

烽火通信(600498)

业绩基本符合预期, 5G 承载建设将带动公司持续成长

买入(维持)

2018 年 4 月 15 日

证券分析师 孙云翔

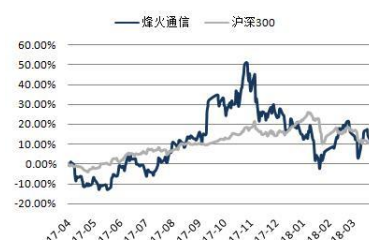
执业证号: S0600518010002

010-66573632

sunyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,056	25,867	34,440	44,804
同比(%)	21.3%	22.8%	33.1%	30.1%
净利润(百万元)	824.96	1056.90	1524.70	2040.73
同比(%)	8.5%	28.1%	44.3%	33.8%
毛利率(%)	23.8%	24.5%	24.9%	25.1%
ROE(%)	8.7%	10.5%	14.1%	17.5%
每股收益(元)	0.74	0.95	1.37	1.83
P/E	37.04	28.91	20.04	14.97
P/B	3.21	3.02	2.83	2.62

股价走势



投资要点

■ **事件:** 公司公布 2017 年年报, 2017 年实现营收 210.56 亿元, 同比增长 21.28%; 归母净利润 8.25 亿, 同比增长 8.49%; 扣非后归母净利润 7.89 亿, 同比增长 14.81%。

■ **营收保持快速增长, 逆势成长的 5G 超宽带龙头:** 1、**营收水平逆势上升:** 整个 2017 年全球电信设备市场收缩资本开支, 全球 4 大设备巨头营收增长均放缓, 其中华为运营商业务营收仅增长 2.5%, 爱立信和诺基亚营收同比下滑 10%和 3%。公司在通信设备、光纤光缆、数据网络产品多个产品线保持积极发展势头, 实现 20%以上高速增长, 进一步扩大市场份额和品牌影响力。2、**毛利率利润水平所有承压:** 公司毛利率下滑 0.48 个百分点, 归母净利润增长 8.49%, 低于营收增速, 体现公司通过研发方面的高投入和积极市场策略提升市场份额。3、**海外市场发展喜人:** 公司海外市场增长 36.31%, 增速高于国内市场 1 倍以上; 海外业务毛利率水平增加 2.47 个百分点, 继续扩大对国内业务的领先幅度, 体现公司在一带一路等海外市场布局取得显著成效。

■ **5G 承载网络建设将带动公司持续成长:** 1) 5G 基站带宽需求大幅提升, 推升了对承载网络的需求。5G 时代整个传输设备市场规模将相比于 4G 时代有较大提升, 传输设备领域内的公司将迎来新的发展机遇。2) 运营商数千亿的投资将包含较多传输/接入网络投资比例, 相当部分传输/接入网络投资将在未来 2 年释放。因此, 公司将最先受益于 5G 网络建设浪潮。

■ **从技术追赶到标准引领, 公司行业话语权稳步提升:** 公司提出引领行业技术发展, 从三个层面正在不断提升: 1、标准方面, 公司全面参与主要 ITU, IEEE, OIF 等标准化组织, 积极担任重要职位, 制定了国际标准 30 多项, 国家标准和行业标准上百项, 技术标准化地位稳步提升。2、技术研发方面, 公司费用化研发支出 19.5 亿元, 同比增长 16.26%, 居于行业领先水平, 持续提升公司技术实力。3、产品研发方面, 5G 承载方案、100G OTN 芯片、400G 光模块、SDN/NFV 产品均实现突破, 提升了公司行业地位。

市场数据

收盘价(元)	27.43
一年最低/最高价	20.89/37.84
市净率(倍)	3.21
流通 A 股市值(百万元)	27900

基础数据

每股净资产(元)	8.55
资产负债率(%)	64.55
总股本(百万股)	1018
流通 A 股(百万股)	1114

相关研究

1. 烽火通信: 5G 超宽带龙头迎来大发展的新机遇 -20180123
2. 烽火通信: 2016 年年报点评 -20170411
3. 烽火通信: 武汉光谷的长子, 光通信和大信息服务双主线发展 -20160409

- **IT 与 CT 融合发展，海外市场加速发展，公司扩展新业务发展方向：**公司服务器业务在烽火超微的开拓下实现了突破，全年营收超过 3 亿。CT 行业与 IT 行业走向全面融合，电信运营商从纯网络运营转向多业务运营和数字化运营，公司有望在 IT 领域继续扩展市场份额，开拓新的增长点。公司海外市场布局主要有两个方向，一个是海上丝绸之路，南亚、东南亚、中东、中东欧地区；另外一个方向是朝南美地区拓展业务。公司在部分单个客户已经取得突破，但在海外市场整体份额占比还比较低，还有较大的提升空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们持续看好公司在未来 5G 产业发展的核心设备供应商地位，公司增长潜力较大，产业链占据价值不断提升。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.95 元、1.37 元、1.83 元，对应 PE 为 29、20、15 倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1、运营商收入端持续承压，被迫削减建网规模或者向上游压价。2、国家对 5G、物联网等新兴领域扶持政策减弱，运营商部署 5G/NB 网络意愿减弱，进度不及预期。3、5G 标准化和产品研发进度不及预期，产品单价大幅提升，商用部署时间推迟。4、海外通信设备商技术进步和产品升级超预期，产品竞争力快速提升，导致国内厂商市场份额下降。

1. 营收保持快速增长，业绩基本符合预期

整个 2017 年全球电信设备市场收缩资本开支，全球 4 大设备巨头营收增长均放缓。

华为：2017 年业绩表现强劲，营收突破 6000 亿元，同比增长 15.7%，利润达 475 亿元，同比增长 28.1%。其中运营商业务同比增长 2.5%，华为在财报中强调，运营商业务受到市场投资周期波动影响，其中美洲区域影响较大，营收同比下滑 10.9%。

中兴通讯：2017 年实现营收 1088 亿元，同比增长 7.5%，净利润 45.7 亿元，同比增长 294%。三大块业务均取得增长，其中运营商业务营收同比增长 8.32%，增速位居四大设备商之首，国内和海外市场均稳步提升。

爱立信：2017 年爱立信实现营收约 1504 亿元，同比下降 10%；亏损约 277 亿元，原因主要是重组成本、减值、客户项目的拨备及调整。下滑是因为中国 LTE 投资缩减，以及东南亚、印度、中东和非洲等地的大型移动宽带项目提前完工导致。

诺基亚：2017 年诺基亚营收折合人民币约 1802 亿元，同比下降 3%；亏损 112 亿元，连续两年未能实现盈利。但整体实力明显增强。

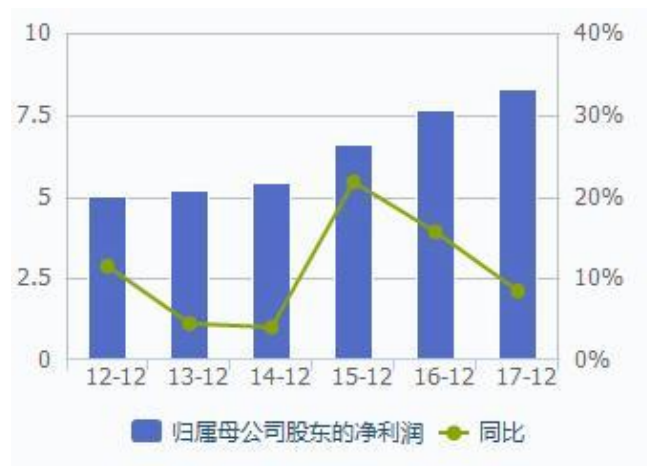
在整体市场环境处于下行周期环境下，公司在通信设备、光纤光缆、数据网络产品多个产品线保持积极发展势头，实现 20% 以上高速增长，进一步扩大市场份额和品牌影响力。其中营收 210.56 亿元，同比增长 21.28%；归母净利润 8.25 亿，同比增长 8.49%；扣非后归母净利润 7.89 亿，同比增长 14.81%。

图表 1：公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司归母净利润增速低于营收增速，主要有几方面影响：1、公司在通信设备市场规模减少的环境下采取积极的市场策略争夺市场份额，一定程度上压低了产品价格，致使毛利率下滑 0.48 个百分点；2、进入 5G 时代，公司大力提升研发力量为 5G 布局，持续提升研发方面的高投入，且研发支出保持高费用化，公司管理费用成本提升较多；3、公司融资增加提升了利息支出推升了财务费用。

2.5G 产业发展加速，将带动公司持续成长

为了满足 5G 网络高带宽需求，我们估算 5G 时代传输设备投资规模将大幅提升。

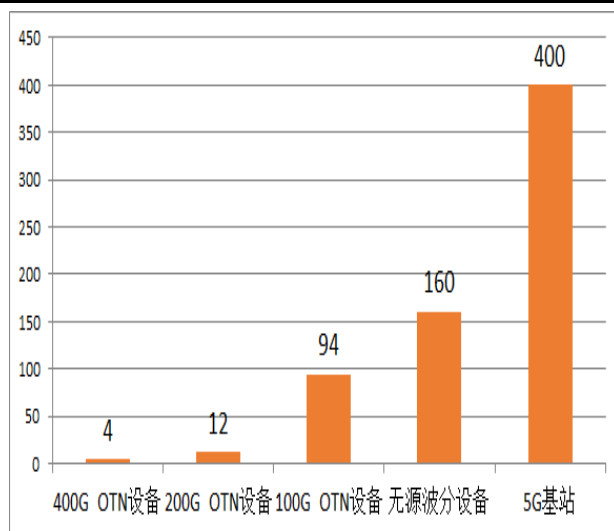
我们基于以下假设对未来光传输设备市场规模做简单估算：

1. 5G 时期的基站数量与 4G 时期基本保持一致，大约在 380 万个，到 5G 全覆盖将会达到 400 万个。

2. 网络各层的对应关系大概为：接入层收敛比 8:1，汇聚层收敛比 4:1，区域核心层收敛比 2:1。

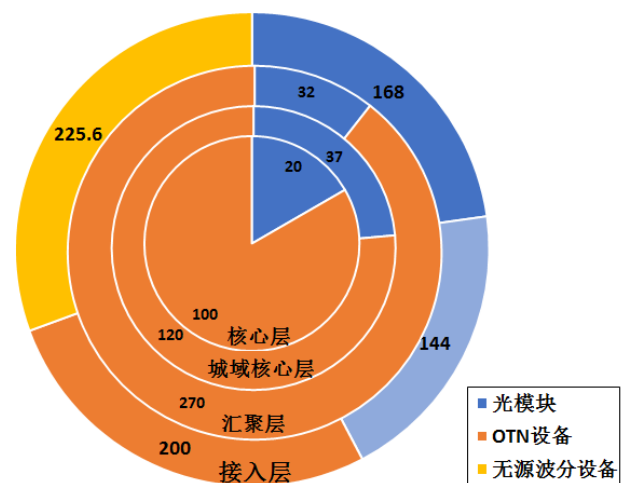
3. 前传环节 50%使用设备承载（即 200 万个基站），无源波分占比 80%，OTN 占比 20%（OTN 成本较高）；50%使用光纤承载。

图表 3：5G 传输设备需求量预测（万）



资料来源：中国电信，东吴证券研究所

图表 4：5G 传输设备投资规模预测（亿）



资料来源：中国电信，东吴证券研究所

5G 时代整个传输设备市场规模将超过 1300 亿元，相比于 4G 时代有较大提升，传输设备领域内的公司将迎来新的发展机遇。

3. 技术实力稳步提升，争夺行业话语权

产业进入 5G 时代，系统复杂的提升和产业价值链的重塑使得核心技术在电信产业中的地位从来没有如此重要。公司高度重视技术实力的发展，从三个层面正在不断提升：

1、标准方面，高度重视国际标准制定和专利的获取，参加了几乎所有有影响力的国际标准组织的工作，有十几位专家在 ITU，IEEE，OIF 等国际标准化组织担任了包括主席，报告人和编辑等重要职务，制定了国际标准 30 多项，国家标准 100 多项，行业标准 300 多项，国内外标准组织地位有所提升。

2、技术研发方面，公司费用化研发支出 19.5 亿元，同比增长 16.26%，居于行业领先水平，持续提升公司技术实力。此外，为了在光电子行业企业、科研单位的激烈竞争态势中提前布局，公司对武汉光谷信息光电子创新中心有限公司进行增资，增资金额达到 3000 万元，公司共持有 18.75% 的股权。

3、产品研发方面，5G 承载方案、100G OTN 芯片、400G 光模块、SDN/NFV 产品均实现突破，提升了公司行业地位。

图表 5: 烽火通信桑梓勤博士被推荐为 SG20 副主席和 WP2 联席主席



资料来源：讯石光通信网，东吴证券研究所

4. IT 市场和海外市场继续突破

公司在两个领域实现突破:

1、公司服务器业务在烽火超微的开拓下实现了突破，全年营收超过 3 亿。CT 行业与 IT 行业走向全面融合，电信运营商从纯网络运营转向多业务运营和数字化运营，公司有望在 IT 领域继续扩展市场份额，开拓新的增长点。

2、公司海外市场增长 36.31%，增速高于国内市场 1 倍以上；海外业务毛利率水平增加 2.47 个百分点，继续扩大对国内业务的领先幅度，体现公司在一带一路等海外市场布局取得显著成效。公司海外市场布局主要有两个方向，一个是海上丝绸之路，南亚、东南亚、中东、中东欧地区；另外一个方向是朝南美地区拓展业务。公司在部分单个客户已经取得突破，但在海外市场整体份额占比还比较低，还有较大的提升空间。

5. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 为 0.95 元、1.37 元、1.83 元，对应 PE 为 29、20、15 倍。

公司过去 3 年 PE 水平维持在 29 倍到 47 倍之间，根据预测，公司今年 PE 为 29 倍，已经处于历史估值底部。

图表 6: 烽火通信 PE-BAND



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司过去 3 年 PB 水平维持在 2.9 倍到 4.7 倍之间,根据预测,公司今年 PB 为 3 倍,也已经处于历史估值底部。

图表 7: 烽火通信 PB-BAND



资料来源：Wind，东吴证券研究所

我们维持公司评级为“买入”，主要理由包括：1.公司是未来 5G 产业发展的核心设备供应商，增长潜力较大，产业链占据价值不断提升，应享受合理的估值提升；2.公司未来 2 年受益于运营商扩大光通信网络投资，业绩增长保持加速，公司 PEG 水平在 1 以下，估值水平合理；2.公司多年来内生发展强劲，业绩增长稳定，属于板块内优质白马股，在当前市场偏好下有较高配置价值。

6. 风险提示

- 1、运营商收入端持续承压，被迫削减建网规模或者向上游压价。
- 2、国家对 5G、物联网等新兴领域扶持政策减弱，运营商部署 5G/NB 网络意愿减弱，进度不及预期。
- 3、5G 标准化和产品研发进度不及预期，产品单价大幅提升，商用部署时间推迟。

4、海外通信设备商技术进步和产品升级超预期，产品竞争力快速提升，导致国内厂商市场份额下降。

烽火通信三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	24484.2	28174.1	35871.9	45152.6	营业收入	21056.2	25867.1	34440.3	44804.5
现金	5211.9	5000.0	5100.0	5200.0	营业成本	16055.3	19518.0	25869.8	33542.3
应收款项	7113.6	8504.2	11322.8	14730.2	营业税金及附加	88.6	116.4	155.0	201.6
存货	10849.6	13368.5	17719.0	22974.1	营业费用	1586.8	2017.6	2651.9	3449.9
其他	1309.0	1301.4	1730.0	2248.2	管理费用	2278.2	2860.9	3804.5	4945.0
非流动资产	4641.2	5447.6	6049.6	6694.1	财务费用	159.8	84.2	126.0	208.9
长期股权投资	540.4	616.8	693.3	743.3	投资净收益	54.2	30.0	30.0	30.0
固定资产	2857.0	3572.5	4084.1	4665.1	其他	23.6	-84.4	-84.0	-83.5
无形资产	467.0	481.5	495.4	508.9	营业利润	965.2	1215.5	1779.2	2403.2
其他	776.8	776.8	776.8	776.8	营业外净收支	-3.7	40.0	32.0	21.0
资产总计	29125.3	33621.6	41921.5	51846.7	利润总额	961.5	1255.5	1811.2	2424.2
流动负债	17927.5	21769.3	29296.1	38249.2	所得税费用	58.1	100.4	144.9	193.9
短期借款	2174.9	2494.0	3749.8	5117.1	少数股东损益	78.5	98.2	141.6	189.6
应付账款	9006.1	11229.5	14884.0	19298.3	归属母公司净利润	825.0	1056.90	1524.70	2040.73
其他	6746.5	8045.7	10662.3	13833.8	EBIT	1100.4	1369.7	1975.2	2682.2
非流动负债	873.2	903.2	933.2	963.2	EBITDA	1609.1	1684.3	2341.8	3105.0
长期借款	500.0	500.0	500.0	500.0					
其他	373.2	403.2	433.2	463.2					
负债总计	18800.7	22672.5	30229.3	39212.5	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	797.0	836.2	892.9	968.7	每股收益(元)	0.74	0.95	1.37	1.83
归属母公司股东权益	9527.6	10112.9	10799.2	11665.5	每股净资产(元)	8.55	9.08	9.69	10.47
负债和股东权益总计	29125.3	33621.6	41921.5	51846.7	发行在外股份(百万股)	1113.9	1113.9	1113.9	1113.9
					ROIC(%)	9.6%	9.8%	12.7%	15.1%
					ROE(%)	8.7%	10.5%	14.1%	17.5%
					毛利率(%)	23.8%	24.5%	24.9%	25.1%
					EBIT Margin(%)	5.2%	5.3%	5.7%	6.0%
					销售净利率(%)	3.9%	4.1%	4.4%	4.6%
					资产负债率(%)	64.6%	67.4%	72.1%	75.6%
					收入增长率(%)	21.3%	22.8%	33.1%	30.1%
					净利润增长率(%)	8.5%	28.1%	44.3%	33.8%
现金流量表 (百万元)									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	336.0	892.0	751.2	1074.4					
投资活动现金流	-966.7	-874.9	-992.2	-1117.3					
筹资活动现金流	2348.7	-229.0	341.0	142.9					
现金净增加额	1677.7	-211.9	100.0	100.0					
企业自由现金流	-177.2	119.0	-75.1	238.2					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>