

**烽火通信 (600498.SH)**
**营业规模略降，盈利水平提升**
**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 26.65 元

分析师: 吴友文

执业证书编号: S0740518050001

电话: 021-20315728

Email: wuyw@r.qizq.com.cn

分析师: 易景明

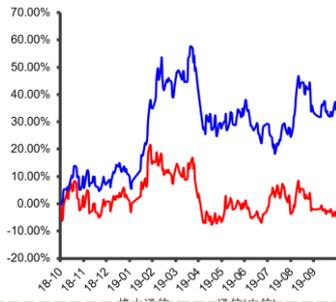
执业证书编号: S0740518050003

电话: 021-20315728

Email: yijm@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1172
流通股本(百万股)	1107
市价(元)	26.65
市值(百万元)	31226
流通市值(百万元)	29494

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《规模增长有所放缓，巩固优势扩大研发》2019.8.28

《营收稳步增长，持续强化行业领先地位》2019.4.28

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21,056	24,235	28,217	33,439	40,466
增长率 yoy%	21.28%	15.10%	16.43%	18.51%	21.01%
净利润	825	844	1,012	1,211	1,478
增长率 yoy%	8.49%	2.29%	19.97%	19.61%	22.04%
每股收益(元)	0.71	0.72	0.87	1.04	1.26
每股现金流量	0.29	0.30	1.92	-0.58	2.73
净资产收益率	8.66%	8.43%	9.05%	8.87%	10.22%
P/E	42.93	41.96	34.98	29.24	23.96
PEG	3.32	2.04	3.17	2.26	1.17
P/B	8.15	8.56	9.57	11.68	12.37

备注:

**投资要点**

- 公司发布 2019 三季报，前三季度实现营收 177.74 亿元，同比增 2.32%；** 归属上市公司股东的净利润 6.19 亿元，同比减 1.86%； 第三季度实现营收 57.8 9 亿元，同比减 6.28%； 归属上市公司股东的净利润 1.92 亿元，同比增 16.8 8%；
- 营业规模略有下降，盈利水平有所提升。** Q3 营收同比略降，我们认为源自于光纤业务收缩和国内运营商投资，尤其传统设备采购尚未打开。综合毛利率同比提升 1.6 个 pp，到 24.78%，是近五个季度的最高水平。初步预计，Q3 通信设备规模基本持平，传输设备占比有所提升； 光纤光缆直接受到运营商大幅降价压制； 数据网络业务保持稳定。除研发费用占比明显上升，销售费用、管理费用和财务费用三项同比互有消长，但基本保持稳定，其他收益、投资收益和资产减值负债对归母净利润产生较大正影响，归母净利润同比增 16.88%。
- 直面外部压力，巩固既有优势领域。** 面对外部压力，公司强化布局，巩固优势领域： 在多地实现集采市场突破，包括中标移动室外缆集采项目、广西移动 O TN，广西电信省干 ROADM 等项目； 海外积极深耕存量市场，优化产品和区域内客户结构，突破大型跨国运营商客户； 信息化方面，持续聚焦垂直行业、网络安全、轨道交通、政法等优势细分市场，并依托客户积累，发挥品牌优势，尝试布局新行业市场； 烽火星空上半年实现净利润 1.92 亿元，网络信息安全业务稳步推进。既有优势领域得到全面巩固。
- 扩大研发投入，为后续发力作好铺垫。** 公司 Q3 研发费用 7.47 亿元，同比增长 6.96%，收入占比 12.91% 为历史新高。已完成多城市 5G 试点工作； 持续提升三超光传输的行业竞争力； 在国内实现超大容量光传输系统实验； 5G 承载方面，10G 速率 G.metro 前传设备通过联通验收； 新型 OLT、ONU 等的功能性能持续优化，满足运营商网络重构需求。U3LA 光纤顺利通过电信、联通集采测试。公司在 5G、光传输、5G 前传和固网接入、云计算和新型棒纤缆等主航道方向发力，取得的众多关键突破将为角逐 5G 市场做好了充分铺垫。
- 作为信科集团旗下光通信龙头，有望与无线业务协同，在 5G 时代实现跨越。** 邮科院和电科院合并成立信科集团，旗下涵盖完整强大的光通信产业链，也包括了无线系统设备与系统集成能力，业务上充分互补，成就了国内主设备新龙头。5G 开局，带给无线市场难得的发展机遇，本土市场更将提供重大支撑。烽火基于强大的光通信实力，积极践行“云网一体”转型战略，在云计算、大数据、信息安全、物联网等领域稳健发展，ICT 融合成效显著。作为信科集团旗下主设备龙头，有望同无线业务协同发展，甚至在总体方案中起到主导作用，助力集团在本土 5G 市场竞争中实现份额与产业地位的实质性提升。
- 盈利预测与估值：** 我们预计公司 2019 到 2021 年将实现净利润分别为 10.12 亿、12.11 亿和 14.78 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.04 和 1.26 元。维持买入评级。
- 风险提示事件：** 运营商投资不力风险，海外拓展不及预期风险，数据网络相关业务的技术和竞争风险



图表 1: 财务报表摘要

## 损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	21,056	24,235	28,217	33,439	40,466
增长率	21.3%	15.1%	16.4%	18.5%	21.0%
营业成本	-16,055	-18,599	-21,521	-25,384	-30,576
% 销售收入	76.2%	76.7%	76.3%	75.9%	75.6%
毛利	5,001	5,637	6,696	8,056	9,890
% 销售收入	23.8%	23.3%	23.7%	24.1%	24.4%
营业税金及附加	-89	-95	-127	-150	-182
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,587	-1,806	-2,173	-2,608	-3,217
% 销售收入	7.5%	7.5%	7.7%	7.8%	8.0%
管理费用	-2,225	-305	-3,047	-3,695	-4,552
% 销售收入	10.6%	1.3%	10.8%	11.1%	11.3%
息税前利润 (EBIT)	1,100	3,430	1,349	1,602	1,939
% 销售收入	5.2%	14.2%	4.8%	4.8%	4.8%
财务费用	-160	-296	-300	-310	-300
% 销售收入	0.8%	1.2%	1.1%	0.9%	0.7%
资产减值损失	278	271	270	270	300
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	54	74	64	70	60
% 税前利润	4.3%	2.1%	4.6%	4.3%	3.0%
营业利润	1,272	3,480	1,384	1,632	1,999
营业利润率	6.0%	14.4%	4.9%	4.9%	4.9%
营业外收支	-4	-1	0	0	0
税前利润	1,269	3,479	1,384	1,632	1,999
利润率	6.0%	14.4%	4.9%	4.9%	4.9%
所得税	-58	-58	-76	-90	-110
所得税率	4.6%	1.7%	5.5%	5.5%	5.5%
净利润	903	907	1,088	1,301	1,588
少数股东损益	78	63	76	90	110
归属于母公司的净利润	825	844	1,012	1,211	1,478
净利率	3.9%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	903	907	1,088	1,301	1,588
加: 折旧和摊销	522	496	485	497	510
资产减值准备	278	271	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	173	244	300	310	300
投资收益	-54	-74	-64	-70	-60
少数股东损益	78	63	76	90	110
营运资金的变动	-1,131	-769	436	-2,721	849
经营活动现金净流	336	351	2,244	-682	3,188
固定资本投资	-266	-511	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-967	-1,320	-144	-250	-229
股利分配	-379	-379	-464	-552	-671
其他	2,727	-64	-999	2,319	-1,163
筹资活动现金净流	2,349	-443	-1,463	1,767	-1,834
现金净流量	1,718	-1,412	637	836	1,125

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2017A\	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,880	4,517	5,353	5,353	6,478
应收款项	8,907	7,896	12,674	12,674	12,573
存货	9,926	16,794	14,099	14,099	22,344
其他流动资产	761	1,841	1,074	1,074	1,910
流动资产	23,474	31,047	33,201	33,201	43,304
% 总资产	80.3%	85.1%	86.3%	86.3%	89.6%
长期投资	1,177	1,098	1,131	1,131	1,143
固定资产	2,647	2,250	1,850	1,850	1,448
% 总资产	9.1%	6.2%	4.8%	4.8%	3.0%
无形资产	1,007	1,176	1,335	1,335	1,484
非流动资产	5,741	5,437	5,250	5,250	5,014
% 总资产	19.7%	14.9%	13.7%	13.7%	10.4%
资产总计	29,215	36,485	38,451	38,451	48,318
短期借款	1,480	686	1,521	1,521	652
应付款项	15,105	22,674	21,186	21,186	30,975
其他流动负债	909	773	813	813	832
流动负债	17,494	24,133	23,520	23,520	32,459
长期贷款	545	0	0	0	0
其他长期负债	436	357	389	389	394
负债	18,475	24,490	23,909	23,909	32,853
普通股股东权益	10,010	11,189	13,646	13,646	14,458
少数股东权益	730	806	896	896	1,006
负债股东权益合计	29,215	36,485	38,451	38,451	48,318

## 比率分析

	2017A\	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.72	0.87	1.04	1.04	1.26
每股净资产 (元)	8.56	9.57	11.68	11.68	12.37
每股经营现金净流 (元)	0.30	1.92	-0.58	-0.58	2.73
每股股利 (元)	0.32	0.40	0.47	0.47	0.57
回报率					
净资产收益率	8.43%	9.05%	8.87%	8.87%	10.22%
总资产收益率	3.10%	2.98%	3.38%	3.38%	3.29%
投入资本收益率	16.19%	16.44%	20.64%	20.64%	18.27%
增长率					
营业总收入增长率	15.10%	16.43%	18.51%	18.51%	21.01%
EBIT增长率	268.72%	-64.63%	22.58%	22.58%	21.17%
净利润增长率	2.29%	19.97%	19.61%	19.61%	22.04%
总资产增长率	0.31%	24.88%	5.39%	5.39%	25.66%
资产管理能力					
应收账款周转天数	108.8	97.7	101.0	101.0	102.5
存货周转天数	154.3	170.4	166.3	166.3	162.1
应付账款周转天数	99.9	97.0	98.0	98.0	98.3
固定资产周转天数	37.9	31.2	22.1	22.1	14.7
偿债能力					
净负债/股东权益	-23.21%	-38.91%	-34.09%	-34.09%	-37.67%
EBIT利息保障倍数	10.9	3.8	4.5	4.5	5.7
资产负债率	63.24%	67.13%	62.18%	62.18%	67.99%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。