

中报基本符合预期，立足光通信发展 ICT

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 实现营业收入 97.2 亿元, 同比增长 26%, 实现归母净利润 45 亿元, 同比增长 16%; 基本每股净收益为 0.43 元, 基本符合预期。
- **业绩增长稳健, 存货持续增加。** 公司 2017 上半年实现营收 97.2 亿元, 同比增长 26%, 归母净利润 45 亿元, 同比增长 16%。公司存货持续增加, 从一季度的 105 亿上升至 108 亿, 增加了 2.8%。净利率降低了 0.17 个百分点, 主要原因是财务费用增幅较大。
- **通信系统业务迅猛发展, 扩张海外市场。** 公司作为光通信领域的龙头, 随 5G 时代逐渐到来, 流量爆发式的增长推动接入网改造, 核心网骨干网升级, 烽火通信推出多个解决方案来迎接流量的快速增长和 5G 时代对通信系统设备的需求。“一带一路”战略持续推进, 海外市场不断扩大, 通信系统业务仍有较大的发展空间。
- **光纤光缆市场高度景气, 光棒产能预计增加。** 海外市场和国内市场对光纤都有大量的需求, 海外光纤价格远高于国内光纤价格, 我国运营商对光纤大量采集提升了光纤的价格。国内光棒产能有限, 光棒供给尚存在缺口。烽火通信拥有生产光棒的能力, 烽火藤仓正在扩产阶段, 在未来有望实现光棒供给的大幅增加, 光纤利润将进一步增加, 除此以外, 海缆业务有望成为公司业务一个新的增长点。
- **加速 ICT 转型进程, 打开新的增长空间。** 烽火星空在云计算、大数据分析、移动化等高科技领域的发展都处于国内领先地位。近年信息安全事件引起国家高度重视, 相关部门出台多部法律法规, 对于数据网络业务有大量的需求。烽火通信在基础平台和云计算以及行业应用软件领域都采取了一定的措施, 除了投入大量的资源以外, 采用与国际先进厂家合作的方式, 研发推出烽火服务器和存储产品, 并且在运营商和行业客户中投入应用。公司重点增强 ICT 服务能力, 积极引领公司面向智慧城市、云计算、大数据、网络安全等新方向实现拓展, 逐步向软硬一体的 ICT 综合解决方案提供商转型。
- **定增顺利过会, 增强业务竞争力。** 2017 年 6 月公司定增顺利过会, 资金主要投放融合型高速网络系统设备产业化项目、特种光纤产业化项目、海洋通信系统产业化项目、云计算和大数据项目、营销网络体系升级项目。此次定增有助于增强公司主营业务的竞争力, 将主营业务的规模推向更高一个层次, 公司加大在 400G 光模块、自主高端芯片、信息安全、海洋网络、光棒及超低损耗光纤等项目上的投入, 持续优化产品和技术布局, 推进 ICT 转型进程。
- **盈利预测与投资建议。** 公司传统业务和新兴业务都呈现快速增长的态势, 并且有较大的发展空间和潜力, 定增过会也将加速公司的规模扩张和 ICT 战略转型。预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.96 元、1.26 元、1.67 元, 对应 PE 分别为 25 倍、19 倍、14 倍, 参考可比公司平均估值水平, 给予公司 2017 年 30 倍 PE, 对应目标价 28.80 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 光通信业务拓展或不及预期, 新业务拓展或不及预期, 价格竞争加剧, 海外业务拓展或不及预期。

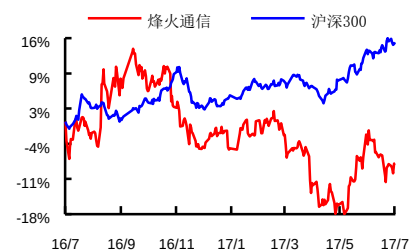
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	17361.08	21968.23	27388.04	34065.67
增长率	28.70%	26.54%	24.67%	24.38%
归属母公司净利润 (百万元)	760.43	1008.70	1318.41	1748.75
增长率	15.68%	32.65%	30.70%	32.64%
每股收益 EPS (元)	0.73	0.96	1.26	1.67
净资产收益率 ROE	10.00%	12.28%	14.63%	17.36%
PE	33	25	19	14
PB	3.13	2.90	2.65	2.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn
 联系人: 黄弘扬
 电话: 021-58351773
 邮箱: hhy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.46
流通 A 股(亿股)	10.09
52 周内股价区间(元)	21.53-30.05
总市值(亿元)	249.12
总资产(亿元)	267.46
每股净资产(元)	7.05

相关研究

1. 烽火通信 (600498): 激励行权增发临近, 股价短期调整无需担忧 (2016-12-05)

关键假设：

假设 1：公司通信系统业务份额不断提升，整体光通信市场保持高景气。2019 年 5G 开始建设，收入增速提高；

假设 2：光纤光缆价格上升，烽火藤仓扩产顺利，烽火通信自建光棒项目拓产顺利，2018 年底开始逐步释放产能；

假设 3：ICT 业务快速推进，国内信息安全市场高速增长，为数据网络业务提供驱动力；

假设 4：规模优势渐显，公司三费率逐步下降。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
通信系统						
收入	6561	8299	10840	13875	17483	22203
yoy	23.6%	26.5%	30.6%	28.0%	26.0%	27.0%
毛利率	24.0%	25.7%	23.8%	22.8%	22.5%	22.8%
光纤光缆及电缆						
收入	2742.0	3403	4447	5558	6837	8204
yoy	8.6%	24.1%	30.7%	25.0%	23.0%	20.0%
毛利率	22.2%	18.5%	16.2%	16.4%	16.4%	16.0%
数据网络产品						
收入	1184	1548	1809	2261	2781	3366
yoy	13.4%	30.8%	16.9%	25.0%	23.0%	21.0%
毛利率	52.6%	46.6%	46.6%	46.2%	46.0%	45.5%
其他业务						
收入	235	241	265	273	287	292
yoy	1.7%	2.3%	10.2%	3.0%	5.0%	2.0%
毛利率	15.4%	38.7%	26.2%	26.0%	26.0%	26.0%

数据来源：公司公告，西南证券

表 2：可比公司估值对比

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002281.SZ	光迅科技	19.02	0.63	0.86	1.14	30	22	17
002465.SZ	海格通信	11.48	0.30	0.39	0.50	38	29	23
002583.SZ	海能达	16.47	0.41	0.60	0.89	41	27	19
300369.SZ	绿盟科技	9.61	0.35	0.44	0.56	28	22	17
002491.SZ	通鼎互联	12.76	0.68	0.85	0.99	19	15	13
行业均值						31	23	18

数据来源：Wind 一致预期（收盘价日期 2017 年 7 月 28 日），西南证券整理

参考可比公司平均估值水平，给予公司 2017 年 PE 30X，对应目标价 28.80 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17361.08	21968.23	27388.04	34065.67	净利润	794.62	1054.05	1377.69	1827.37
营业成本	13143.78	16777.32	20979.10	26105.45	折旧与摊销	292.97	328.78	337.54	337.54
营业税金及附加	68.96	87.26	108.79	135.32	财务费用	101.31	172.17	170.27	201.86
销售费用	1327.76	1559.74	1862.39	2214.27	资产减值损失	259.57	270.00	300.00	330.00
管理费用	1916.79	2328.63	2848.36	3474.70	经营营运资本变动	-371.01	-1548.54	-860.17	-1444.06
财务费用	101.31	172.17	170.27	201.86	其他	-729.62	-503.48	-369.37	-431.92
资产减值损失	259.57	270.00	300.00	330.00	经营活动现金流净额	347.84	-227.01	955.95	820.79
投资收益	71.96	90.00	100.00	110.00	资本支出	-906.45	-285.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.19	0.27	0.35	其他	69.34	85.19	90.27	100.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-837.11	-199.81	90.27	100.35
营业利润	614.87	863.29	1219.40	1714.42	短期借款	128.88	-374.13	171.63	621.60
其他非经营损益	254.57	290.00	288.00	285.00	长期借款	350.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	869.44	1153.29	1507.40	1999.42	股权融资	7.60	0.00	0.00	0.00
所得税	74.81	99.24	129.71	172.05	支付股利	-355.57	-411.31	-545.60	-713.12
净利润	794.62	1054.05	1377.69	1827.37	其他	-314.37	-139.54	-130.27	-161.86
少数股东损益	34.19	45.35	59.27	78.62	筹资活动现金流净额	-183.46	-924.98	-504.24	-253.38
归属母公司股东净利润	760.43	1008.70	1318.41	1748.75	现金流量净额	-644.50	-1351.80	541.98	667.76
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3548.63	2196.82	2738.80	3406.57	成长能力				
应收和预付款项	5894.22	7601.56	9329.86	11678.11	销售收入增长率	28.70%	26.54%	24.67%	24.38%
存货	9901.89	13048.52	16490.65	20719.45	营业利润增长率	14.14%	40.40%	41.25%	40.60%
其他流动资产	1045.24	1322.62	1648.93	2050.96	净利润增长率	12.35%	32.65%	30.70%	32.64%
长期股权投资	463.89	463.89	463.89	463.89	EBITDA 增长率	19.18%	35.19%	26.61%	30.49%
投资性房地产	147.22	147.22	147.22	147.22	获利能力				
固定资产和在建工程	2591.15	2581.91	2278.92	1975.92	毛利率	24.29%	23.63%	23.40%	23.37%
无形资产和开发支出	560.26	528.06	495.86	463.66	三费率	19.27%	18.48%	17.82%	17.29%
其他非流动资产	170.00	172.66	180.31	187.96	净利率	4.58%	4.80%	5.03%	5.36%
资产总计	24322.49	28063.25	33774.44	41093.74	ROE	10.00%	12.28%	14.63%	17.36%
短期借款	1228.60	854.47	1026.10	1647.70	ROA	3.27%	3.76%	4.08%	4.45%
应付和预收款项	13735.54	16954.18	21366.21	26598.03	ROIC	10.52%	11.84%	13.34%	16.09%
长期借款	350.00	350.00	350.00	350.00	EBITDA/销售收入	5.81%	6.21%	6.31%	6.62%
其他负债	1061.55	1322.44	1617.87	1969.50	营运能力				
负债合计	16375.69	19481.09	24360.18	30565.24	总资产周转率	0.80	0.84	0.89	0.91
股本	1046.27	1046.27	1046.27	1046.27	固定资产周转率	8.93	9.27	12.50	18.04
资本公积	3071.90	3071.90	3071.90	3071.90	应收账款周转率	4.44	4.26	4.25	4.26
留存收益	3154.13	3751.52	4524.33	5559.96	存货周转率	1.39	1.36	1.34	1.34
归属母公司股东权益	7279.68	7869.69	8642.50	9678.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.08%	—	—	—
少数股东权益	667.13	712.48	771.75	850.37	资本结构				
股东权益合计	7946.80	8582.17	9414.25	10528.50	资产负债率	67.33%	69.42%	72.13%	74.38%
负债和股东权益合计	24322.49	28063.25	33774.44	41093.74	带息债务/总负债	9.64%	6.18%	5.65%	6.54%
					流动比率	1.29	1.28	1.28	1.27
					速动比率	0.67	0.59	0.58	0.57
					股利支付率	46.76%	40.78%	41.38%	40.78%
					每股指标				
					每股收益	0.73	0.96	1.26	1.67
					每股净资产	7.60	8.20	9.00	10.06
					每股经营现金	0.33	-0.22	0.91	0.78
					每股股利	0.34	0.39	0.52	0.68
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1009.14	1364.24	1727.20	2253.82					
PE	32.76	24.70	18.90	14.25					
PB	3.13	2.90	2.65	2.37					
PS	1.43	1.13	0.91	0.73					
EV/EBITDA	22.15	17.10	13.28	10.16					
股息率	1.43%	1.65%	2.19%	2.86%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn