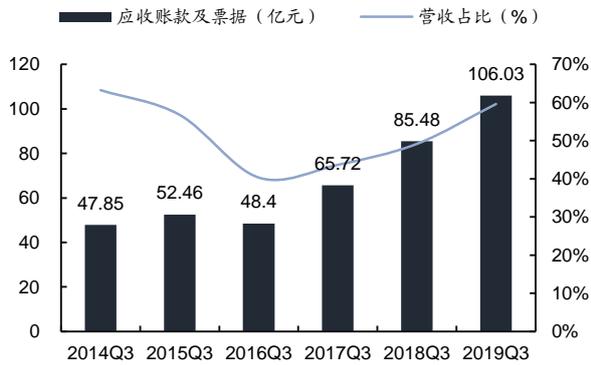
图 4: 公司近年利润率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

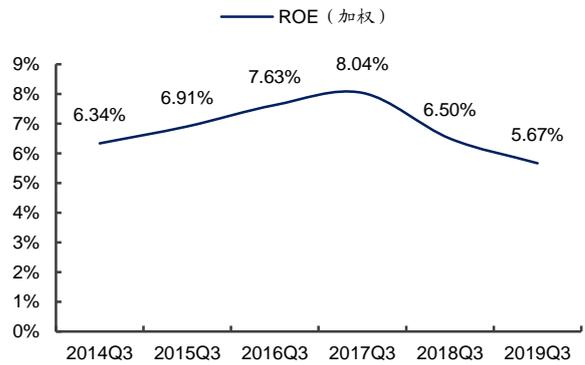
电信行业运营商回款周期较长是行业普遍属性。前三季度公司应收账款及票据106.03亿元,占营收总额的59.65%,较去年同期有所上升,继续维持高位。近三年,受净利率略有下滑影响,公司加权ROE也呈现一定下滑,2019年三季度降至5.67%。

图 5: 公司近年应收账款情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

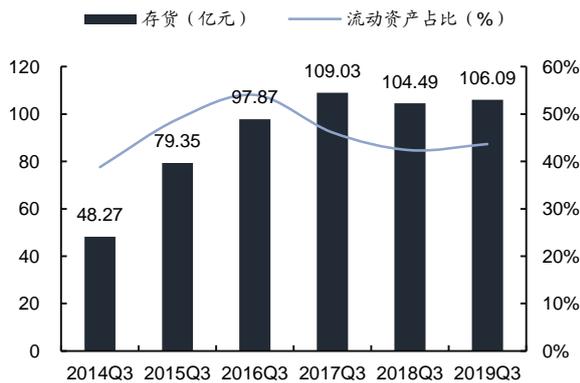
图 6: 公司加权 ROE 情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

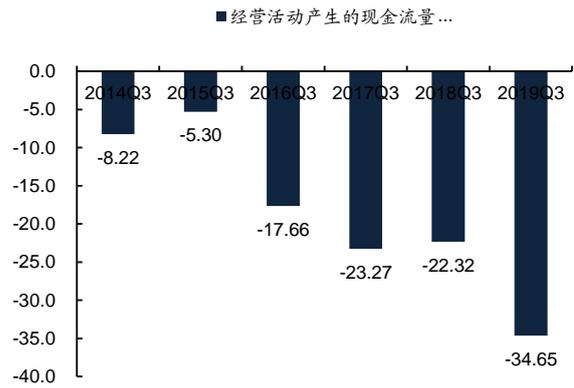
存货方面, 公司近年存货一直维持在高位, 占流动资产 40% 以上; 经营性现金流方面, 受采购支出增加较多的影响, 前三季度经营性现金流净额为 -34.65 亿元, 同比下滑 55.27%。

图 7: 公司近年存货情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好公司在主设备领域的核心地位, 维持“增持”评级。我们看好公司在主设备领域的核心地位, 预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 262/291/321 亿元, 归母净利润分别为 8.92/10.74/12.06 亿元, 当前股价对应动态 PE 为 35/29/26 倍, 维持“增持”评级。

风险提示:

- (1) 中美贸易关系恶化, 对上游光芯片实施禁运或对公司出口产品加征关税的风险;
- (2) 受宏观经济下行影响, 5G 建设进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3880	4268	4694	5164	营业收入	24235	26150	29064	32141
应收款项	8907	8803	10095	11265	营业成本	18599	20375	22523	24733
存货净额	9926	13486	14149	15050	营业税金及附加	95	106	116	130
其他流动资产	761	2615	2906	3214	销售费用	1806	1700	1918	2218
流动资产合计	23474	29171	31845	34694	管理费用	305	2668	2991	3369
固定资产	3368	3922	4264	4532	财务费用	296	98	85	119
无形资产及其他	667	640	613	587	投资收益	74	67	65	69
投资性房地产	904	904	904	904	资产减值及公允价值变动	(271)	(269)	(273)	(271)
长期股权投资	803	803	803	803	其他收入	(1972)	0	0	0
资产总计	29215	35439	38428	41519	营业利润	966	1000	1224	1371
短期借款及交易性金融负债	1480	3098	4368	5092	营业外净收支	(1)	20	5	8
应付款项	9775	11564	12507	13608	利润总额	965	1020	1229	1379
其他流动负债	6239	8750	9158	10012	所得税费用	58	62	74	83
流动负债合计	17494	23413	26033	28712	少数股东损益	63	67	80	90
长期借款及应付债券	545	545	545	545	归属于母公司净利润	844	892	1074	1206
其他长期负债	436	436	436	436					
长期负债合计	981	981	981	981					
负债合计	18475	24394	27014	29693					
少数股东权益	730	755	785	816					
股东权益	10010	10291	10630	11010					
负债和股东权益总计	29215	35439	38428	41519					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	844	892	1074	1206
资产减值准备	(6)	(157)	8	8
折旧摊销	482	268	344	403
公允价值变动损失	271	269	273	271
财务费用	296	98	85	119
营运资本变动	(131)	(1165)	(888)	(417)
其它	26	182	21	24
经营活动现金流	1486	289	832	1495
资本开支	(674)	(909)	(940)	(924)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(936)	(909)	(940)	(924)
权益性融资	715	0	0	0
负债净变化	45	0	0	0
支付股利、利息	(578)	(611)	(735)	(825)
其它融资现金流	(1532)	1618	1270	724
融资活动现金流	(1882)	1007	535	(101)
现金净变动	(1332)	388	427	469
货币资金的期初余额	5212	3880	4268	4694
货币资金的期末余额	3880	4268	4694	5164
企业自由现金流	2901	(583)	(60)	652
权益自由现金流	1414	942	1130	1264

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.72	0.76	0.92	1.03
每股红利	0.49	0.52	0.63	0.70
每股净资产	8.54	8.79	9.08	9.40
ROIC	27%	10%	10%	10%
ROE	8%	9%	10%	11%
毛利率	23%	22%	23%	23%
EBIT Margin	14%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	16%	6%	6%	7%
收入增长	15%	8%	11%	11%
净利润增长率	2%	6%	20%	12%
资产负债率	66%	71%	72%	73%
息率	1.9%	2.0%	2.4%	2.7%
P/E	36.5	34.5	28.7	25.5
P/B	3.1	3.0	2.9	2.8
EV/EBITDA	12.6	35.2	31.1	28.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032