

烽火通信 (600498)

营业收入持续上升，研发支出稳中有增，业绩稳健发展

买入 (维持)

2019年08月28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)	24235.2	29923.3	37217.1	46700.3
同比 (%)	15.1%	23.5%	24.4%	25.5%
归母净利润 (百万元)	843.9	1040.4	1332.2	1714.8
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)	39.9	32.3	25.3	19.6

投资要点

- **事件:** 2019年上半年烽火通信实现营业收入11985.16百万元，较上年同期增加7.07%。2019年上半年公司归母净利润427.73百万元，同比下降8.43%。
- **营业收入持续上升，业绩稳健发展:** 2019年上半年烽火通信营业收入实现了公司稳健发展的目标，归母净利润同比下降，主要系公司营业成本增加，利润相对减少。2019年上半年烽火通信销售毛利率为20.55%，较去年同期下降2.73个PC，主要系公司主营业务毛利率下滑所致；销售净利率为3.69%，较去年同期下降0.78个PC。
- **三费合理变动，研发支出小幅上升:** 2019H1烽火通信销售费用730.34百万元，同比减少11.12%，主要系公司降本增效取得一定成效；公司管理费用（含研发费用）1342.53百万元，同比增加9.92%，主要系研发费用增加；公司财务费用32.02百万元，同比减少70.70%，主要系公司上半年汇兑收益增加。2019H1公司研发支出1196.19百万元，同比增加5.16%，小幅上升。
- **提前布局下一代技术，运营质量稳步提升:** 烽火通信坚持融合创新，整合研发资源，聚焦产品短板，统筹关键性的、全局性的技术创新，加快提升产品竞争力，提前布局下一代技术。公司通过管理变革，打造合同集成交付体系，聚力提升运营质量。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2019-2021年的EPS为0.89元、1.14元、1.47元，股价对应PE分别为32/25/20X，维持“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)	28.79
一年最低/最高价	23.46/35.23
市净率(倍)	3.35
流通A股市值(百万元)	31868.78

基础数据

每股净资产(元)	8.61
资产负债率(%)	64.23
总股本(百万股)	1168.70
流通A股(百万股)	1106.94

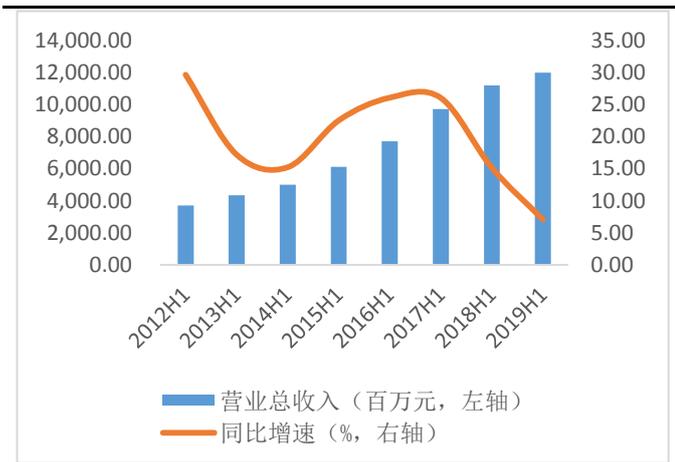
相关研究

- 1、《烽火通信 (600498): 烽火通信: 一季度业绩稳健向好, 研发加码蓄力5G之战》2019-04-30
- 2、《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》2019-04-28
- 3、《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

1. 营业收入持续上升，业绩稳健发展

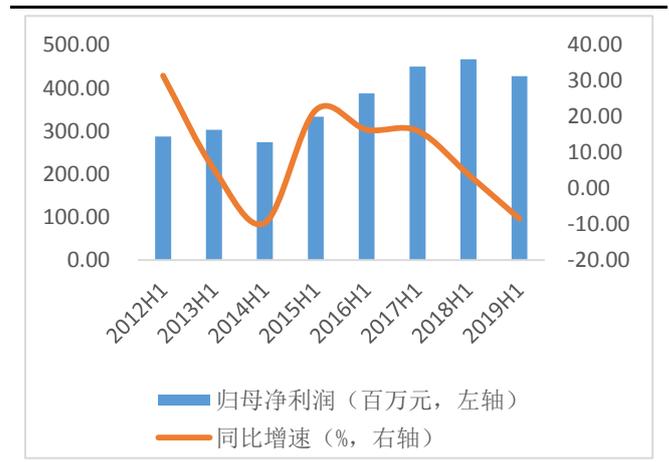
2019年上半年烽火通信实现营业收入11985.16百万元，较上年同期增加7.07%，实现了公司稳健发展的目标。2019年上半年公司归母净利润427.73百万元，同比下降8.43%，主要系公司营业成本增加，利润相对减少。

图1：烽火通信营业收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

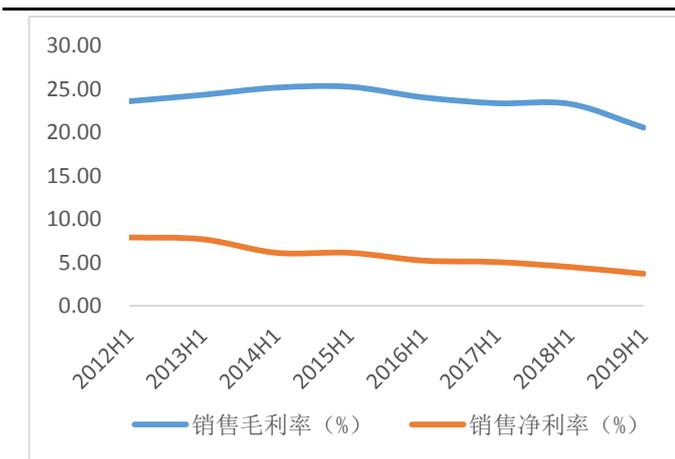
图2：烽火通信半年度归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

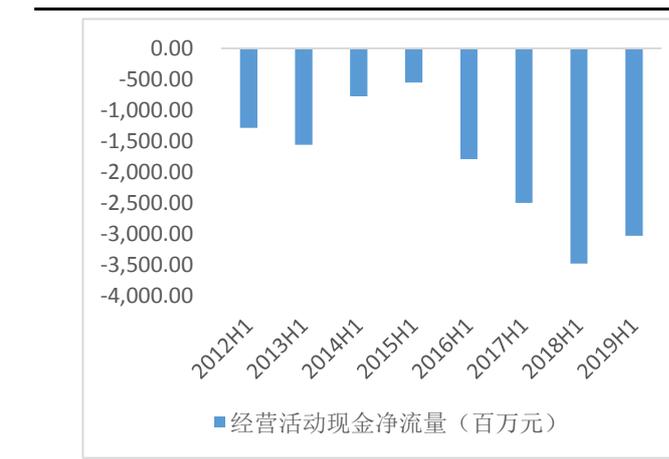
2019年上半年烽火通信销售毛利率为20.55%，较去年同期下降2.73个PC，主要系公司主营业务毛利率下滑所致；销售净利率为3.69%，较去年同期下降0.78个PC。2019H1公司经营活动产生的现金流量净额为-3028.51百万元，较去年同期增加12.90%，主要系公司上半年回款较同期增加。

图3：烽火通信半年度销售毛利率、净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：烽火通信经营活动产生的现金流净额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 三费合理变动，研发支出小幅上升

2019H1烽火通信销售费用730.34百万元，同比减少11.12%，主要系公司降本增效取得一定成效；公司管理费用（含研发费用）1342.53百万元，同比增加9.92%，主要

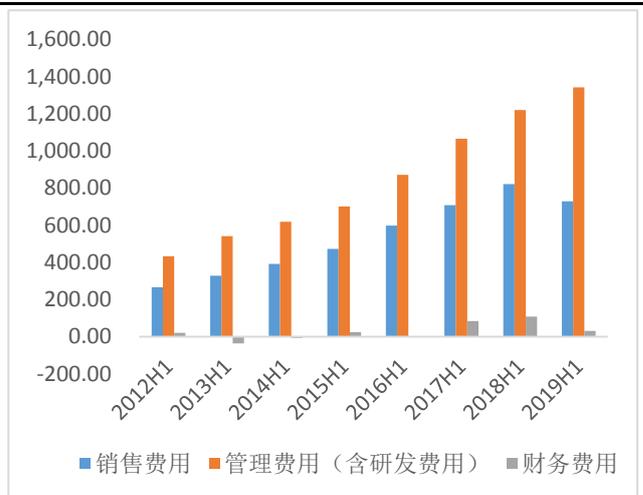
系研发费用增加；公司财务费用 32.02 百万元，同比减少 70.70%，主要系公司上半年汇兑收益增加。2019H1 公司研发支出 1196.19 百万元，同比增加 5.16%，小幅上升。

图 5：烽火通信研发支出（百万元）



数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

图 6：烽火通信三费（百万元）



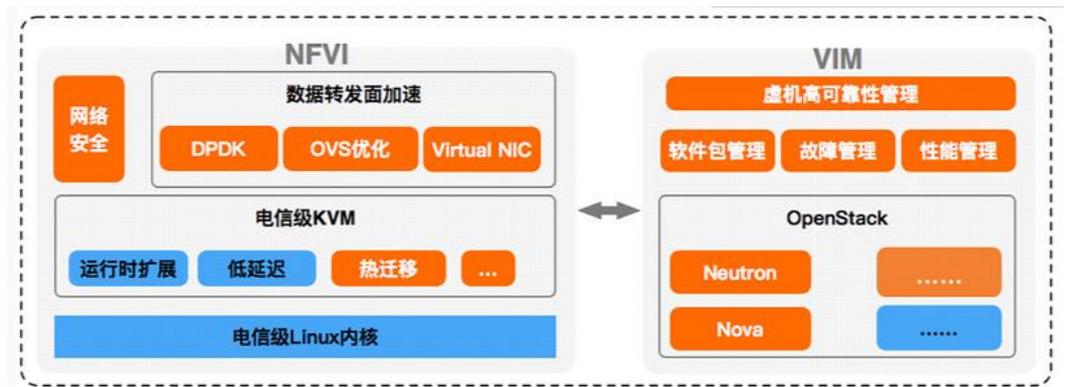
数据来源：公司半年度报告，东吴证券研究所

3. 提前布局下一代技术，运营质量稳步提升

烽火通信坚持融合创新，整合研发资源，聚焦产品短板，统筹关键性的、全局性的技术创新，加快提升产品竞争力，提前布局下一代技术。公司持续提升三超光传输的行业竞争力，推出 VC/P/O 三混承载解决方案；在国内首次实现 1.06Pb/s 超大容量波分复用及空分复用光传输系统实验。5G 承载方面，10G 速率 G.metro 前传设备通过联通验收，为业界首次完全意义上符合 ITU G.698.4 标准的设备。新型 OLT、ONU 等的功能性能持续优化，满足运营商网络重构需求，向 SDNFV 化平滑演进。U3LA 光纤顺利通过电信、联通集采测试。电信云技术方面攻克多 VIM 管理数据库备份与还原等多个技术难题，突破虚拟网络转发性能，有效提高网络性能；智慧应用到端解决方案进一步完善，产品开发和示范应用上取得新突破，成功应用与智慧政务、园区安防等新型应用场景。

烽火通信通过管理变革，打造合同集成交付体系，聚力提升运营质量。加强项目管理、工程执行、供应采购及财经等各环节协同，提升交付质量，让客户满意；强化合同履行质量，缩短运营周期，在交付环节创造利润实现再销售，让客户满意。通过降本增效，梳理业务流程，严格预算管控，优化资源配置，减少浪费，提升效率。

图 7：烽火通信电信云平台技术架构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.89 元、1.14 元、1.47 元，股价对应 PE 分别为 32/25/20X，维持“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)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	23473.9	31844.4	38250.8	46721.2	营业收入	24235.2	29923.3	37217.1	46700.3
现金	3879.6	5000.0	5100.0	5200.0	减:营业成本	18598.6	22633.6	27807.4	34783.9
应收账款	8907.3	9837.8	12235.8	15353.5	营业税金及附加	95.1	134.7	167.5	210.2
存货	9925.6	15502.4	19046.1	23824.6	营业费用	1806.2	2349.0	2873.2	3605.3
其他流动资产	761.4	1504.2	1868.9	2343.0	管理费用	346.5	3454.4	4525.8	5678.1
非流动资产	5741.1	6704.5	7421.8	7942.8	财务费用	295.8	108.1	183.3	258.5
长期股权投资	802.5	1064.7	1326.9	1376.9	加:投资净收益	74.5	30.0	30.0	30.0
固定资产	2647.3	4061.1	4508.8	4972.5	其他收益	-2201.4	-77.8	-127.5	-177.3
无形资产	666.7	674.4	681.9	689.2	营业利润	966.1	1195.9	1562.5	2017.1
其他非流动资产	1624.6	904.2	904.2	904.2	加:营业外净收支	-1.0	40.0	20.0	20.0
资产总计	29215.0	38548.9	45672.6	54664.0	利润总额	965.1	1235.9	1582.5	2037.1
流动负债	17494.4	25995.3	32244.5	40406.3	减:所得税费用	58.2	98.9	126.6	163.0
短期借款	1479.9	3596.4	4635.1	5858.8	少数股东损益	63.0	96.6	123.8	159.3
应付账款	9775.2	13022.1	15998.8	20012.7	归属母公司净利润	843.9	1040.4	1332.2	1714.8
其他流动负债	6239.4	9376.9	11610.7	14534.7	EBIT	3430.4	1373.9	1865.9	2445.6
非流动负债	981.0	1011.0	1041.0	1071.0	EBITDA	3912.8	1719.7	2272.4	2911.7
长期借款	545.0	545.0	545.0	545.0	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	436.0	466.0	496.0	526.0	每股收益(元)	0.72	0.89	1.14	1.47
负债合计	18475.4	27006.4	33285.5	41477.3	每股净资产(元)	8.56	9.22	9.90	10.53
少数股东权益	730.0	768.6	818.1	881.9	发行在外股份(百万股)	1169	1169	1169	1169
归属母公司股东权益	10009.6	10773.9	11568.9	12304.9	ROIC(%)	26.4%	9.5%	11.1%	13.1%
负债和股东权益	29215.0	38548.9	45672.6	54664.0	ROE(%)	8.4%	9.7%	11.5%	13.9%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	23.3%	24.4%	25.3%	25.5%
经营活动现金流	351.1	426.0	872.4	1042.2	EBIT Margin(%)	14.2%	4.6%	5.0%	5.2%
投资活动现金流	-1319.9	-883.9	-1011.7	-1137.0	销售净利率(%)	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%
筹资活动现金流	-443.1	1578.4	239.4	194.9	资产负债率(%)	63.2%	70.1%	72.9%	75.9%
现金净增加额	-1406.0	1120.4	100.0	100.0	收入增长率(%)	15.1%	23.5%	24.4%	25.5%
折旧和摊销	482.4	345.7	406.5	466.1	净利润增长率(%)	2.3%	23.3%	28.1%	28.7%
资本开支	-674.1	-845.9	-981.7	-1107.0	P/E	39.9	32.3	25.3	19.6
营运资本变动	-131.3	-1098.8	-1065.9	-1402.4	P/B	3.4	3.1	2.9	2.7
企业自由现金流	3093.9	-334.9	75.5	206.6	EV/EBITDA	13.3	35.3	29.5	25.8

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>

