

# 烽火通信 (600498)

证券研究报告

2019年05月04日

## 持续稳健增长，“云网一体”战略转型积极备战5G

**事件：**公司公告，2018年营业收入242.35亿元，同比增长15.1%；归属于上市公司股东净利润8.44亿元，同比增长2.3%。同时，2019年一季度收入48.81亿元，同比增长14.9%，归母净利润1.67亿元，同比增长19.71%。

### 业绩持续稳健增长，未来盈利能力有望进一步提升

2018年营业收入242.35亿元，同比增长15.1%，主要受益4G网络的扩容和深度覆盖，以及流量持续高增长驱动光网络设备需求增长，同时海外持续快速扩张。分业务看，通信系统设备收入149.7亿元，同比增长13.45%；光纤光缆收入64.58亿元，同比增长18.35%；数据网络产品收入25.32亿元，同比增长19.05%。值得注意的是，公司海外收入62.73亿元，同比增长19.56%，持续保持快速增长，营收占比达25.9%。

2018年净利润8.44亿元，同比增长2.3%，公司持续保持增长，但净利润增速低于收入增速，源于毛利率略有下滑，同时，市场和研发投入仍较大。

2019年一季度收入48.81亿元，同比增长14.9%，归母净利润1.67亿元，同比增长19.71%，经营活动现金流净额-1.7亿元（去年同期-2.9亿元），回款改善明显。

### 毛利率略微下滑，费用率略微提升，随着收入规模持续扩大，均有望改善

公司2018年整体毛利率为23.26%，同比下降0.49个百分点。其中：通信系统设备毛利率21.76%，同比下降0.73个百分点；光纤光缆毛利率17.6%，同比下降0.41个百分点；数据网络产品毛利率46.47%，同比下降0.1个百分点。

公司2018年三项费用率（包含研发费用）为19.4%，同比提升0.53个百分点，其中管理费用率10.73%（包含研发费用），同比提升0.16个百分点；销售费用率7.45%，同比下降0.1个百分点；财务费用率1.22%，同比提升0.46个百分点。另外，研发费用22.96亿元，营收占比9.47%，公司持续保持在高端核心技术的研发力度，确保产品竞争力不断提升。

公司2019Q1毛利率为24.68%，同比下滑3.32个百分点，我们认为，未来随着公司5G产品及信息安全占比提升，毛利率有望提升。

### ICT老牌劲旅，“云网一体”战略转型积极备战5G

烽火是光通信部署最全，“云网一体”的战略转型，聚焦资源，沿着5G、云计算、大数据、棒纤缆等方向的价值链，着力突破5G承载、电信云平台、光棒及特种光纤、海洋网络以及行业级大数据处理和分析平台等高端环节，公司在网络领域持续深耕与创新，在云计算、大数据、信息安全、物联网等领域稳健发展。

烽火通信较早就启动了5G承载网技术的研究，并取得了一系列的成果，包括发布FitHaul的5G承载网方案，发布自主研发的1.2T单槽位设备等5G解决方案覆盖了SPN, WDM-PON, OTN, SDN, 网络运维等关键领域。

### 盈利预测及投资建议：

整体来看，流量持续高增长以及5G建设将驱动光通信（光网络设备+光纤光缆）景气度持续向上，公司通过技术革新突破和海外快速扩张，市场份额有望进一步提升。同时，集团层面重组新设立的中国信通公司也有望弥补烽火在无线侧的短板，综合实力更上一层楼。因公司2018年净利润低于我们预测，我们将2019-2020年盈利预测从11.4亿、15.1亿元向下调整为10.1亿、13.3亿元，同时预计2021年净利润为17.1亿元，对应19年PE为34x，维持“买入”评级。

**风险提示：**运营商集采低于预期，海外扩张和5G产业推进低于预期等

### 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	28.94元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,168.70
流通A股股本(百万股)	1,102.37
A股总市值(百万元)	33,822.20
流通A股市值(百万元)	31,902.72
每股净资产(元)	8.56
资产负债率(%)	63.24
一年内最高/最低(元)	35.68/21.86

### 作者

**王奕红** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

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

**容志能** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517100003  
rongzhineng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《烽火通信-季报点评:盈利能力持续向上改善，5G弹性更值得期待》  
2018-10-20
- 《烽火通信-半年报点评:数据流量和5G双轮驱动，盈利能力有望持续向上》  
2018-08-19
- 《烽火通信-季报点评:营收维持稳定增长，未来5G与信息安全双重受益》  
2018-04-23

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21,056.22	24,235.24	27,302.33	33,416.26	41,169.75
增长率(%)	21.28	15.10	12.66	22.39	23.20
EBITDA(百万元)	1,385.78	3,716.23	1,587.05	1,987.64	2,370.66
净利润(百万元)	824.96	843.86	1,011.33	1,326.85	1,706.88
增长率(%)	8.49	2.29	19.85	31.20	28.64
EPS(元/股)	0.71	0.72	0.87	1.14	1.46
市盈率(P/E)	41.49	40.57	33.85	25.80	20.05
市净率(P/B)	3.59	3.42	2.92	2.62	2.32
市销率(P/S)	1.63	1.41	1.25	1.02	0.83
EV/EBITDA	21.59	8.50	18.54	14.73	10.79

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,211.89	3,879.57	6,552.56	8,019.90	9,880.74
应收账款	6,397.33	8,251.67	7,371.33	11,564.55	11,307.53
预付账款	397.97	350.91	571.24	670.80	714.04
存货	10,849.64	9,925.56	13,128.24	14,966.92	19,525.51
其他	1,627.32	1,066.19	1,208.29	1,436.70	1,647.24
<b>流动资产合计</b>	<b>24,484.15</b>	<b>23,473.91</b>	<b>28,831.66</b>	<b>36,658.87</b>	<b>43,075.06</b>
长期股权投资	540.37	802.54	802.54	802.54	802.54
固定资产	2,461.33	2,647.30	2,871.48	2,758.49	2,336.18
在建工程	395.67	720.36	260.50	0.00	0.00
无形资产	780.28	1,006.98	965.04	923.81	883.27
其他	463.52	563.88	549.45	532.24	518.99
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,641.17</b>	<b>5,741.06</b>	<b>5,449.00</b>	<b>5,017.09</b>	<b>4,540.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>29,125.32</b>	<b>29,214.97</b>	<b>34,280.66</b>	<b>41,675.96</b>	<b>47,616.04</b>
短期借款	2,174.89	1,479.86	912.53	1,869.94	725.54
应付账款	5,660.44	6,976.60	5,883.24	9,939.99	9,979.81
其他	10,092.17	9,037.95	13,978.00	14,687.75	20,724.84
<b>流动负债合计</b>	<b>17,927.50</b>	<b>17,494.41</b>	<b>20,773.77</b>	<b>26,497.69</b>	<b>31,430.19</b>
长期借款	500.00	545.00	580.90	822.29	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	373.23	436.01	400.00	400.00	400.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>873.23</b>	<b>981.01</b>	<b>980.90</b>	<b>1,222.29</b>	<b>400.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>18,800.72</b>	<b>18,475.42</b>	<b>21,754.67</b>	<b>27,719.98</b>	<b>31,830.19</b>
少数股东权益	796.97	729.98	794.53	897.67	1,020.66
股本	1,113.94	1,168.70	1,168.70	1,168.70	1,168.70
资本公积	4,788.15	5,461.70	5,462.65	5,462.65	5,462.65
留存收益	8,411.80	9,550.47	10,562.76	11,889.61	13,596.49
其他	(4,786.26)	(6,171.29)	(5,462.65)	(5,462.65)	(5,462.65)
<b>股东权益合计</b>	<b>10,324.60</b>	<b>10,739.55</b>	<b>12,525.99</b>	<b>13,955.98</b>	<b>15,785.85</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>29,125.32</b>	<b>29,214.97</b>	<b>34,280.66</b>	<b>41,675.96</b>	<b>47,616.04</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	244.86	476.80	721.90	950.24	1,188.10
折旧摊销	320.72	447.90	405.39	431.36	457.38
财务费用	98.92	222.18	148.58	151.03	124.26
投资损失	(9.11)	0.00	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(637.49)	(1,340.35)	158.74	(1,191.96)	(85.60)
其它	(261.16)	290.30	0.00	(0.00)	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>(243.26)</b>	<b>96.83</b>	<b>1,424.61</b>	<b>330.67</b>	<b>1,674.14</b>
资本支出	3,956.96	804.48	234.65	231.43	197.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(6,921.97)	(2,535.95)	(427.63)	(456.38)	(391.33)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,965.00)</b>	<b>(1,731.47)</b>	<b>(192.98)</b>	<b>(224.95)</b>	<b>(194.17)</b>
债权融资	4,408.61	5,592.98	4,652.88	5,013.42	4,046.21
股权融资	617.17	(204.69)	(19.73)	(106.39)	(124.26)
其他	(735.27)	(4,421.03)	(5,701.26)	(4,795.42)	(5,191.63)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,290.50</b>	<b>967.26</b>	<b>(1,068.11)</b>	<b>111.61</b>	<b>(1,269.68)</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>1,082.24</b>	<b>(667.38)</b>	<b>163.51</b>	<b>217.33</b>	<b>210.29</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>21,056.22</b>	<b>24,235.24</b>	<b>27,302.33</b>	<b>33,416.26</b>	<b>41,169.75</b>
营业成本	16,055.31	18,598.56	20,748.43	25,285.64	31,043.18
营业税金及附加	88.57	95.08	109.21	133.67	164.68
营业费用	1,586.81	1,806.16	2,074.98	2,506.22	3,128.90
管理费用	2,225.14	305.08	3,003.26	3,742.62	4,652.18
财务费用	159.84	295.83	156.00	150.00	161.00
资产减值损失	277.53	271.03	280.00	300.00	350.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	54.16	74.46	70.00	70.00	70.00
其他	(356.36)	1,822.93	(289.10)	(298.16)	(351.87)
<b>营业利润</b>	<b>965.23</b>	<b>966.10</b>	<b>1,149.56</b>	<b>1,526.27</b>	<b>1,951.67</b>
营业外收入	4.35	9.60	5.00	5.00	5.00
营业外支出	8.03	10.62	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>961.55</b>	<b>965.08</b>	<b>1,144.56</b>	<b>1,521.27</b>	<b>1,946.67</b>
所得税	58.09	58.19	68.67	91.28	116.80
<b>净利润</b>	<b>903.46</b>	<b>906.89</b>	<b>1,075.89</b>	<b>1,429.99</b>	<b>1,829.87</b>
少数股东损益	78.49	63.03	64.55	103.14	122.98
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>824.96</b>	<b>843.86</b>	<b>1,011.33</b>	<b>1,326.85</b>	<b>1,706.88</b>
每股收益(元)	0.71	0.72	0.87	1.14	1.46

  

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	55.77%	29.58%	21.78%	17.16%	14.17%
营业利润	-13.76%	109.52%	39.80%	35.24%	25.24%
归属于母公司净利润	-39.06%	94.72%	51.40%	31.63%	25.03%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.04%	47.30%	47.09%	47.01%	46.83%
净利率	4.58%	6.88%	8.55%	9.60%	10.52%
ROE	4.33%	7.80%	10.53%	12.33%	13.63%
ROIC	8.32%	9.21%	9.08%	11.65%	12.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.44%	59.15%	56.98%	54.75%	52.14%
净负债率	16.78%	37.27%	31.49%	41.01%	32.48%
流动比率	1.14	1.17	1.05	1.21	1.37
速动比率	0.87	0.87	0.84	0.91	1.09
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.86	1.88	1.80	1.80	1.80
存货周转率	4.14	3.83	4.54	4.53	4.51
总资产周转率	0.52	0.48	0.55	0.60	0.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.13	0.26	0.39	0.52	0.65
每股经营现金流	-0.13	0.05	0.78	0.18	0.91
每股净资产	3.08	3.33	3.73	4.20	4.75
<b>估值比率</b>					
市盈率	83.51	42.89	28.33	21.52	17.21
市净率	3.62	3.34	2.98	2.65	2.35
EV/EBITDA	74.67	10.63	18.08	14.86	12.20
EV/EBIT	199.59	14.07	26.57	20.60	16.39

### 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com