

烽火通信(600498)

营业收入增速继续领先，财务结构优化，未来 5G 业绩有望加速释放

买入(维持)

2018 年 4 月 22 日

证券分析师 孙云翔

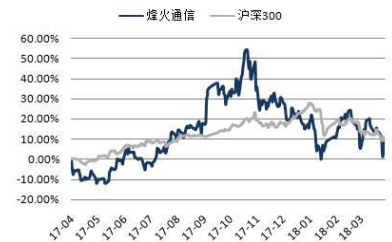
执业证号: S0600518010002

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	35.36	27.60	19.13	14.30
P/B	3.06	2.88	2.70	2.50

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司公布 2018 年一季报, 实现营收 42.48 亿元, 同比增长 20.63%; 归母净利润 1.39 亿, 同比增长 0.47%; 扣非后归母净利润 1.33 亿, 同比增长 2.56%。
- **营收优先策略力保营收持续高速增长: 1、营收增速保持领先:** 公司继续保持 20% 的高增长, 领先爱立信近 30 个百分点, 继续提升公司市场份额和行业影响力。**2、利润水平继续承压。** 公司归母净利润增速进一步下滑, 体现出公司在整体市场依然偏弱时期选择的经营策略: 1、继续将营业收入和市场份额作为优先选项, 采取积极的市场策略争夺市场份额, 对毛利率和利润水平有一定的影响; 2、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、公司继续保持高融资规模, 以应对即将到来的 5G 网络建设高峰, 提升了财务费用压力。
- **存货继续提升, 5G 网络加速部署有望释放业绩:** 公司存货资产继续提升, 至 113.19 亿元, 占 2017 年全年营收的接近一半, 在同行居于较高水平。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。因此, 公司积累下来较多的存货, 有望在近年来持续释放成为公司业务发展的推动力。
- **去杠杆效果显著, 财务结构持续优化:** 公司自 2017 年年中开始积极响应国家去杠杆的要求, 除了为 5G 进行必要的融资准备以外, 尽可能优化资产结构, 降低杠杆水平, 资产负债率呈现积极下降趋势, 基本恢复到 2015 年底的水平。公司财务结构持续优化, 有利于降低公司经营风险, 提升资金使用效率。
- **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 28、19、14 倍, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 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。5G 网络建设进度不及预期。股权激励有待审批落地, 可能影响市场预期。

市场数据

收盘价(元)	26.19
一年最低/最高价	20.89/37.84
市净率(倍)	3.02
流通 A 股市值(百万元)	27028

基础数据

每股净资产(元)	8.67
资产负债率(%)	62.49
总股本(百万股)	1114
流通 A 股(百万股)	1032

相关研究

1. 烽火通信: 业绩基本符合预期, 5G 承载建设将带动公司持续成长 -20180416
2. 烽火通信: 5G 超宽带龙头迎来大发展的新机遇 -20180123
3. 烽火通信: 2016 年年报点评 -20170411
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

1. 营收增长继续向好，利润增长放缓

2018年一季度，全球电信设备市场增长依然乏力，尤其外资厂商业绩依然疲软。爱立信公布一季报，营收42.20亿欧元，同比下滑9.19%；净亏损8316万欧元，同比有所改善。爱立信营收下滑原因包括产品竞争力下降和电信运营商资本开支向传输网络转移等，同样，诺基亚也面临类似的经营压力。

烽火通信在2018年一季度依然保持逆势上行，持续提升公司业绩水平。其中营收42.48亿元，同比增长20.63%；归母净利润1.39亿元，同比增长0.47%；扣非后归母净利润1.33亿元，同比增长2.56%。

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)



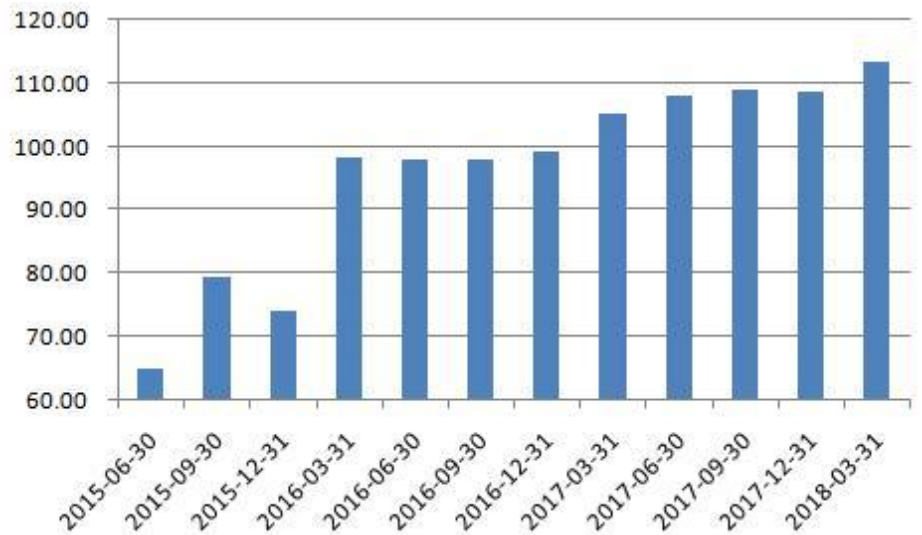
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司归母净利润增速进一步下滑，体现出公司在整体市场依然偏弱时期选择的经营策略：1、继续将营业收入和市场份额作为优先选项，采取积极的市场策略争夺市场份额，对毛利率和利润水平有一定的影响；2、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、公司继续保持高融资规模，以应对即将到来的5G网络建设高峰，提升了财务费用压力。

2. 存货资产继续提升，5G网络建设高需求将推升业绩释放

公司存货资产继续提升，至113.19亿元，占2017年全年营收的接近一半，在同行居于较高水平。在电信运营商网络建设放缓时期，过高的存货可能成为公司发展的负担，但在网络开支进入上升期时，存货有望释放推升营收和利润水平。

图表3: 烽火通信近3年存货金额



资料来源：Wind，东吴证券研究所

为了满足5G网络高带宽需求，我们估算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。因此，公司积累下来较多的存货，有望在近年来持续释放成为公司业务发展的推动力。

3. 顺应去杠杆要求，财务结构进一步优化

公司自2017年年中开始积极响应国家去杠杆的要求，除了为5G进行必要的融资准备以外，尽可能优化资产结构，降低杠杆水平，资产负债率呈现积极下降趋势，基本恢复到2015年底的水平。

图表4：烽火通信近1年资产负债情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司财务结构持续优化，有利于降低公司经营风险，提升资金使用效率。

4. 继续高度重视研发，掌控 5G 核心技术

电信设备商在 5G 时代面临两个重要的技术方面挑战：一是产业进入 5G 时代，系统复杂快速提升和产业价值链产生重塑，使得核心技术在电信产业中的地位从来没有如此重要。二是中美贸易摩擦加剧，上游核心技术被外国公司掌控将使我国公司在产品研发和交付中面临较大被动。

因此，烽火通信持续提升研发力量，增加研发投入，自 2017 年公司费用化研发支出保持 16.26% 增长以来，2018 年一季度公司继续保持研发投入快速增加。包含研发支出的管理费用增长 23.68%，继续体现公司在研发方面的持续投入。此外，公司在通信技术标准和新产品研发方面也继续保持对四大厂商的追赶。

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 28、19、14 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 28 倍，已经处于历史估值底部。

图表 5: 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 2.9 倍，也已经处于历史估值底部。

图表 6: 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、5G网络建设进度不及预期。
- 3、股权激励有待审批落地，可能影响市场预期。

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	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	18800.7	22672.5	30229.3	39212.5	每股收益(元)	0.74	0.95	1.37	1.83
少数股东权益	797.0	836.2	892.9	968.7	每股净资产(元)	8.55	9.08	9.69	10.47
归属母公司股东权益	9527.6	10112.9	10799.2	11665.5	发行在外股份(百万股)	1113.9	1113.9	1113.9	1113.9
负债和股东权益总计	29125.3	33621.6	41921.5	51846.7	ROIC(%)	9.6%	9.8%	12.7%	15.1%
					ROE(%)	8.7%	10.5%	14.1%	17.5%
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	23.8%	24.5%	24.9%	25.1%
经营活动现金流	336.0	892.0	751.2	1074.4	EBIT Margin(%)	5.2%	5.3%	5.7%	6.0%
投资活动现金流	-966.7	-874.9	-992.2	-1117.3	销售净利率(%)	3.9%	4.1%	4.4%	4.6%
筹资活动现金流	2348.7	-229.0	341.0	142.9	资产负债率(%)	64.6%	67.4%	72.1%	75.6%
现金净增加额	1677.7	-211.9	100.0	100.0	收入增长率(%)	21.3%	22.8%	33.1%	30.1%
企业自由现金流	-177.2	119.0	-75.1	238.2	净利润增长率(%)	8.5%	28.1%	44.3%	33.8%

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>