

烽火通信 (600498)

烽火通信：业绩向好，研发加码，业内领先优势继续保持

买入（维持）

2019 年 04 月 26 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

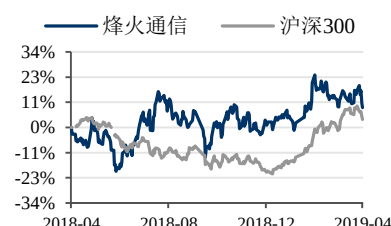
houb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,235	29,923	37,217	46,700
同比（%）	15.1%	23.5%	24.4%	25.5%
归母净利润（百万元）	844	1,040	1,332	1,715
同比（%）	2.3%	23.3%	28.1%	28.7%
每股收益（元/股）	0.72	0.89	1.14	1.47
P/E（倍）	41.96	34.04	26.58	20.65

投资要点

- **事件：**2018 年度，烽火通信实现营业收入 242.35 亿元，同比增速为 15.10%，归母净利润为 8.44 亿元，同比增速为 2.29%，实现基本每股收益为 0.76 元。
- **营业收入稳健增长，归母净利润稳中有进：**总收入中通信系统设备及线缆类产品分别占到 61.77%和 26.65%，其中通信系统设备销售收入 149.70 亿元，同比增长 13.45%；光纤及线缆销售收入 64.58 亿元，同比增长 18.35%；数据网络产品实现销售收入 25.32 亿元，同比增长 19.05%。归母净利润保持稳中有进的向好趋势。
- **研发支出力度持续加大，核心竞争优势继续保持：**2018 年研发支出为 25.40 亿元，较去年同比增加 18.76%，烽火通信每年将收入的 10%用于研究和开发企业独有的核心技术，产品和方案研发人员超过 35%，科研成果转化率保持在 90%以上，烽火通信继续保持在高端核心技术方面的研发力度，持续优化产品和技术布局，推动纵向产业链整合，确保产品竞争力不断提升。
- **5G 渐行渐近，应用场景落地激发更多需求：**5G 新的应用场景对传送网的带宽、时延、可靠性等技术指标提出新的要求，因此 5G 时代对承载网络、光通信设备、光纤光缆等网络基础设施等产生新的需求。烽火通信技术研究的前瞻性，使其核心竞争优势持续保持，解决方案领先，目前烽火通信的 5G 解决方案已经覆盖 SPN, WDM-PON, OTN, SDN, 网络运维等关键领域。
- **盈利预测与投资评级：**我们持续看好烽火通信业务，我们预计 2019 年-2021 年营业收入分别为 299.23 亿元、372.17 亿元及 467.00 亿元，归母净利润分别为 10.40 亿元、13.32 亿元及 17.15 亿元，EPS 分别为 0.89 元、1.14 元及 1.47 元，对应的估值分别为 34/27/21X，我们给予“买入”评级。
- **风险提示：**5G 部署进程不及预期；网络建设进度不及预期；产品研发进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.30
一年最低/最高价	21.86/35.68
市净率(倍)	3.54
流通 A 股市值(百万元)	33401.95

基础数据

每股净资产(元)	8.56
资产负债率(%)	63.24
总股本(百万股)	1168.70
流通 A 股(百万股)	1097.92

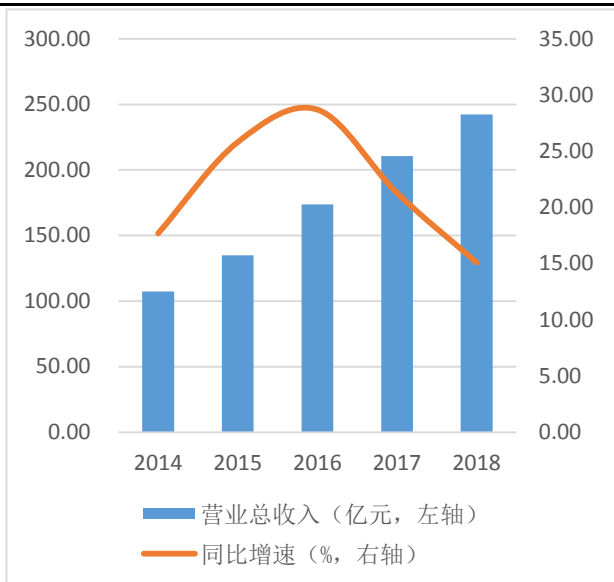
相关研究

- 1、《烽火通信 (600498)：可转债预案显示信心，蓄力布局 5G 及网信安全》2018-10-31
- 2、《烽火通信 (600498)：低调务实，5G 时代再进阶》2018-10-25
- 3、《烽火通信 (600498)：三季度业绩稳健发展，5G 布局态势领先》2018-10-21

1. 营业收入稳健增长，归母净利润稳中有进

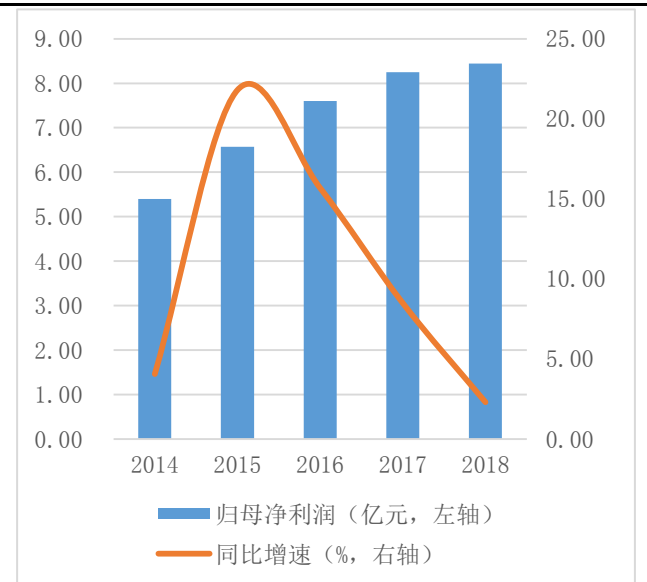
2018 年度，烽火通信实现营业收入 242.35 亿元，同比增速为 15.10%，归母净利润为 8.44 亿元，同比增速为 2.29%，实现基本每股收益为 0.76 元。

图 1：烽火通信营业收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

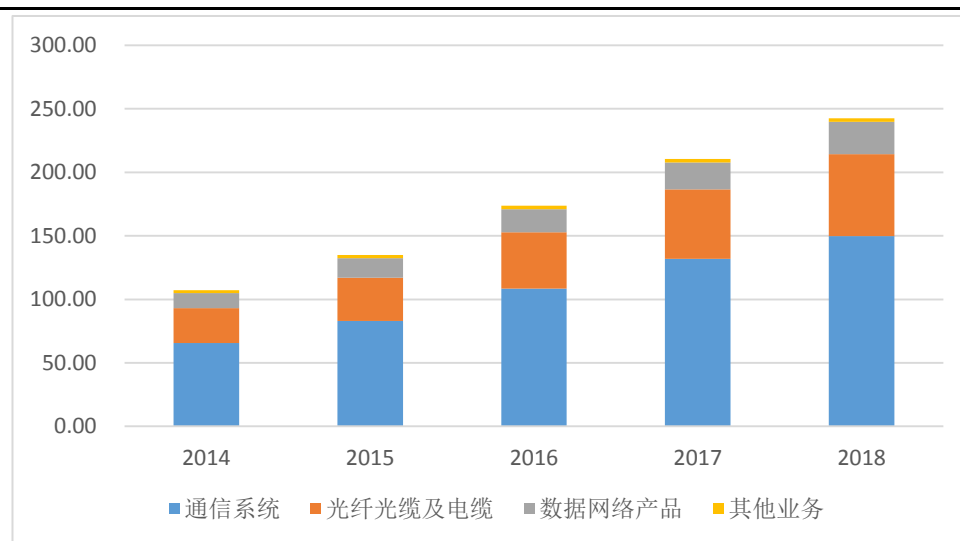
图 2：烽火通信归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

营业收入稳健增加，总收入中通信系统设备及线缆类产品分别占到 61.77%和 26.65%，其中通信系统设备销售收入 149.70 亿元，同比增长 13.45%；光纤及线缆销售收入 64.58 亿元，同比增长 18.35%；数据网络产品实现销售收入 25.32 亿元，同比增长 19.05%。

图 3：烽火通信营业收入结构（亿元）

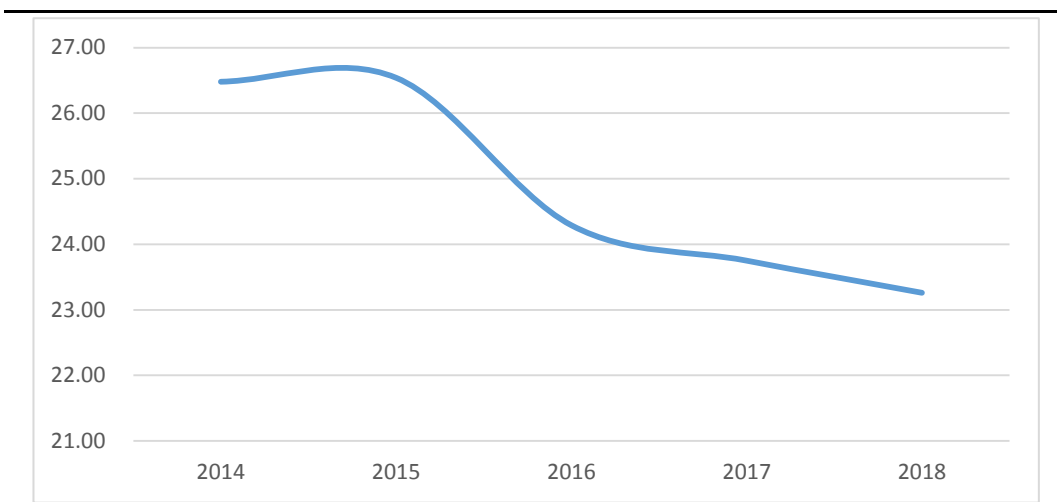


数据来源：wind，东吴证券研究所

归母净利润稳中有进，但增速明显慢于营业收入增速，主要原因为：

1、2018 年烽火通信营业成本同比增加 15.84%，略微超过营收增速，因此烽火通信毛利率略低于去年同期。

图 4：烽火通信近 5 年毛利率（%）

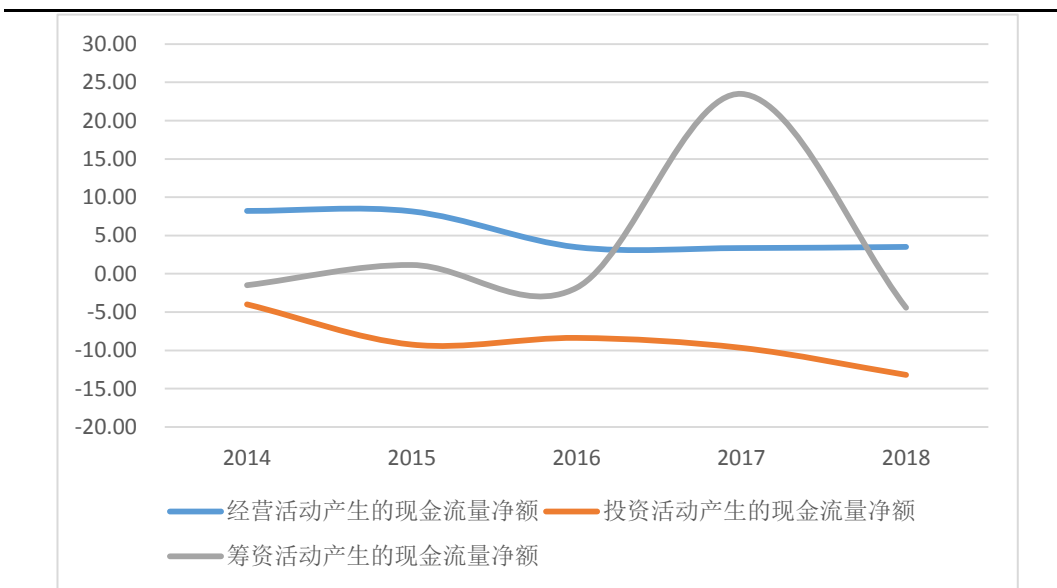


数据来源：wind，东吴证券研究所

2、随着收入规模的增长市场投入适当增加，销售费用及管理费用增加，其中销售费用为 18.06 亿元，较去年同比增长 13.82%，管理费用为 3.05 亿元，较去年（不含研发费用）同比增长 10.31%，财务费用为 2.96 亿元，较去年同比增长 85.08%，主要为短期借款的利息支出。

报告期内，实现经营活动现金流量净额为 3.51 亿元，较去年同比增长 4.5%，投资活动现金净流量较上年同期有所降低，较去年同比下降 36.53%，筹资活动产生的现金流量较上年同期降低较大，主要是 2017 年非公开发行筹集募集资金所致。

图 5：烽火通信现金流情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

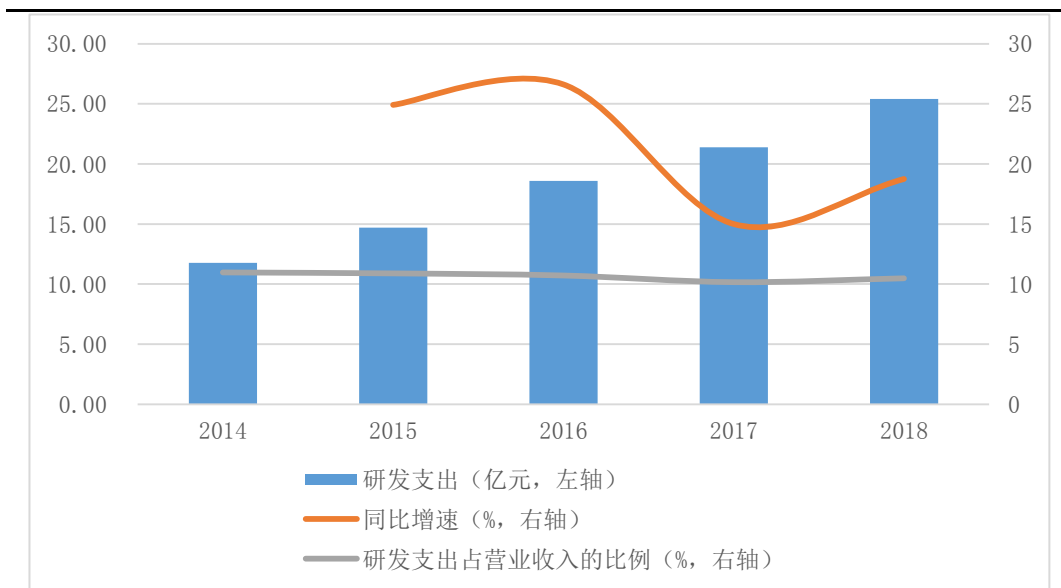
随着烽火通信销售规模的不断扩大，应收账款大幅增加，报告期内应收账款期末余

额为 77.32 亿元，较去年同期同比增加 33.24%。同时采购规模的扩大使得本期应付账款与应付票据分别实现同比增长 11.78% 和 4.72%。

2. 研发支出力度持续加大，核心竞争优势继续保持

2018 年，研发支出为 25.40 亿元，较去年同比增加 18.76%，其中费用化研发支出为 22.96 亿元，同比增长 17.81%。报告期内烽火通信继续保持在高端核心技术方面的研发力度，持续优化产品和技术布局，推动纵向产业链整合，确保产品竞争力不断提升。

图 6：研发支出情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

烽火通信每年将收入的 10% 用于研究和开发企业独有的核心技术，产品和方案研发人员超过 35%，科研成果转化率保持在 90% 以上。

表 1：2018 年研发情况

费用化研发投入 (亿元)	22.96
资本化研发投入 (亿元)	2.45
研发投入合计 (亿元)	25.4
研发人员的数量 (人)	6298
研发人员占公司总人数的比例 (%)	41.86

数据来源：烽火通信年报，东吴证券研究所

3. 5G 渐行渐近，带来光通信新需求

万物互联的 5G 新时代也渐行渐近，人们期待已久的虚拟现实、物联网、自动驾驶等都有可能变成现实，也将支撑远程医疗、车联网、大数据、云计算、智能家居、无人机等多个行业的快速发展，新的应用场景对传送网的带宽、时延、可靠性等技术指标提出了更高的要求，需要高带宽和低时延、高安全性和低功耗、高可靠性和深度覆盖的承

载网络来支撑，对光通信设备、光纤光缆等网络基础设施提出了更高的要求，而且要求有相应的整体解决方案来支撑。

面对 5G 时代的来临，烽火通信较早就启动 5G 承载网技术的研究，主要进展有：发布 FitHaul 的 5G 承载网方案，聚焦开放的网络生态、灵活敏捷的业务调度以及高效智能的运维管理，为客户带来“网随云动，云网融合”的体验；通过权威机构的组网测试；发布自主研发的 1.2T 单槽位设备等。

目前烽火通信的 5G 解决方案覆盖 SPN, WDM-PON, OTN, SDN, 网络运维等关键领域。在智慧政务、轨道交通、智能建筑等领域，烽火通信也与众多合作伙伴一起，从丰富云产品、专业云服务、数字化解决方案三个维度，为政企数字化转型和未来发展提供持续助力。

4. 盈利预测与评级

我们持续看好烽火通信业务，我们预计 2019 年-2021 年营业收入分别为 299.23 亿元、372.17 亿元及 467.00 亿元，归母净利润分别为 10.40 亿元、13.32 亿元及 17.15 亿元，EPS 分别为 0.89 元、1.14 元及 1.47 元，对应的估值分别为 34/27/21X，我们给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、5G 部署进程不及预期。
- 2、网络建设进度不及预期。
- 3、产品研发进度不及预期。

烽火通信三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	23474	31844	38251	46721	营业收入	24235	29923	37217	46700
现金	3880	5000	5100	5200	减: 营业成本	18599	22634	27807	34784
应收账款	8387	9838	12236	15354	营业税金及附加	95	135	167	210
存货	9926	15502	19046	23825	营业费用	1806	2349	2873	3605
其他	1282	1504	1869	2343	管理费用	347	3454	4526	5678
非流动资产	5741	6704	7422	7943	财务费用	296	108	183	259
长期股权投资	803	1065	1327	1377	资产减值损失	-55	130	180	230
固定资产	2647	4061	4509	4972	加: 投资净收益	74	30	30	30
在建工程	720	426	368	380	其他收益	-2256	52	52	53
无形资产	667	674	682	689	营业利润	966	1196	1563	2017
其他	904	478	536	524	加: 营业外净收支	-1	40	20	20
资产总计	29215	38549	45673	54664	利润总额	965	1236	1583	2037
流动负债	17494	25995	32245	40406	减: 所得税费用	58	99	127	163
短期借款	1480	3596	4635	5859	少数股东损益	63	97	124	159
应付账款	9775	13022	15999	20013	归属母公司净利润	844	1040	1332	1715
其他	6239	9377	11611	14535	EBIT	3430	1374	1866	2446
非流动负债	981	1011	1041	1071	EBITDA	3913	1720	2272	2912
长期借款	545	545	545	545	重要财务与估值指标				
其他	436	466	496	526	每股收益 (元)	0.72	0.89	1.14	1.47
负债合计	18475	27006	33286	41477	每股净资产 (元)	8.56	9.22	9.90	10.53
少数股东权益	730	769	818	882	发行在外股份 (百万股)	1169	1169	1169	1169
归属母公司股东权益	10010	10774	11569	12305	ROIC (%)	9.2%	9.5%	11.1%	13.1%
负债和股东权益	29215	38549	45673	54664	ROE (%)	8.4%	9.7%	11.5%	13.9%
现金流量表 (百万元)					毛利率 (%)	23.3%	24.4%	25.3%	25.5%
经营活动现金流	351	426	872	1042	销售净利率 (%)	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%
投资活动现金流	-1320	-884	-1012	-1137	资产负债率 (%)	63.2%	70.1%	72.9%	75.9%
筹资活动现金流	-443	1578	239	195	收入增长率 (%)	15.1%	23.5%	24.4%	25.5%
现金净增加额	-1406	1120	100	100	净利润增长率 (%)	2.3%	23.3%	28.1%	28.7%
折旧和摊销	482	346	407	466	P/E	41.96	34.04	26.58	20.65
资本开支	-674	-846	-982	-1107	P/B	3.54	3.29	3.06	2.88
营运资本变动	-131	-1099	-1066	-1402	EV/EBITDA	13.77	36.30	30.23	26.41

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>