

# 烽火通信 (600498)

证券研究报告

2017年08月19日

## 定增批文终落地，ICT 综合布局提速前行

**事件：**2017年8月17日晚，公司非公开发行股票获得证监会核准批复，核准公司非公开发行不超过 0.837 亿股股份（经 2016 年年度利润分配方案之后），以不低于 21.52 元/股的发行价格，募集资金不超过 18 亿元。其中公司大股东以现金方式参与，认购比例为 10%-20%；剩余份额由投资者不低于底价竞价获得。

**点评：**1、**获批进度超预期，定增募投项目有望提速。**公司定增方案自 6 月 6 日获得证监会核准通过至 8 月 17 日获得批文，历时仅 72 天，短于市场普遍预期的 3-6 个月跨度。我们认为募集资金加速将有望加快募投项目落地，进一步加强公司 ICT 综合布局推进。

2、**5G 渐进，5G 回传网改造先行，有力提振未来两年的光设备市场。**每一代无线网络大规模建设之前的一到两年，运营商都会结构性增加有线回传网投入。5G 将在 2019 年预商用，2020 年正式全面商用，因此 2017-2018 年运营商将重点加强有线回传网的建设。公司作为拥有“棒-纤-缆-光设备”完整的全光产业链公司，将充分受益未来两年的有线光通信市场。

3、**ICT 转型进展顺利，期待新业务进入快车道。**2015 年公司通过收购网络监控龙头烽火星空 49% 股权，加大对信息安全领域布局，目前烽火星空发展继续超预期，上半年完成了 7161 万元利润，同比大增 329%；同时，公司与美国超微的合资公司烽火超威中标中移动 PC 服务器集中采购项目；此外，公司在政企云领域捷报频传，入围中央政府采购协议供货名单，范围覆盖国务院及其直属和相关单位。我们认为公司 ICT 转型进展顺利，正在进入快车道。

4、**联通混改力度之大彰显国企改革决心，武邮系的烽火也有望加速。**在联通公布的混改方案中，新引入的战略投资者持股比例达到 35.2%，并向核心员工授予约 2.7% 的限制性股票，同时，在董事会中增加 4 位民营公司的董事席位，这是央企上市公司中首次董事会层面的市场化。A 股的通信企业中，除了运营商系以外，还有武邮系、普天系、特发系、中国电子、电科院系等。武邮系旗下共有烽火通信、长江通信、光迅科技三家上市公司，我们预计为了进一步提升上市公司的竞争力，集团有可能加速旗下资产整合以及改革。

**投资建议：**我们看好公司短期内受益于电信组网结构向智能化、DC 网元化演进，以及节点下沉所带来的设备集采量的增加。中长期看好公司 ICT 产品线全面铺开，提供垂直一体化整合的解决方案，提升公司市场竞争力及其盈利能力。我们预计 17-19 年净利润 9.74 亿元，12.89 亿元和 17.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.93 元、1.23 元、1.67 元，对应市盈率分别为 29、22、16，维持“买入”评级。由于即将进入大规模的 5G 回传网改造阶段，我们预计公司的光通信产品将集中受益，上调目标价。

**风险提示：**市场竞争进一步加剧，运营商资本开支进一步下滑

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,489.64	17,361.08	21,836.76	25,357.94	31,674.60
增长率(%)	25.82	28.70	25.78	16.12	24.91
EBITDA(百万元)	840.08	1,002.92	1,450.40	1,841.70	2,483.31
净利润(百万元)	657.38	760.43	973.73	1,289.26	1,744.96
增长率(%)	21.70	15.68	28.05	32.40	35.35
EPS(元/股)	0.63	0.73	0.93	1.23	1.67
市盈率(P/E)	43.67	37.75	29.48	22.27	16.45
市净率(P/B)	4.19	3.94	3.66	3.33	2.97
市销率(P/S)	2.13	1.65	1.31	1.13	0.91
EV/EBITDA	32.70	24.68	17.58	14.31	10.08

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.44 元
目标价格	35 元
上次目标价	28 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,046.27
流通 A 股股本(百万股)	1,009.38
A 股总市值(百万元)	28,709.73
流通 A 股市值(百万元)	27,697.42
每股净资产(元)	7.05
资产负债率(%)	69.55
一年内最高/最低(元)	30.80/21.19

### 作者

**唐海清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

**容志能** 联系人  
rongzhineng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《烽火通信-半年报点评:研发&市场发力 业绩稳步增长》 2017-07-30
- 2 《烽火通信-公司点评:18 亿定增顺利过会，ICT 全面布局蓄势待发》 2017-06-16
- 3 《烽火通信-季报点评:业绩符合预期，市场份额及品牌影响力进一步提升》 2017-05-01

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,183.04	3,548.63	4,367.35	5,071.59	6,334.92
应收账款	3,559.35	4,896.16	5,562.43	5,656.32	8,357.03
预付账款	609.77	607.91	808.86	873.84	1,227.66
存货	7,384.14	9,901.89	9,578.69	13,534.69	14,769.53
其他	520.70	1,435.39	1,494.17	449.34	1,827.84
<b>流动资产合计</b>	<b>16,257.00</b>	<b>20,389.97</b>	<b>21,811.51</b>	<b>25,585.78</b>	<b>32,516.98</b>
长期股权投资	361.82	463.89	463.89	463.89	463.89
固定资产	1,489.13	2,397.01	2,610.57	2,921.49	2,895.86
在建工程	425.39	194.14	236.48	201.89	61.13
无形资产	228.84	558.08	630.50	731.01	720.56
其他	316.39	319.40	293.22	285.18	279.51
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,821.57</b>	<b>3,932.52</b>	<b>4,234.66</b>	<b>4,603.46</b>	<b>4,420.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,078.56</b>	<b>24,322.49</b>	<b>26,046.18</b>	<b>30,189.24</b>	<b>36,937.92</b>
短期借款	1,099.72	1,228.60	619.90	1,918.64	1,919.24
应付账款	3,497.59	4,419.92	5,787.18	5,939.15	8,533.81
其他	6,520.00	10,114.65	10,706.99	12,385.90	15,553.20
<b>流动负债合计</b>	<b>11,117.31</b>	<b>15,763.16</b>	<b>17,114.06</b>	<b>20,243.69</b>	<b>26,006.25</b>
长期借款	0.00	350.00	100.00	270.28	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	208.81	262.53	250.00	240.45	250.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>208.81</b>	<b>612.53</b>	<b>350.00</b>	<b>510.73</b>	<b>350.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,326.12</b>	<b>16,375.69</b>	<b>17,464.06</b>	<b>20,754.42</b>	<b>26,357.25</b>
少数股东权益	893.94	667.13	729.28	808.43	907.31
股本	1,046.92	1,046.27	1,046.27	1,046.27	1,046.27
资本公积	3,063.65	3,071.90	3,068.20	3,068.20	3,068.20
留存收益	5,812.93	6,226.03	6,806.56	7,580.12	8,627.10
其他	(3,064.99)	(3,064.53)	(3,068.20)	(3,068.20)	(3,068.20)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,752.44</b>	<b>7,946.80</b>	<b>8,582.11</b>	<b>9,434.83</b>	<b>10,580.68</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>19,078.56</b>	<b>24,322.49</b>	<b>26,046.18</b>	<b>30,189.24</b>	<b>36,937.92</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	707.25	794.62	973.73	1,289.26	1,744.96
折旧摊销	234.50	292.97	321.68	423.16	476.84
财务费用	147.32	76.67	79.10	101.92	158.60
投资损失	(61.18)	(71.96)	(60.00)	(64.38)	(65.45)
营运资金变动	(713.61)	(873.67)	1,462.86	(1,244.66)	110.32
其它	500.76	129.22	62.15	79.16	98.87
<b>经营活动现金流</b>	<b>815.04</b>	<b>347.84</b>	<b>2,839.52</b>	<b>584.45</b>	<b>2,524.16</b>
资本支出	760.37	1,340.97	662.53	809.55	289.45
长期投资	51.92	102.07	0.00	0.00	0.00
其他	(1,736.33)	(2,280.16)	(1,240.83)	(1,541.17)	(524.01)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(924.05)</b>	<b>(837.11)</b>	<b>(578.30)</b>	<b>(731.62)</b>	<b>(234.55)</b>
债权融资	1,229.59	1,578.60	719.90	2,188.92	2,019.24
股权融资	187.01	75.89	(33.41)	(45.16)	(101.84)
其他	(1,301.58)	(1,837.96)	(2,128.98)	(1,292.36)	(2,943.67)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>115.02</b>	<b>(183.46)</b>	<b>(1,442.50)</b>	<b>851.40</b>	<b>(1,026.27)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>6.01</b>	<b>(672.74)</b>	<b>818.73</b>	<b>704.23</b>	<b>1,263.33</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>13,489.64</b>	<b>17,361.08</b>	<b>21,836.76</b>	<b>25,357.94</b>	<b>31,674.60</b>
营业成本	9,909.05	13,143.78	15,938.65	18,526.51	23,147.80
营业税金及附加	63.81	68.96	109.18	124.25	142.54
营业费用	1,134.11	1,327.76	1,899.80	2,155.42	2,628.99
管理费用	1,651.18	1,916.79	2,620.41	3,017.59	3,674.25
财务费用	73.55	101.31	79.10	101.92	158.60
资产减值损失	182.27	259.57	200.00	180.00	140.00
公允价值变动收益	1.86	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	61.18	71.96	60.00	64.38	65.45
其他	(126.09)	(143.91)	(120.00)	(128.76)	(130.89)
<b>营业利润</b>	<b>538.71</b>	<b>614.87</b>	<b>1,049.62</b>	<b>1,316.61</b>	<b>1,847.86</b>
营业外收入	230.28	259.77	100.00	196.68	185.48
营业外支出	3.52	5.20	5.00	4.57	4.93
<b>利润总额</b>	<b>765.47</b>	<b>869.44</b>	<b>1,144.62</b>	<b>1,508.72</b>	<b>2,028.42</b>
所得税	58.23	74.81	108.74	140.31	184.59
<b>净利润</b>	<b>707.25</b>	<b>794.62</b>	<b>1,035.88</b>	<b>1,368.41</b>	<b>1,843.84</b>
少数股东损益	49.87	34.19	62.15	79.16	98.87
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>657.38</b>	<b>760.43</b>	<b>973.73</b>	<b>1,289.26</b>	<b>1,744.96</b>
每股收益(元)	0.63	0.73	0.93	1.23	1.67

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.82%	28.70%	25.78%	16.12%	24.91%
营业利润	13.08%	14.14%	70.71%	25.44%	40.35%
归属于母公司净利润	21.70%	15.68%	28.05%	32.40%	35.35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.54%	24.29%	27.01%	26.94%	26.92%
净利率	4.87%	4.38%	4.46%	5.08%	5.51%
ROE	9.58%	10.45%	12.40%	14.95%	18.04%
ROIC	14.32%	14.60%	18.05%	27.71%	29.09%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.37%	67.33%	67.05%	68.75%	71.36%
净负债率	38.23%	74.41%	131.07%	131.18%	127.53%
流动比率	1.46	1.29	1.27	1.26	1.25
速动比率	0.80	0.67	0.71	0.60	0.68
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.79	4.11	4.18	4.52	4.52
存货周转率	2.26	2.01	2.24	2.19	2.24
总资产周转率	0.78	0.80	0.87	0.90	0.94
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.63	0.73	0.93	1.23	1.67
每股经营现金流	0.78	0.33	2.71	0.56	2.41
每股净资产	6.56	6.96	7.51	8.24	9.25
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.67	37.75	29.48	22.27	16.45
市净率	4.19	3.94	3.66	3.33	2.97
EV/EBITDA	32.70	24.68	17.58	14.31	10.08
EV/EBIT	44.87	34.57	22.59	18.58	12.47

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com