

烽火通信 (600498)

业绩增长稳健，开启 5G 大周期的新起点 买入（维持）

2018 年 08 月 19 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	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%
归母净利润（百万元）	825	1,057	1,355	1,721
同比（%）	8.5%	28.1%	28.2%	27.0%
每股收益（元/股）	0.74	0.95	1.22	1.54
P/E（倍）	42.51	33.18	25.89	20.38

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年中报, 2018 年上半年实现营业收入人民币 111.94 亿元, 同比增长 15.14%; 实现净利润 4.67 亿元, 同比增长 3.87%, 每股收益为 0.42 元。
- **公司业绩增长稳健:** 过去五年, 公司的营业总收入稳步上升, 增长率始终保持较高水平。上半年受中美贸易战、中兴禁运事件影响, 通信行业整体承压, 在此环境下公司营业收入增长仍保持稳健, 预计 2018 年下半年随着 5G 商用的临近, 公司业绩增长也会进一步提升。
- **国际市场不断突破, 看好未来增长潜力:** 公司在国际市场聚焦投入, 产品市场布局的均衡性有所提升, 新客户突破取得进展。自 2014 以来, 公司国际市场营收占比稳步增长, 显示了公司国际化战略的坚定决心和良好成效。公司已在全球构建了完备的销售与服务体系, 形成 11 个大片区服务中心、57 个本地服务中心, 覆盖 90 多个国家和地区, 通过全球快速反应服务体系, 提供全球化、集中化、智能化、ICT 一体化服务。预计未来公司国际业务占比将进一步提升, 继续向国际化 ICT 公司转身。
- **坚定投入 5G, 持续稳固核心通信设备商地位:** 通信产业进入 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愈发重要。公司高度重视技术实力的发展, 每年将收入的 10% 以上用于研究和开发核心和前瞻技术, 持续保持在高端、关键核心技术方面的研发力度。2018 年上半年研发支出同比增加 14.54%, 继续加大研发力度, 增加研发投入。公司在 5G、智慧城市等战略方向上坚定投入: 推出了面向 5G 的 FitHaul 全新承载解决方案, 完成了超宽接入、网络重构、家庭组网、智慧物联四个方面的前瞻性技术储备。
- **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、1.22 元、1.54 元, 对应 PE 为 33、26、20 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.48
一年最低/最高价	21.61/37.40
市净率(倍)	3.65
流通 A 股市值(百万元)	32492.92

基础数据

每股净资产(元)	8.63
资产负债率(%)	63.76
总股本(百万股)	1113.94
流通 A 股(百万股)	1032.18

相关研究

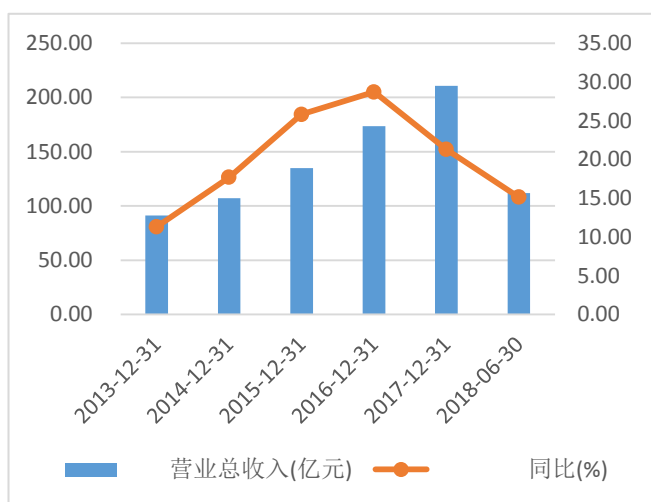
- 1、《烽火通信 (600498): 烽火通信系列深度报告之二: 5G 承载大潮将至, 光网络设备持续领先》2018-07-16
- 2、《烽火通信 (600498): 集团重组与股权激励双获批, 5G 时代业务发展进入快车道》2018-06-28
- 3、《烽火通信: 营业收入增速继续领先, 财务结构优化, 未来 5G 业绩有望加速释放》2018-04-22

1. 公司业绩增长稳健。

公司 2018 年上半年实现营业收入人民币 111.94 亿元，同比增长 15.14%；实现净利润 4.67 亿元，同比增长 3.87%，经营活动现金净流量-34.77 亿元，同比减少 39.25%。

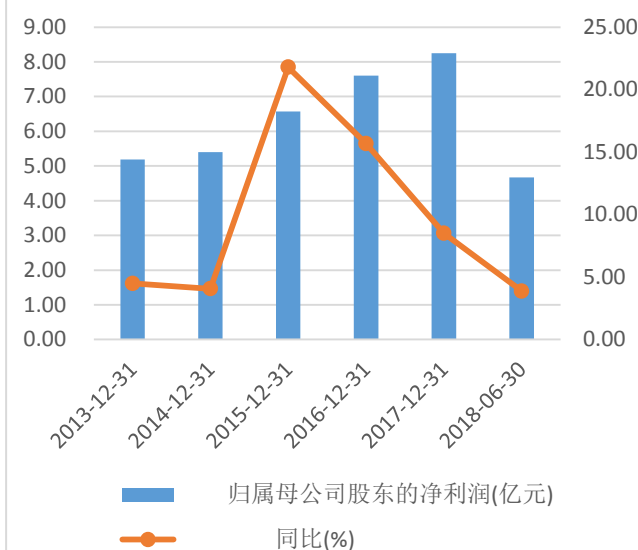
过去五年，公司的营业总收入稳步上升，增长率始终保持较高水平。上半年受中美贸易战、中兴禁运事件影响，通信行业整体承压，在此环境下公司营业收入增长仍保持稳健，预计 2018 年下半年随着 5G 商用的临近，公司业绩增长也会进一步提升。

图 1：营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

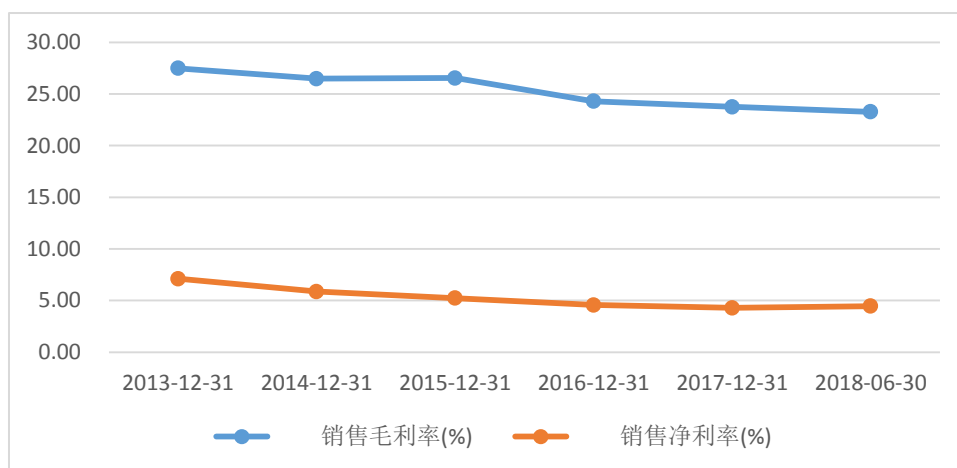
图 2：归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司营业成本比上年同期增长 15.27%，毛利水平略低于上年同期，盈利能力保持稳定。公司经营活动产生的现金流量净额较上年减少较多，主要是公司上半年加大采购力度。

图 3：销售毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

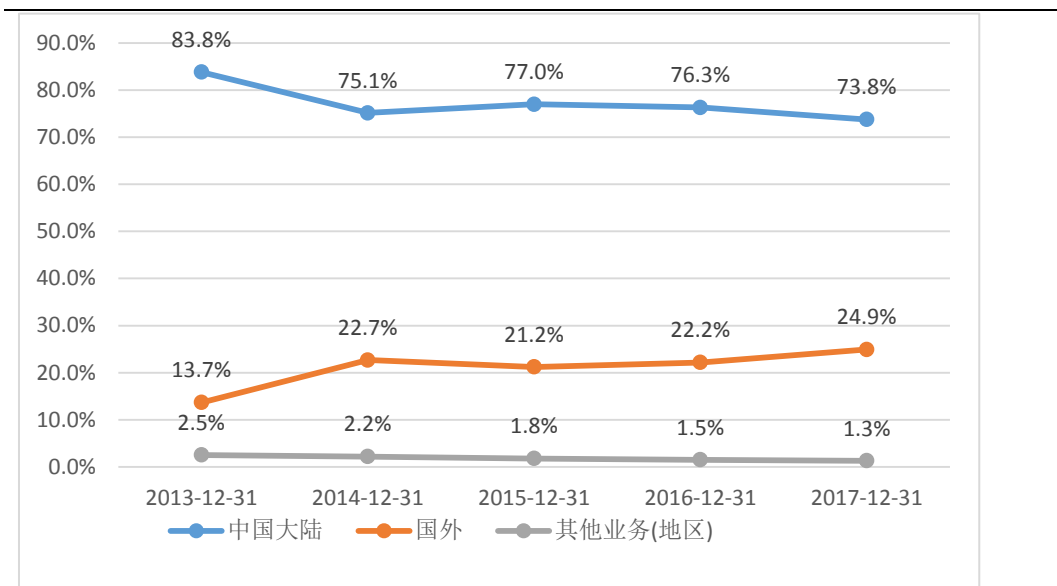
2. 国际市场不断突破，看好未来增长潜力

公司在国际市场聚焦投入，产品市场布局的均衡性有所提升，新客户突破取得进展。自 2014 以来，公司国际市场营收占比稳步增长，显示了公司国际化战略的坚定决心和良好成效。公司已在全球构建了完备的销售与服务体系，形成 11 个大片区服务中心、57 个本地服务中心，覆盖 90 多个国家和地区，通过全球快速反应服务体系，提供全球化、集中化、智能化、ICT 一体化服务。预计未来公司国际业务占比将进一步提升，继续向国际化 ICT 公司转身。

国内运营商市场，顺应转型需要，在 ICT 转型的框架内推进光传输领域和 ICT 新领域业务协同发展，成功布局 400G 光传输系统，中标中国电信 100G OTN 设备集采；服务器领域的市场地位有所提升。

公司推出一系列综合解决方案并取得了应用，政法云、城轨云、智能化建筑业务行业地位逐渐稳固，轨道行业保持区域性传统优势的同时，在新的区域市场取得进展；在充分发挥自身数据领域优势的同时，结合公司全产品解决方案，行业客户的拓展取得一定成效。

图 4：各地区营业收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 坚定投入 5G，持续稳固核心通信设备商地位

通信产业进入 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愈发重要。公司高度重视技术实力的发展，每年将收入的 10% 以上用于研究和开发核心和前瞻技术，持续保持在高端、关键核心技术方面的研发力度。2018 年上半年研发支出同比增加 14.54%，继续加大研发力度，增加研发投入。公司在 5G、智慧城市等战略方向上坚定投入：推出了面向 5G 的 FitHaul 全新承载解决方案，完成了超宽接入、网络重构、家庭组网、智慧物联四个方面的前瞻性技术储备。

公司自研的 SPN FlexE/SE 技术、网络云化技术、高速 WDM-PON 技术、家庭网关虚拟化等新技术进一步提升公司核心竞争力；U3LA 超低损大有效面积光纤较常规光纤的传输性能有所提升，并能延长 400G 系统的传输距离，同时满足国内运营商和行业网未来 5G 时代对于大容量数据传输的要求；专利申请进一步积累，国家企业技术中心评价结果位居全国前十，同时荣获国家“光通信设备智能制造试点示范”称号。

公司承担了“新型超大容量全光交换网络构架及关键技术”、“超高速超大容量超长距离光纤传输”等多个国家 863、973 项目，主导智慧城市系列国际标准制定，申请专利超过 4000 项，努力为运营商客户、企业客户和消费者提供有竞争力的 ICT 整体解决方案、优质产品和完备服务。

4. 盈利预测及投资建议

5G 产业迎来“技术标准+频率划分+产业联盟”催化，中长期成长逻辑进一步夯实，预期 2019 年开始 5G 传输网络的规模投资将逐步开展，烽火通信作为 5G 传输设备核心供应商，将大幅收益。

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、1.22 元、1.54 元,对应 PE 为 33、26、20 倍,给予“买入”评级。

5. 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)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	24484	28174	35897	45252	营业收入	21056	25867	34440	44804
现金	5212	5000	5100	5200	减:营业成本	16055	19518	25907	33688
应收账款	7114	8504	11323	14730	营业税金及附加	89	116	155	202
存货	10850	13368	17745	23074	营业费用	1587	2018	2686	3495
其他流动资产	1309	1301	1730	2248	管理费用	2278	2861	3873	5035
非流动资产	4641	5448	6000	6542	财务费用	160	84	125	208
长期股权投资	540	617	693	743	资产减值损失	-68	130	180	230
固定资产	2857	3572	4034	4513	加:投资净收益	54	30	30	30
在建工程	396	329	339	372	其他收益	-45	46	46	47
无形资产	467	481	495	509	营业利润	965	1216	1589	2024
其他非流动资产	381	448	438	405	加:营业外净收支	-4	40	20	20
资产总计	29125	33622	41897	51794	利润总额	962	1256	1609	2044
流动负债	17927	21769	29346	38411	减:所得税费用	58	100	129	164
短期借款	2175	2494	3732	5102	少数股东损益	78	98	126	160
应付账款	9006	11230	14905	19382	归属母公司净利润	825	1057	1355	1721
其他流动负债	6747	8046	10709	13926	EBIT	1100	1370	1835	2402
非流动负债	873	903	933	963	EBITDA	1609	1684	2201	2825
长期借款	500	500	500	500					
其他非流动负债	373	403	433	463					
负债合计	18801	22673	30279	39374	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	797	836	887	951	每股收益(元)	0.74	0.95	1.22	1.54
					每股净资产(元)	8.55	9.08	9.63	10.30
归属母公司股东权益	9528	10113	10731	11469	发行在外股份(百万股)	1114	1114	1114	1114
负债和股东权益	29125	33622	41897	51794	ROIC(%)	9.6%	9.8%	11.9%	13.6%
					ROE(%)	8.7%	10.5%	12.6%	15.0%
					毛利率(%)	23.8%	24.5%	24.8%	24.8%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	4.3%	4.5%	4.3%	4.2%
经营活动现金流	336	892	667	877	资产负债率(%)	64.6%	67.4%	72.3%	76.0%
投资活动现金流	-967	-875	-992	-1115	收入增长率(%)	21.3%	22.8%	33.1%	30.1%
筹资活动现金流	2349	-229	425	338	净利润增长率(%)	8.5%	28.1%	28.2%	27.0%
现金净增加额	1678	-212	100	100	P/E	42.51	33.18	25.89	20.38
折旧和摊销	509	315	367	423	P/B	3.68	3.47	3.27	3.06
资本开支	-462	-837	-962	-1085	EV/EBITDA	33.48	34.28	29.69	26.35
营运资本变动	-1320	-619	-1254	-1531					

数据来源: 贝格数据, 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>