

2017年07月31日

烽火通信 (600498.SH)

动态分析

经营质量向好，2017年H1营收同比增长26%

【事件】2017年7月29日，公司发布2017年H1业绩报告，公司实现：营业收入约97.21亿元，同比增长26.02%；归母净利润约4.50亿元，同比增长16.10%。

◆ **运营商通信市场拓展顺利，中标多个集采项目**：在中国移动2016年度普通光缆产品集中采购项目（第二批次）中标结果，烽火通信成功入围，以9.76%份额位居前五。在中国电信2017年PON设备集采中，烽火通信与中兴通讯和华为公司三家公司一起中标。

◆ **中标移动PC服务器集采，烽火超微获完美开局**：在中国移动2016-2017年PC服务器集中采购中，烽火通信作为首次参与该项目竞标的厂商，在众多强劲竞争对手中突出重围，成功中标该集采项目，显示了烽火通信在大ICT领域的实力，以及在“云网一体化”战略转型上的成果。

◆ **烽火星空净利润实现快速增长，同比增速达300%**：2017年H1，烽火星空实现净利润7161万元，同比增长300%。随着《网络安全法》的施行，信息网络安全市场空间会持续增长，这也将给烽火星空的业绩增长带来强劲的动力。

◆ **存货和资产减值指标得到改善**：在营业收入同比增长26%的情况下，存货金额仅增长了10.2%，说明公司的存货周转率得到了提高。因此，资产减值指标也得到了改善，同比出现了下降。

◆ **投资建议** 我们预测公司2017年-2019年EPS分别为1.05元、1.38元和2.06元。6个月目标价29.40元，维持买入-A评级。

◆ **风险提示**：1、政府部门对于信息安全预算支出增长不及预期会使得公司的信息安全业务收入增长不及预期；2、运营商传输网资本开支执行不及预期会使得公司通信系统和光纤光缆业务增长不及预期；3、海外运营商资本开支不及预期也会使得公司通信系统增长不及预期；4、公司存货超预期会使得资产减值损失超预期，从而存在净利润增长不及预期的风险；5、证券市场的系统性风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13,489.6	17,361.1	22,592.4	28,286.9	35,227.9
同比增长(%)	25.8%	28.7%	30.1%	25.2%	24.5%
营业利润(百万元)	538.7	614.9	980.4	1,446.5	2,241.4
同比增长(%)	13.1%	14.1%	59.5%	47.5%	55.0%
净利润(百万元)	657.4	760.4	1,095.0	1,439.8	2,150.7
同比增长(%)	21.7%	15.7%	44.0%	31.5%	49.4%
每股收益(元)	0.63	0.73	1.05	1.38	2.06
PE	37.9	32.8	22.8	17.3	11.6
PB	3.6	3.4	3.2	2.9	2.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

通信 | 通信终端及配件 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

6个月目标价 29.40元

股价(2017-07-28) 23.81元

交易数据

总市值(百万元) 24,911.76

流通市值(百万元) 24,033.36

总股本(百万股) 1,046.27

流通股本(百万股) 1,009.38

12个月价格区间 21.19/30.80元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.9	1.84	-17.3
绝对收益	-3.85	4.96	-8.1

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

分析师

朱琨
SAC 执业证书编号：S0910517050001
zhukun@huajinsc.cn
021-20655647

相关报告

烽火通信：通信系统份额持续提升，信息安全业务持续向好 2017-06-30

烽火通信：市场份额持续提升，2016年归母净利润同比增长15.68% 2017-04-18

烽火通信：经营业绩稳步增长，短期毛利率调整无需担忧 2016-10-31

烽火通信：经营业绩增长稳健，预计2016年归母净利润增长将超40% 2016-07-25

烽火通信：国内领先光通信设备厂商，净利润稳定增长 2016-06-20

内容目录

一、经营质量持续向好，2017 年 H1 营收同比增长 26%.....	3
（一）运营商通信市场拓展顺利，中标多个集采项目	3
（二）中标移动 PC 服务器集采，烽火超微获完美开局	3
（三）烽火星空净利润实现快速增长，同比增速达 300%.....	4
（四）存货和资产减值指标得到改善	4
二、流量增长与技术演进助力公司光通信设备迎来发展时机	5
三、未来 3 年净利润 CAGR 约 40%，维持买入-A 评级	5
四、风险提示	5

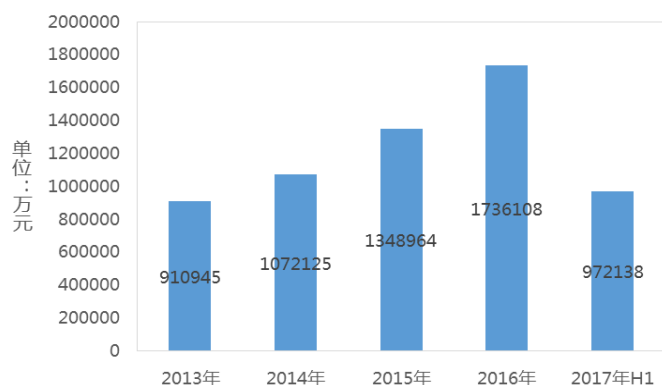
图表目录

图 1：2013 年-2017 年 H1 公司收入情况.....	3
图 2：2013 年-2017 年 H1 公司归母净利润情况.....	3
图 3：2015 年 H1-2017 年 H1 烽火星空净利润情况	4
图 4：2013 年 H1-2017 年 H1 公司存货指标情况	4
图 5：2013 年 H1-2017 年 H1 公司资产指标情况	4
表 1：中国电信 2017 年 PON 设备集采情况.....	3
表 2：同行业公司估值对比	5

一、经营质量持续向好，2017 年 H1 营收同比增长 26%

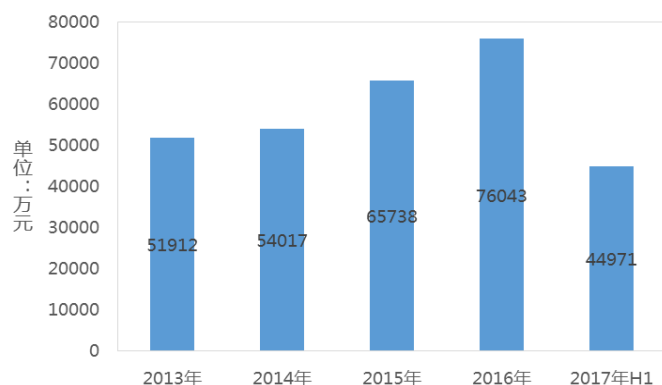
2017 年 7 月 29 日，公司发布 2017 年上半年业绩报告。2017 年 H1，公司实现：营业收入约 97.21 亿元，同比增长 26.02%；归母净利润约 4.50 亿元，同比增长 16.10%。

图 1：2013 年-2017 年 H1 公司收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2013 年-2017 年 H1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）运营商通信市场拓展顺利，中标多个集采项目

据 C114 网站新闻报道，在中国移动 2016 年度普通光缆产品集中采购项目（第二批次）中标结果，烽火通信成功入围，以 9.76% 份额位居前五。移动本次集采普通光缆需求规模为 237.96 万皮长公里，折合约 6760.50 万芯公里，合同价值近 84 亿。按份额比例计算，烽火通信本次中标约 660 万芯公里，金额约 8.2 亿人民币。

据 C114 网站新闻报道，在中国电信 2017 年 PON 设备集采中，烽火通信与中兴通讯和华为公司三家公司一起中标。据我们草根调研信息显示，烽火通信中标了上海电信千兆宽带改造项目。针对上海电信的“大容量、智能化、多业务”的网络需求，烽火通信推出了大容量分布式 OLT 新平台 AN5516 及下一代 10G PON 智能 ONT。

表 1：中国电信 2017 年 PON 设备集采情况

序号	设备名称	OLT 端口数量 (万)	ONU 端口数量 (万)
1	GPON	60	20
2	10G-EPON (高速)	45	20
3	XG-PON (高速)	4	5

资料来源：C114，华金证券研究所

（二）中标移动 PC 服务器集采，烽火超微获完美开局

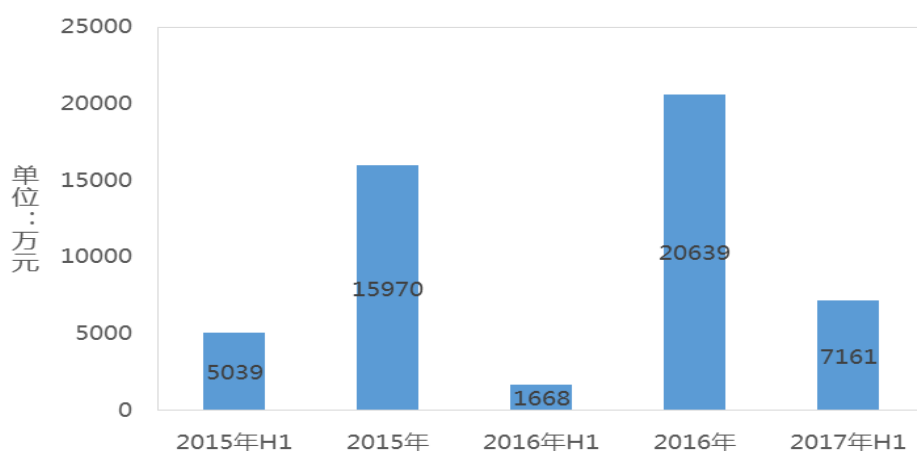
据 C114 网站新闻报道，在中国移动 2016-2017 年 PC 服务器集中采购中，烽火通信作为首次参与该项目竞标的厂商，在众多强劲竞争对手中突出重围，成功中标该集采项目。近年来，中国移动对 PC 服务器设备采购的规模逐步增大，要求也逐步增高，体现出对 PC 服务器在紧贴

业务场景和高效稳定运行等方面的高度重视能够在集采中脱颖而出，显示了烽火通信在大 ICT 领域的实力，以及在“云网一体化”战略转型上的成果。

（三）烽火星空净利润实现快速增长，同比增速达 300%

烽火星空自 2015 年完全成为烽火通信子公司后，业务发展顺利，仍然处于快速增长态势。2017 年 H1，实现净利润 7161 万元，同比增长 300%。面对严峻的网络安全威胁形势，我国信息安全工作也在快速发展，国家对信息安全重视程度达到前所未有的高度。相信随着《网络安全法》的施行，信息网络安全市场空间会持续增长，这也将给烽火星空的业绩增长带来强劲的动力。

图 3：2015 年 H1-2017 年 H1 烽火星空净利润情况

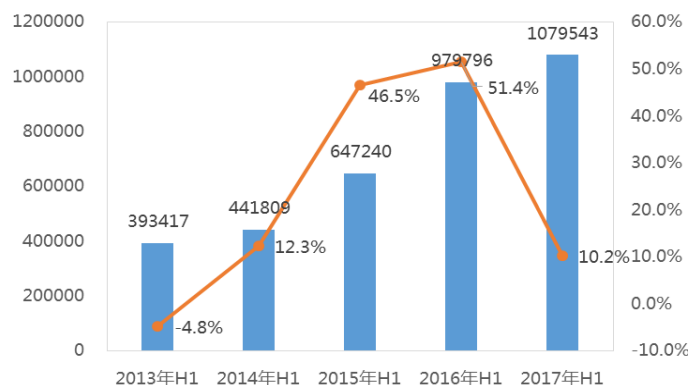


资料来源：Wind，公司定期报告，华金证券研究所

（四）存货和资产减值指标得到改善

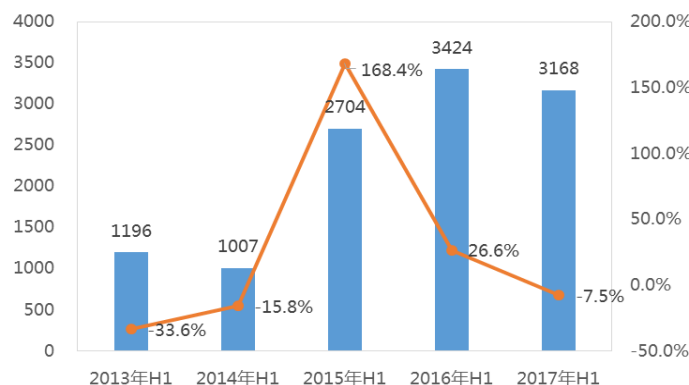
从公司发布的存货指标和资产减值指标数据来看，2017 年 H1 公司存货和资产减值指标得到改善。在营业收入同比增长 26%的情况下，存货金额仅增长了 10.2%，说明公司的存货周转率得到了提高。因此，资产减值指标也得到了改善，同比出现了下降。

图 4：2013 年 H1-2017 年 H1 公司存货指标情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：2013 年 H1-2017 年 H1 公司资产指标情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、流量增长与技术演进助力公司光通信设备迎来发展时机

根据 CISCO 数据，2016 年全球数据流量已达 96054PB/month，未来五年将保持 24% 的年均复合增速，视频、虚拟现实等重要应用流量增长快速，其中视频流量未来五年年复合增速超过 30%，至 2021 年占比将提升到 57%。数据流量的快速增长首先将使得各级网络业务负载大幅提升，城域网亟需扩容升级，并将促进 OTN 网络向接入层下沉。这将给公司的 OTN 设备出货量增长带来强劲的动力。

在“宽带中国”、“提速降费”等政策的积极推动下，宽带网络作为经济社会发展基础平台的作用日益突出；互联网视频应用快速普及，4K/8K 高清、家庭云、视频通话等高带宽业务也在不断发展。为应对激烈的市场竞争，运营商已普遍提供百兆（如 100M、200M、500M）业务，并在部分发达地区开通千兆业务作为方向引领。这将给公司的 OLT 和 ONU 设备出货量增长带来强劲的动力。

三、未来 3 年净利润 CAGR 约 40%，维持买入-A 评级

我们预测，公司 2017 年-2019 年净利润分别约为 10.9 亿元、14.3 亿元和 21.5 亿元，年均复合增速约 40%；EPS 分别为 1.05 元、1.38 元和 2.06 元。对比同行业公司估值情况，给予 2017 年 28 倍 PE，6 个月目标价 29.40 元，维持买入-A 评级。

表 2：同行业公司估值对比

		市值(亿元)	收盘价(元)	EPS		PE	
				2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
002281.SZ	光迅科技	120	19.02	0.60	0.74	32	26
600522.SH	中天科技	348	11.36	0.56	0.69	20	17
600487.SH	亨通光电	330	26.56	1.55	1.93	17	14
300394.SZ	天孚通信	44	23.57	0.70	0.91	34	26
300502.SZ	新易盛	48	20.71	0.63	0.71	33	29
300565.SZ	科信技术	30	19.06	0.50	0.61	38	31
300570.SZ	太辰光	41	17.67	0.53	0.64	34	28
300548.SZ	博创科技	37	45.19	0.98	1.25	46	36
000063.SZ	中兴通讯	932	23.25	1.02	1.09	23	21
行业平均水平				0.78	0.95	31	25
600498.SH	烽火通信	249	23.81	1.05	1.38	23	17

资料来源：Wind，截止 2017 年 7 月 28 日收盘价，华金证券研究所

四、风险提示

1、政府部门对于信息安全预算支出增长不及预期会使得公司的信息安全业务收入增长不及预期；2、运营商传输网资本开支执行不及预期会使得公司通信系统和光纤光缆业务增长不及预期；3、海外运营商资本开支不及预期也会使得公司通信系统增长不及预期；4、公司存货超预期会使得资产减值损失超预期，从而存在净利润增长不及预期的风险；5、证券市场的系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,489.6	17,361.1	22,592.4	28,286.9	35,227.9	年增长率					
减:营业成本	9,909.1	13,143.8	17,410.2	22,010.3	27,490.2	营业收入增长率	25.8%	28.7%	30.1%	25.2%	24.5%
营业税费	63.8	69.0	101.5	124.4	151.0	营业利润增长率	13.1%	14.1%	59.5%	47.5%	55.0%
销售费用	1,134.1	1,327.8	1,491.0	1,660.4	1,831.8	净利润增长率	21.7%	15.7%	44.0%	31.5%	49.4%
管理费用	1,651.2	1,916.8	2,248.1	2,539.4	2,839.4	EBITDA 增长率	31.3%	19.4%	42.8%	43.2%	46.6%
财务费用	73.6	101.3	126.2	221.4	341.5	EBIT 增长率	34.3%	17.0%	54.5%	50.7%	54.9%
资产减值损失	182.3	259.6	300.0	350.0	400.0	NOPLAT 增长率	30.6%	15.7%	56.4%	48.3%	54.9%
加:公允价值变动收益	1.9	-	0.6	-0.4	0.1	投资资本增长率	12.6%	22.3%	25.1%	18.2%	19.3%
投资和汇兑收益	61.2	72.0	64.4	65.9	67.4	净资产增长率	9.3%	2.5%	8.2%	10.1%	13.7%
营业利润	538.7	614.9	980.4	1,446.5	2,241.4	盈利能力					
加:营业外净收支	226.8	254.6	265.7	219.0	246.4	毛利率	26.5%	24.3%	22.9%	22.2%	22.0%
利润总额	765.5	869.4	1,246.1	1,665.5	2,487.8	营业利润率	4.0%	3.5%	4.3%	5.1%	6.4%
减:所得税	58.2	74.8	93.5	149.9	223.9	净利润率	4.9%	4.4%	4.8%	5.1%	6.1%
净利润	657.4	760.4	1,095.0	1,439.8	2,150.7	EBITDA/营业收入	6.2%	5.8%	6.3%	7.2%	8.5%
						EBIT/营业收入	4.5%	4.1%	4.9%	5.9%	7.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	59.4%	67.3%	70.0%	71.5%	72.9%
货币资金	4,183.0	3,548.6	4,518.5	5,657.4	7,045.6	负债权益比	146.1%	206.1%	233.3%	251.1%	268.8%
交易性金融资产	0.0	-	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.46	1.29	1.29	1.32	1.33
应收帐款	3,559.3	4,896.2	6,240.7	7,348.8	8,821.6	速动比率	0.80	0.67	0.64	0.67	0.68
应收票据	469.3	390.1	503.5	662.4	867.5	利息保障倍数	8.32	7.07	8.77	7.53	7.56
预付帐款	609.8	607.9	669.8	726.5	841.7	营运能力					
存货	7,384.1	9,901.9	12,406.4	14,386.5	17,658.9	固定资产周转天数	37	40	40	34	27
其他流动资产	51.3	1,045.2	366.9	487.8	633.3	流动营业资本周转天数	58	47	46	52	57
可供出售金融资产	48.7	49.7	47.3	48.5	48.5	流动资产周转天数	393	380	359	343	333
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	95	88	89	86	83
长期股权投资	361.8	463.9	463.9	463.9	463.9	存货周转天数	159	179	178	170	164
投资性房地产	155.7	147.2	137.2	127.2	117.2	总资产周转天数	461	450	422	394	373
固定资产	1,489.1	2,397.0	2,678.5	2,708.9	2,575.1	投资资本周转天数	112	102	98	94	90
在建工程	425.4	194.1	58.8	13.9	-	费用率					
无形资产	191.4	336.2	365.0	377.3	373.4	销售费用率	8.4%	7.6%	6.6%	5.9%	5.2%
其他非流动资产	149.5	344.3	199.1	226.2	245.8	管理费用率	12.2%	11.0%	10.0%	9.0%	8.1%
资产总额	19,078.6	24,322.5	28,655.7	33,235.3	39,692.5	财务费用率	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%
短期债务	1,099.7	1,228.6	1,935.1	3,024.1	4,293.0	三费/营业收入	21.2%	19.3%	17.1%	15.6%	14.2%
应付帐款	3,497.6	4,419.9	5,522.3	6,433.0	7,616.9	投资回报率					
应付票据	3,370.9	4,052.3	4,672.4	5,064.1	6,007.6	ROE	9.6%	10.4%	13.9%	16.6%	21.8%
其他流动负债	3,149.1	6,062.3	6,970.2	7,596.3	8,987.2	ROA	3.7%	3.3%	4.0%	4.6%	5.7%
长期借款	-	350.0	748.6	1,424.8	1,792.5	ROIC	14.3%	14.7%	18.8%	22.3%	29.2%
其他非流动负债	208.8	262.5	210.3	227.2	233.3	分红指标					
负债总额	11,326.1	16,375.7	20,058.8	23,769.5	28,930.6	DPS(元)	0.34	0.34	0.47	0.62	0.93
少数股东权益	893.9	667.1	724.8	800.5	913.7	分红比率	54.1%	46.8%	45.0%	45.0%	45.0%
股本	1,046.9	1,046.3	1,046.3	1,046.3	1,046.3	股息收益率	1.4%	1.4%	2.0%	2.6%	3.9%
留存收益	5,812.9	6,226.0	6,825.9	7,619.0	8,801.9						
股东权益	7,752.4	7,946.8	8,596.9	9,465.8	10,761.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	707.2	794.6	1,095.0	1,439.8	2,150.7	EPS(元)	0.63	0.73	1.05	1.38	2.06
加:折旧和摊销	234.5	293.0	325.1	382.2	421.6	BVPS(元)	6.56	6.96	7.52	8.28	9.41
资产减值准备	182.3	259.6	-	-	-	PE(X)	37.9	32.8	22.8	17.3	11.6
公允价值变动损失	-1.9	-	0.6	-0.4	0.1	PB(X)	3.6	3.4	3.2	2.9	2.5
财务费用	147.3	76.7	126.2	221.4	341.5	P/FCF	215.7	209.3	19.8	14.4	11.1
投资损失	-61.2	-72.0	-64.4	-65.9	-67.4	P/S	1.8	1.4	1.1	0.9	0.7
少数股东损益	49.9	34.2	57.6	75.8	113.2	EV/EBITDA	26.8	23.0	16.7	11.8	8.2
营运资金的变动	-751.1	-1,058.1	-944.2	-1,284.8	-1,746.7	CAGR(%)	28.9%	41.8%	22.3%	28.9%	41.8%
经营活动产生现金流量	815.0	347.8	595.9	768.1	1,213.0	PEG	1.3	0.8	1.0	0.6	0.3
投资活动产生现金流量	-924.0	-837.1	-423.2	-305.4	-192.5	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.8	2.2	2.9
融资活动产生现金流量	115.0	-183.5	797.1	676.2	367.8						

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇、朱琨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn