



买入

40% ↑

目标价格:人民币 34.99

原目标价格:人民币 35.53

600498.CH

价格:人民币 24.93

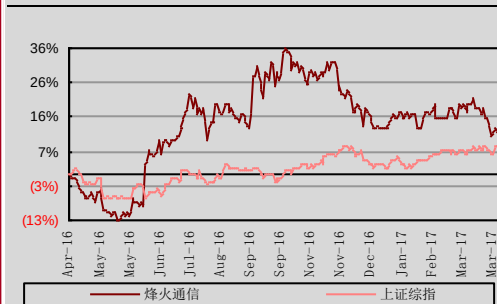
目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

本报告要点

- 全年营收与净利润显著增长, 龙头地位巩固。
- 以技术为中心积极应对挑战, 财务指标显示经营高度景气。
- 立足传统业务和自主研发, 向云网一体化战略转型。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1.9)	(5.0)	(2.4)	12.0
相对上证指数	(6.7)	(6.4)	(6.6)	2.7

发行股数(百万)	1,046
流通股(%)	96
流通股市值(人民币 百万)	25,164
3 个月日均交易额(人民币 百万)	211
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
烽火科技集团有限公司	47

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 4 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

《烽火通信: 光通信龙头持续精进, 网络安全蕴藏巨大价值》2016.7.23

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通信: 通信设备

吴友文*

(8621)20328313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*易景明为本报告重要贡献者

烽火通信

经营业绩稳健增长, 战略创新亮点突出

烽火通信发布 2016 年度报告, 报告期内公司实现营业收入 173.61 亿元, 同比增长 28.7%, 实现归属于上市公司股东的净利润 7.6 亿元, 同比增长 15.68%。我们将目标价格下调至 34.99 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 受益于宽带中国指引下的全光网推进, 全年营收与净利润显著增长, 光设备龙头地位进一步夯实。通信系统设备营收 108.4 亿元, 同比增 30.62%; 光纤与线缆营收 44.4 亿元, 同比增 16.21%, 两者毛利率均略有下滑, 但仍保持在 34% 左右水平。数据网络产品收 18.09 亿元, 同比增 16.9%, 毛利率略降但仍保持 46.56% 的高位, 综合毛利率略有降低。由于扩大市场投入, 销售费用增 17.07%; 研发投入加大, 带动管理费用增长超 16%; 融资规模扩大造成利息费用增长 28.49%。海外市场增长明显, 至 38.49 亿元, 同比增长 35.45%, 占总营收 22.25%, 但毛利下滑过 8 个百分点至 25.35%。国内市场毛利基本维持在 24% 左右水平。全面海外拓展引发的市场竞争部分压缩了盈利空间, 但公司作为光通信设备龙头的地位开始在全球范围强化。
- 以技术为中心积极应对运营商市场调整和全球 ICT 转型, 财务指标显示经营高度景气。公司费用化研发投入 16.76 亿元, 总研发投入营收比率为 10.72%, 带来雄厚积累, 专有技术与土地使用权增加, 使得无形资产增加 75.69% 达 3.36 亿元。由于加大采购力度, 经营现金流净额较去年大减 57.32%; 投资活动净现金流流入增加 9.41%; 筹资活动净现金流量较上年同期减少 259.50%, 主要是 2016 年子公司吸收少数股东投资减少和偿付利息增加所致。由于部分子公司结束两个免期, 所得税增加 28.49%。销售规模的扩大导致应收账款与库存分别增长 37.49% 和 34.1%, 达到 45.2 亿元与 99 亿元。由于采购力度加大, 应付票据与应付账款分别增长超 20% 和 22%, 达 40.5 亿元和 37.8 亿元。显示公司对未来市场与经营状况的乐观。在信息集成、服务器以及上游芯片设计上延伸投入, 长期股权投资也增长 28.21%, 达 4.63 亿元。公司以技术为核心, 在上游和业务外延上正积极部署。
- 立足传统业务和自主研发, 以开放合作、参股收购等方式灵活达成云网一体化战略。传统业务持续巩固, 在三大运营商多个集采项目中排名前二; 实现 100G、PTN、IPRAN 和 CDN 在多个省份的突破; 除协助运营商重构 ICT 基础, 更深入挖掘广电、电力等行业市场, 突破国网两条干线, 成功中标苏州、长沙地铁等重大项目, 轨道交通国内前二。子公司烽火集成获得服务大型一级企业资质。400G 产品在国内外主流运营商正式商用, 通过了 OIF 主导的 SDN 测试, 实现硅光集成技术布局; 成功开发出低水峰单模芯棒及具有自主知识产权的海底光中继器。创新业务全面突破, 进军高端服务器、存储等领域, 满足以 SDN/NFV 网络架构所需技术链条; 同时向不同行业的软件应用、大数据平台、移动信息化和网络安全等 IT 领域拓展, FitCloud 虚拟数据中心解决方案荣获中国 SDN 最佳实践奖; 楚天云业务快速上线, 成为“智慧湖北”的核心工程。公司正积极向不同信息领域拓展, 逐步从通信硬件厂商向软硬一体的 ICT 融合方案供应商转型。

评级面临的主要风险

- 运营商建设投入不达预期风险、技术与市场竞争风险。

估值

- 预计扣除烽火星空业绩后, 公司 2017-19 年全面摊薄每股收益率为 0.76 元、0.97 元和 1.22 元, 参考可比公司给予 27 倍市盈率, 该部分 2017 年估值为 216 亿元。烽火星空部分参考国内相关公司和每股 palantir 估值水平, 给予 150 亿估值。公司总估值 366 亿元, 对应 12 个月目标价 34.99 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	13,490	17,361	21,179	25,823	31,118
变动(%)	26	29	22	22	21
净利润(人民币 百万)	657	760	1,002	1,263	1,579
全面摊薄每股收益(人民币)	0.628	0.727	0.957	1.207	1.510
变动(%)	15.7	15.7	31.7	26.1	25.1
全面摊薄市盈率(倍)	39.7	34.3	26.0	20.7	16.5
价格/每股现金流量(倍)	32.0	75.0	88.5	11.6	46.5
每股现金流量(人民币)	0.78	0.33	0.28	2.14	0.54
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.6	25.9	19.2	13.9	11.2
每股股息(人民币)	0.340	0.000	0.152	0.603	0.733
股息率(%)	1.4	n.a.	0.6	2.4	2.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

营收与业绩显著增长

受益于宽带中国指引下的全光网推进，全年营收与净利润显著增长，光设备龙头地位进一步夯实。通信系统设备营收 108.4 亿元，同比增长 30.62%；光纤与线缆营收 44.4 亿元，同比增长 16.21%，两者毛利率均略有下滑，但仍保持在 34% 左右水平。数据网络产品收 18.09 亿元，同比增 16.9%，毛利率略降但仍保持 46.56% 的高位，综合毛利率略有降低。由于扩大市场投入，销售费用增 17.07%；研发投入加大，带动管理费用增长超 16%；融资规模扩大造成利息费用增长 28.49%。海外市场增长明显，至 38.49 亿元，同比增长 35.45%，占总营收 22.25%，但毛利下滑过 8 个百分点至 25.35%。国内市场毛利基本维持在 24% 左右水平。全面海外拓展引发的市场竞争部分压缩了盈利空间，但公司作为光通信设备龙头的地位开始在全球范围强化。

以技术为中心应对挑战，财务指标显示高景气

以技术为中心积极应对运营商市场调整和全球 ICT 转型，财务指标显示经营高度景气。公司费用化研发投入 16.76 亿元，总研发投入营收比率为 10.72%，带来雄厚积累，专有技术与土地使用权增加，使得无形资产增加 75.69% 达 3.36 亿元。由于加大采购力度，经营现金流净额较去年大减 57.32%；投资活动净现金流入增加 9.41%；筹资活动净现金流量较上年同期减少 259.50%，主要是 2016 年子公司吸收少数股东投资减少和偿付利息增加所致。由于部分子公司结束两个免期，所得税增加 28.49%。销售规模的扩大导致应收账款与库存分别增长 37.49% 和 34.1%，达到 45.2 亿元与 99 亿元。由于采购力度加大，应付票据与应付账款分别增长超过 20% 和 22%，达 40.5 亿元和 37.8 亿元。显示公司对未来市场与经营状况的乐观。在信息集成、服务器以及上游芯片设计上延伸投入，长期股权投资也增长 28.21%，达 4.63 亿元。公司以技术为核心，在上游和业务外延上正积极部署。

立足传统业务和自主研发，推进 ICT 融合战略

立足传统业务和自主研发，以开放合作、参股收购等方式灵活达成云网一体化战略。传统业务持续巩固，在三大运营商多个集采项目中排名前二；实现 100G、PTN、IPRAN 和 CDN 在多个省份的突破；除协助运营商重构 ICT 基础，更深入挖掘广电、电力等行业市场，突破国网两条干线，成功中标苏州、长沙地铁等重大项目，轨交通信国内前二。子公司烽火集成获得服务大型一级企业资质。400G 产品在国内外主流运营商正式商用，通过了 OIF 主导的 SDN 测试，实现硅光集成技术布局；成功开发出低水峰单模芯棒及具有自主知识产权的海底光中继器。创新业务全面突破，进军高端服务器、存储等领域，满足以 SDN/NFV 网络架构所需技术链条；同时向不同行业的软件应用、大数据平台、移动信息化和网络安全等 IT 领域拓展，FitCloud 虚拟数据中心解决方案荣获中国 SDN 最佳实践奖；楚天云业务快速上线，成为“智慧湖北”的核心工程。公司正积极向不同信息领域拓展，逐步从通信硬件厂商向软硬一体的 ICT 融合方案供应商转型。

图表 1. 财务摘要

(人民币, 百万)	2015 年度	2016 年度	同比(%)
营业收入	13,489.64	17,361.08	28.70
营业成本	9,909.05	13,143.78	32.64
毛利润	3,580.58	4,217.30	17.78
营业税金及附加	63.81	68.96	8.08
管理费用	1,651.18	1,916.79	16.09
销售费用	1,134.11	1,327.76	17.07
营业利润	538.71	614.87	14.14
资产减值	182.27	259.57	42.41
财务费用	73.55	101.31	37.73
投资收益	61.18	71.96	0.18
营业外收入	230.28	259.77	12.81
营业外支出	3.52	5.20	47.98
利润总额	765.47	869.44	13.58
所得税	58.23	74.81	28.49
少数股东损益	49.87	34.19	(31.44)
归属于母公司的净利润	657.38	760.43	15.68
基本每股收益 (元)	0.64	0.73	14.06
毛利率 (%)	26.54	24.29	
净利率 (%)	5.24	4.58	

资料来源: 公司公告, 中银证券研究部

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	13,490	17,361	21,179	25,823	31,118
销售成本	(9,973)	(13,213)	(15,965)	(19,399)	(23,140)
经营费用	(2,740)	(3,217)	(3,954)	(4,728)	(5,801)
息税折旧前利润	777	931	1,260	1,696	2,177
折旧及摊销	(228)	(287)	(356)	(497)	(622)
经营利润(息税前利润)	549	644	904	1,198	1,554
净利息收入/(费用)	(74)	(101)	(75)	(88)	(100)
其他收益/(损失)	290	327	305	319	334
税前利润	765	869	1,134	1,430	1,788
所得税	(58)	(75)	(91)	(114)	(143)
少数股东权益	(50)	(34)	(42)	(53)	(66)
净利润	657	760	1,002	1,263	1,579
核心净利润	675	782	1,020	1,281	1,599
每股收益(人民币)	0.628	0.727	0.957	1.207	1.510
核心每股收益(人民币)	0.644	0.748	0.975	1.225	1.528
每股股息(人民币)	0.340	0.000	0.152	0.603	0.733
收入增长(%)	26	29	22	22	21
息税前利润增长(%)	38	17	40	33	30
息税折旧前利润增长(%)	34	20	35	35	28
每股收益增长(%)	16	16	32	26	25
核心每股收益增长(%)	17	16	30	26	25

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	765	869	1,134	1,430	1,788
折旧与摊销	228	287	356	497	622
净利息费用	74	101	75	88	100
运营资本变动	2,568	1,762	(821)	5,017	(1,863)
税金	(8)	(41)	(91)	(114)	(143)
其他经营现金流	(2,811)	(2,631)	(359)	(4,674)	57
经营活动产生的现金流	815	348	295	2,244	562
购买固定资产净值	61	329	577	752	587
投资减少/增加	9	(30)	80	85	90
其他投资现金流	(994)	(1,136)	(1,153)	(1,505)	(1,175)
投资活动产生的现金流	(924)	(837)	(496)	(668)	(497)
净增权益	(356)	0	(159)	(631)	(767)
净增债务	(45)	349	3,348	519	2,369
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	516	(559)	(236)	(174)	(299)
融资活动产生的现金流	115	(183)	3,006	(183)	1,524
现金变动	6	(673)	2,805	1,393	1,589
期初现金	4,101	4,183	3,549	6,354	7,747
公司自由现金流	(109)	(489)	(201)	1,576	64
权益自由现金流	(81)	(39)	3,222	2,184	2,534

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	4,234	4,594	6,902	8,544	10,132
应收帐款	4,029	5,286	6,882	7,464	10,119
库存	7,384	9,902	10,125	14,753	14,613
其他流动资产	610	608	851	931	1,190
流动资产总计	16,257	20,390	24,759	31,691	36,055
固定资产	1,915	2,591	2,866	3,174	3,193
无形资产	229	558	504	451	396
其他长期资产	610	708	706	707	707
长期资产总计	2,753	3,857	4,075	4,332	4,297
总资产	19,079	24,322	28,902	36,083	40,405
应付帐款	6,454	7,840	9,489	11,550	13,569
短期债务	1,100	1,229	2,653	3,592	4,419
其他流动负债	3,563	6,695	5,848	9,514	8,587
流动负债总计	11,117	15,763	17,990	24,656	26,575
长期借款	0	350	1,853	1,670	3,194
其他长期负债	209	263	236	249	249
股本	1,047	1,046	1,046	1,046	1,046
储备	5,813	6,226	7,068	7,700	8,512
股东权益	6,860	7,272	8,115	8,747	9,559
少数股东权益	894	667	709	761	827
总负债及权益	19,079	24,322	28,902	36,083	40,405
每股帐面价值(人民币)	6.55	6.95	7.76	8.36	9.14
每股有形资产(人民币)	6.33	6.42	7.27	7.93	8.76
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.95)	(1.88)	(1.77)	(2.37)	(1.65)

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.8	5.4	6.0	6.6	7.0
息税前利润率(%)	4.1	3.7	4.3	4.6	5.0
税前利润率(%)	5.7	5.0	5.4	5.5	5.7
净利率(%)	4.9	4.4	4.7	4.9	5.1
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.3	1.4	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	7.5	6.4	12.1	13.6	15.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	39.7	34.3	26.0	20.7	16.5
核心业务市盈率(倍)	38.7	33.3	25.6	20.4	16.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	54.3	46.8	35.9	28.6	22.9
市净率(倍)	3.8	3.6	3.2	3.0	2.7
价格/现金流(倍)	32.0	75.0	88.5	11.6	46.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.6	25.9	19.2	13.9	11.2
周转率					
存货周转天数	218.6	238.8	228.9	234.0	231.6
应收帐款周转天数	111.8	97.9	104.9	101.4	103.1
应付帐款周转天数	146.6	150.3	149.3	148.7	147.3
回报率					
股息支付率(%)	54.1	0.0	15.8	50.0	48.6
净资产收益率(%)	10.1	10.8	13.0	15.0	17.3
资产收益率(%)	2.9	2.7	3.1	3.4	3.7
已运用资本收益率(%)	2.0	2.1	2.2	2.2	2.4

资料来源：公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371