

2020年05月05日

烽火通信 (600498.SH)

动态分析

疫情导致 Q1 亏损，全年需求向好

投资要点

公司公布 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年公司实现营收 246.6 亿元，同比增长 1.76%，实现归母净利润 9.79 亿元，同比增长 15.99%，扣非归母净利润 9.48 亿元，同比增长 19.3%。公司 20 年 Q1 实现营收 29.1 亿元，同比下降 40.38%，实现归母净利润-1.9 亿元，同比下滑 214.1%，扣非归母净利润-1.89 亿元，同比下滑 217.3%。

◆ **19 年星火星空保障公司业绩，Q1 因疫情影响亏损。**公司 4Q19 实现营收 68.87 亿元，同比增长 0.34%，归母净利润 3.59 亿元，同比增长 68.9%。子公司烽火星空 19 年净利润实现 4.79 亿元，同比增长 59%，对公司整体利润贡献度达 49%，保障公司 19 年业绩释放。公司身处武汉疫区，1 季度业绩大幅下滑，因收入大幅下降，而人工薪酬及折旧等固定支出并未减少，且额外增加防疫支出。2019 年，公司通信系统、光纤光缆、数据网络三个业务板块营收分别增长 3.8%、下降 14.8%、增长 28.9%，其中，通信系统设备营业收入增速受 2019 年运营商有线网投资下滑影响而减缓，毛利率水平有所下滑；光纤光缆业务，由于运营商集采采购及单价下滑，整个板块收入下滑；数据网络产品受流量增长驱动，营收增速较大。

◆ **2019 年控本增效取得成果，研发投入加大提升产品竞争力。**公司 2019 年三费费用率 8.73%，同比下降 1.2pct.，其中管理费用、销售费用、财务费用分别同比下降 7.24%、9.11%、22.84%，主要系公司降本增效取得一定成效所致。2020Q1 公司三费费用率为 14.12%，同比提升 5.71pct.，主要系公司 2020Q1 营收下降较大所致。公司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。2019 年公司研发投入为 28.4 亿元，同比增长 11.9%，研发费用 22.3 亿元，研发费用率 11.53%。

◆ **20 年传输网络景气度上行，公司在承载网设备招标份额保证通信系统业务提升。**在国家大力推进新基建的背景下，国家要求加快 5G SA 组网建设步伐，20 年运营商加大传输网投资预算，整个传输网景气度将在 20 年迎来上行。公司在三大运营商已完成 5G 承载网设备集采招标中纷纷取得不错份额，且有望持续实现突破。此外，公司国际化市场加大推进，通信系统业务业绩有望得到提升。

◆ **光纤光缆业务有望随需求量和单价的同比改善而改善。**2019 年由于需求下行，供给过剩，运营商光纤光缆集采价格的大幅下行结束。20 年国内 5G 网络建设加码，海外需求保持稳定增长，光纤光缆需求得到支撑。同时，行业光纤光缆产能在逐步出清，有助于光纤光缆价格水平的回升。从需求和价格考虑，公司光纤光缆业务有望得到改善。

◆ **运营商 5G 核心网投资加大+流量可视化需求提升，公司数据网络安全产品增长动力十足。**运营商核心网建设需求，带动相关网络设备需求，公司路由器交换机产品有望在运营商市场继续扩大份额。此外，网络安全监控和大数据分析的增量需

通信 | 系统设备 III

投资评级

买入-A(维持)

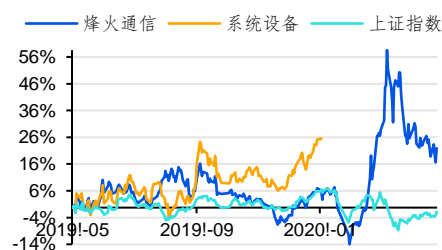
股价(2020-04-30)

31.80 元

交易数据

总市值(百万元)	37,237.31
流通市值(百万元)	35,200.67
总股本(百万股)	1,170.98
流通股本(百万股)	1,106.94
12 个月价格区间	21.10/41.95 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.23	19.55	18.38
绝对收益	-3.75	22.31	11.29

分析师

蔡景彦
SAC 执业证书编号: S0910516110001
caijingyan@huajinsc.cn
021-20377068

分析师

曾捷
SAC 执业证书编号: S0910518110001
zengjie@huajinsc.cn

相关报告

烽火通信：三季度业绩稳定增长，全年业绩积极向好 2018-10-21

烽火通信：营收保持增长稳健，期待 5G 红利释放 2018-08-20

烽火通信：放眼长远增长，股权激励助力业绩释放 2018-06-15

烽火通信：费用投入拖累公司经营业绩，公司长期增长逻辑保持不变 2017-10-26

烽火通信：经营质量向好，2017 年 H1 营收同比增长 26% 2017-07-31

求将随流量增长而增长，特别是 5G 网络将带动流量数十倍增长，子公司烽火星空产品体系丰富，有望充分受益。

◆ **投资建议：**随着国内运营商传输网投资在 20 年的加大，公司作为传输领域的龙头，将受益 5G 加速建设，同时公司数据网络产品有望受益运营商核心网投资加大和流量可视化需求提升。随着疫情对公司负面影响的逐步消除，我们预计公司 2020、2021、2022 年营收分别 266.99、293.64、324.88 亿，EPS 分别是 0.88、1.22、1.32 元，对应 PE 分别 36.3、26.0、24.2x，维持公司“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**5G 传输网络建设不及预期、中美贸易摩擦升级、产品毛利率下降、光纤光缆价格继续下行、公司复工复产不及预期，海外市场进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,235	24,662	26,699	29,364	32,488
YoY(%)	15.1	1.8	8.3	10.0	10.6
净利润(百万元)	844	979	1,027	1,434	1,541
YoY(%)	2.3	16.0	4.9	39.7	7.5
毛利率(%)	23.3	21.8	22.5	22.8	22.9
EPS(摊薄/元)	0.72	0.84	0.88	1.22	1.32
ROE(%)	8.4	8.7	8.7	11.1	11.0
P/E(倍)	44.1	38.0	36.3	26.0	24.2
P/B(倍)	3.7	3.5	3.3	3.0	2.7
净利率(%)	3.5	4.0	3.8	4.9	4.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、19 年业绩符合预期，Q1 因疫情影响亏损.....	4
------------------------------	---

二、20 年需求向好，疫情影响逐渐消除	8
三、盈利预测与投资建议	8
风险提示:	9

图表目录

图 1: 公司营业总收入及增速	4
图 2: 公司归母净利润及增速	4
图 3: 公司单季度营收及增速	4
图 4: 公司单季度归母净利润及增速	4
图 5: 公司按产品营收拆分	5
图 6: 公司按地区营收结构	5
图 7: 公司各产品营收增速	5
图 8: 公司按地区营收增速	5
图 9: 公司整体毛利率净利率变化	6
图 10: 公司单季度毛利率变化情况	6
图 11: 公司分产品毛利率变化	6
图 12: 公司分地区毛利率变化情况	6
图 14: 公司整体费用率变化情况	6
图 15: 公司单季度费用率情况	6
图 16: 公司研发人员数量、增长率与人员占比	7
图 17: 公司研发投入与研发费用增长情况	7
图 18: 公司现金流量变化情况	7
图 19: 公司各季度经营活动情况	8
图 20: 公司销售商品提供劳务收到的现金及其与营收比情况	8

未找到图形项目表。

一、19 年业绩符合预期，Q1 因疫情影响亏损

公司公布 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年公司实现营收 246.6 亿元，同比增长 1.76%，实现归母净利润 9.79 亿元，同比增长 15.99%，扣非归母净利润 9.48 亿，同比增长 19.3%。公司 4Q19 实现营收 68.87 亿元，同比增长 0.34%，归母净利润 3.59 亿元，同比增长 68.9%。子公司烽火星空 19 年净利润实现 4.79 亿元，同比增长 59%，对公司整体利润贡献度达 49%，保障公司 19 年业绩释放。

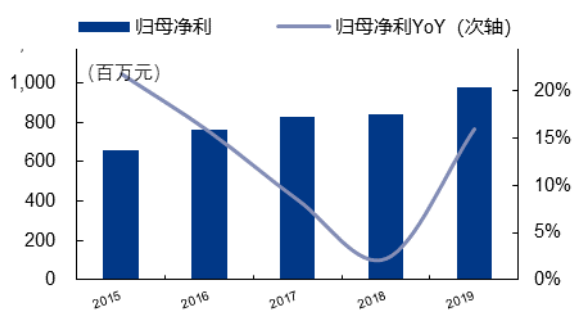
公司 2019 年度利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 3.4 元（含税），不进行资本公积金转增股本。

图 1：公司营业总收入及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

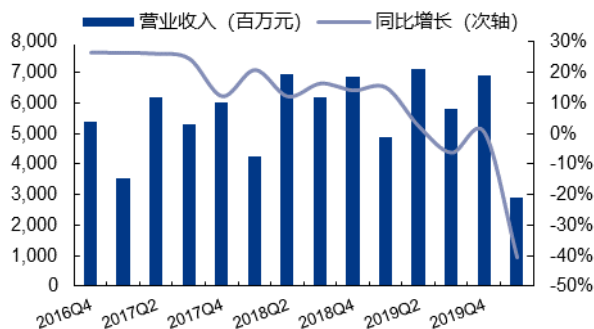
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

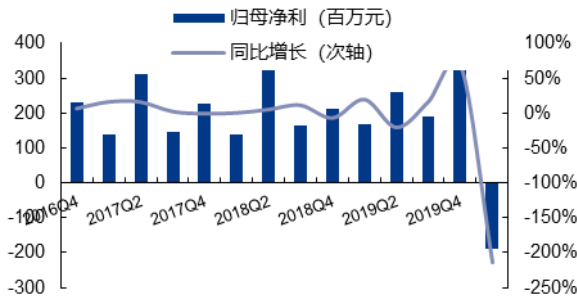
疫情影响生产，1Q20 业绩微增。公司 20 年 Q1 实现营收 29.1 亿元，同比下降 40.38%，实现归母净利润-1.9 亿元，同比下滑 214.1%，扣非归母净利润-1.89 亿元，同比下滑 217.3%。公司身处武汉疫区，系疫情对公司 1 季度生产经营产生较大影响，公司收入大幅下降，而人工薪酬及折旧等固定支出并未减少，且额外增加防疫支出所致。

图 3：公司单季度营收及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：公司单季度归母净利润及增速

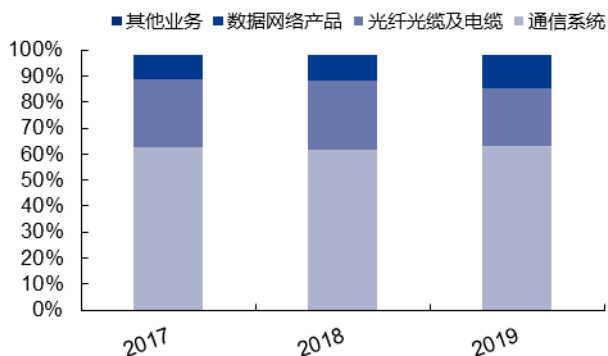


资料来源：wind, 华金证券研究所

通信系统仍是公司主要收入贡献，受 19 年行业周期影响增速下滑。2019 年，公司通信系统、光纤光缆、数据网络三个业务板块营收分别增长 3.8%、下降 14.8%、增长 28.9%，分别占营收比重 63.0%、22.3%、13.2%。大陆和国外营收分别下降 0.9%和增长 7.9%，分别占营收比重 71.09%、27.45%。其中，公司通信系统设备营业收入增速受 2019 年运营

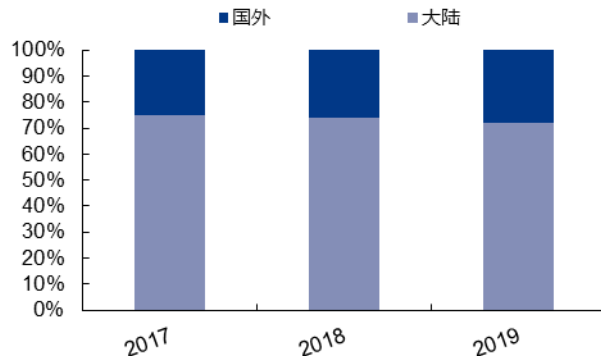
商有线网投资下滑影响而减缓，毛利率水平有所下滑；光纤光缆业务，由于运营商集采采购及单价下滑，整个板块收入下滑；数据网络产品受流量增长驱动，营收增速较大。

图 5：公司按产品营收拆分



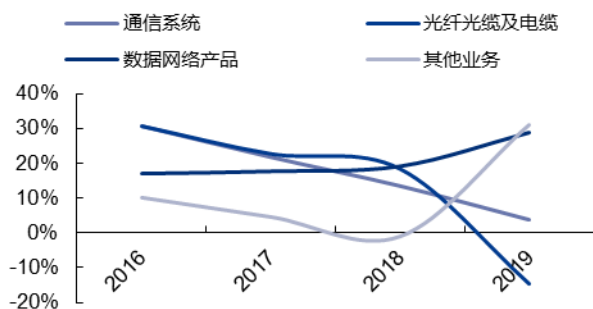
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 6：公司按地区营收结构



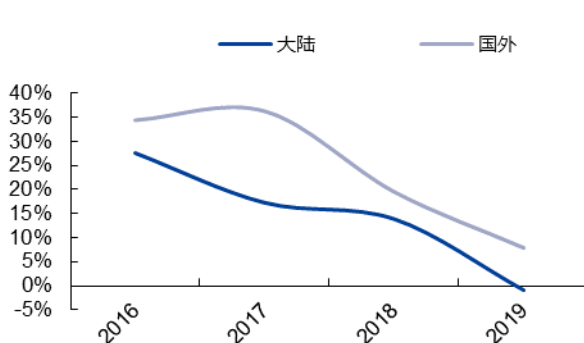
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 7：公司各产品营收增速



资料来源: wind, 华金证券研究所

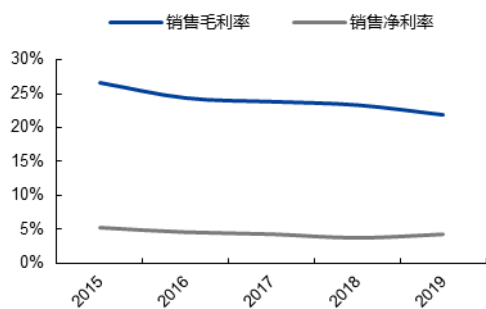
图 8：公司按地区营收增速



资料来源: wind, 华金证券研究所

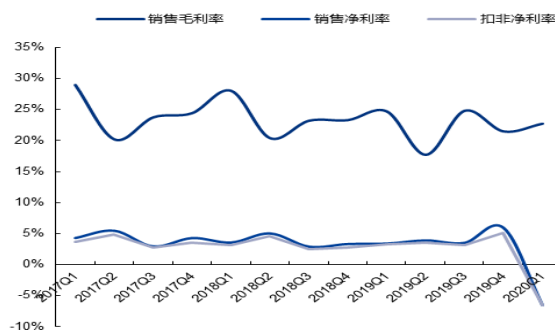
19 年毛利率受行业周期影响略有下滑，疫情影响 20 年 Q1 毛利率。公司 2019 年整体毛利率 21.8%，同比下降 1.46pct.，其中通信系统、光纤光缆、数据网络业务毛利率分别为 18.6%、17.2%、45.1%，分别同比-3.2pct.、-0.4pct.、-1.4pct.，其中，通信系统受有线网络行业投资周期的影响，毛利率水平有所下滑；光纤光缆业务，由于运营商集采单价下滑，毛利率下降；数据网络业务由于信息安全产品软件毛利率较高，保持较高水平。国内和国外销售毛利率分别为 19.43%、27.99%，分别同比-2.2pct.和+0.1pct.。2020 年 Q1 受疫情影响，公司收入增速同比大幅下降，毛利率为 22.7%，同比下降 1.97pct.。

图 9：公司整体毛利率净利率变化



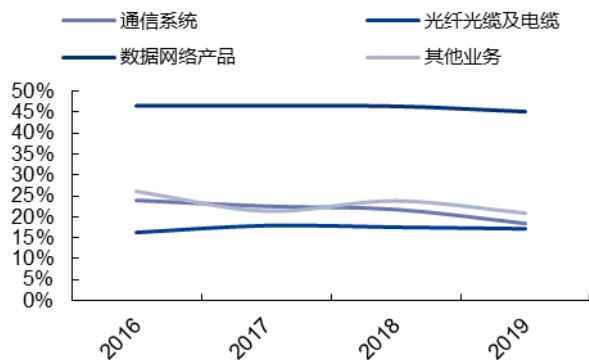
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 10：公司单季度毛利率变化情况



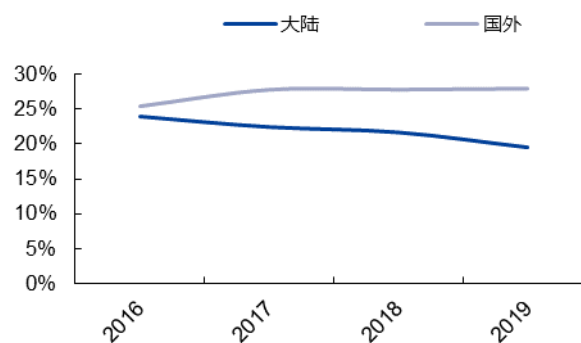
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 11：公司分产品毛利率变化



资料来源：wind, 华金证券研究所

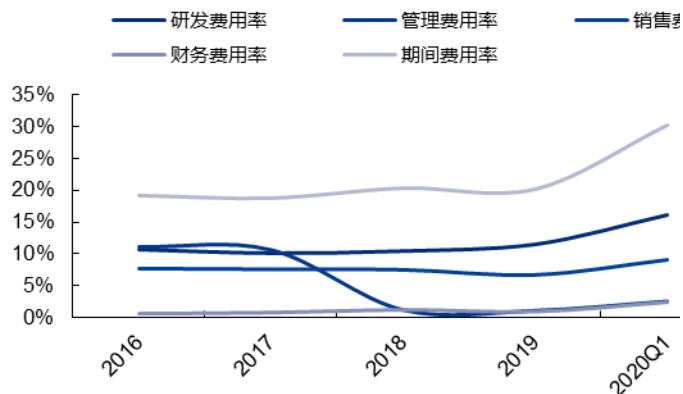
图 12：公司分地区毛利率变化情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

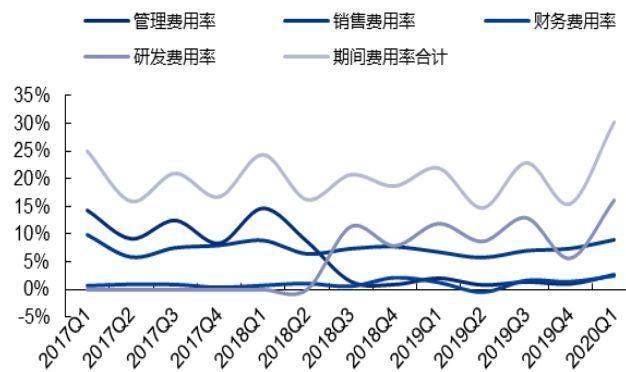
2019 年控本增效取得成果，三费费用率整体下降，20 年 Q1 略有下降。公司 2019 年三费费用率 8.73%，同比下降 1.2pct.，其中管理费用、销售费用、财务费用分别同比下降 7.24%、9.11%、22.84%，主要系公司降本增效取得一定成效所致。2020Q1 公司三费费用率为 14.12%，同比提升 5.71pct.，主要系公司 2020Q1 营收下降较大所致。

图 13：公司整体费用率变化情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

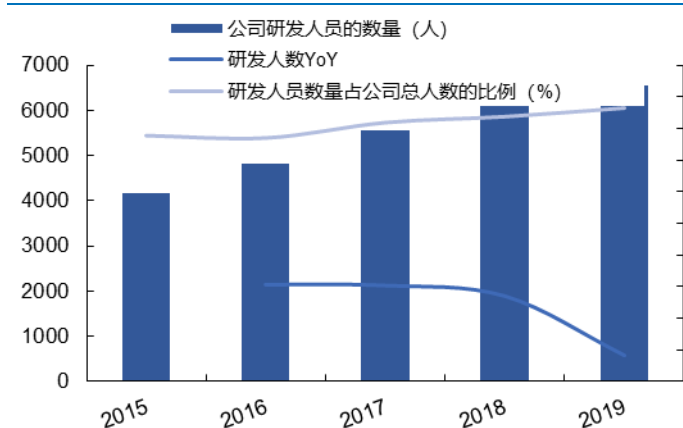
图 14：公司单季度费用率情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

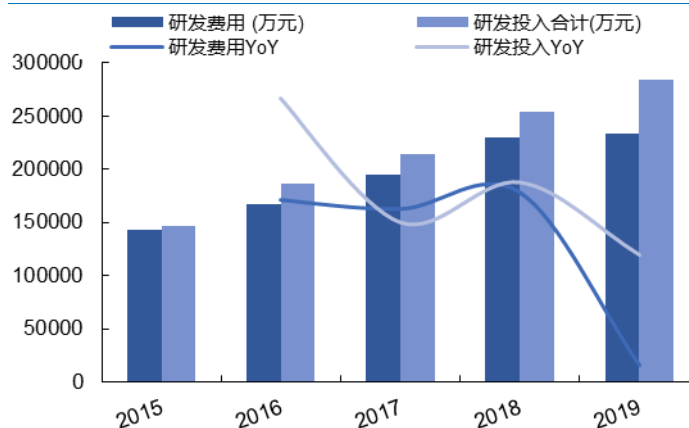
加大研发投入，提升产品竞争力。公司继续保持在高端核心技术方面的研发力度，持续优化产品和技术布局，推动纵向产业链整合，确保产品竞争力不断提升。2019 年公司研发投入为 28.4 亿元，同比增长 11.9%，研发费用 22.3 亿元，研发费用率 11.53%。公司 19 年研发人员数量增长 4.1%至 6559 人，研发人员占比 43.2%，研发人员人均研发投入达 43.3 万元，同比提升 7.57%。20Q1 公司研发费用 4.67 亿元，同比下降 19.4%，主要是受疫情影响研发投入减少所致，研发费用率 16.07%。

图 15：公司研发人员数量、增长率与人员占比



资料来源：公司年报，华金证券研究所

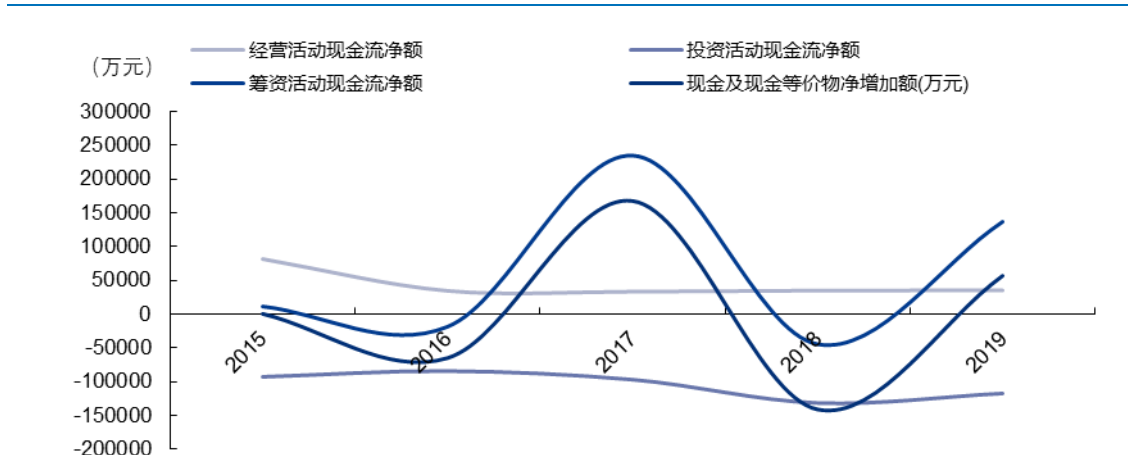
图 16：公司研发投入与研发费用增长情况



资料来源：公司年报，华金证券研究所

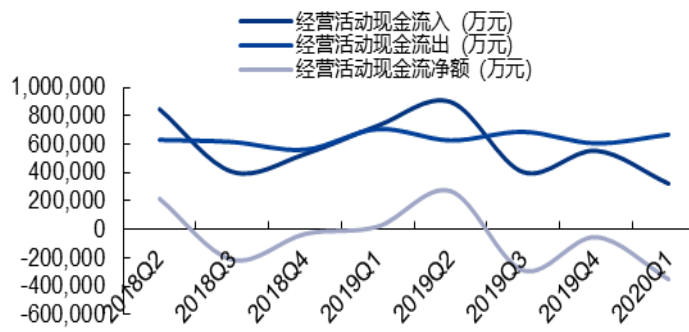
19 年经营现金流平稳，20Q1 因疫情减少经营现金流流出。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.53 亿，同比增长 0.7%，其中流入 274.6 亿元，同比增长 4.9%，流出 271.1 亿元，同比增加 5%，筹资活动产生的现金流量净额同比增加 409%，主要原因为本期募集资金款到位所致。2020Q1 公司经营活动产生的现金流量净额-35.2 亿，同比下降 56.3%，主要是受疫情影响回款减少所致。

图 17：公司现金流量变化情况



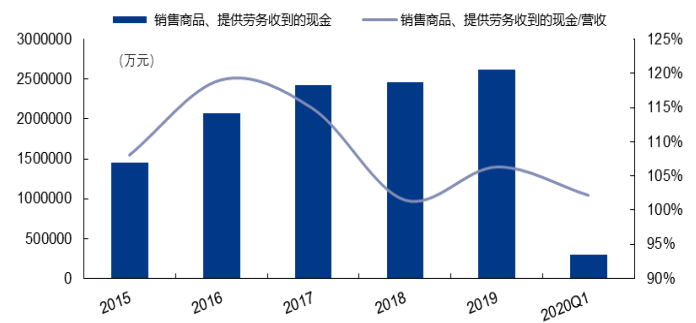
资料来源：wind，华金证券研究所

图 18：公司各季度经营活动情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 19：公司销售商品提供劳务收到的现金及其与营收比情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

二、20 年需求向好，疫情影响逐渐消除

Q1 影响公司业绩，Q2 业绩将随生产经营恢复。公司自 3 月 10 日来，已开始陆续复工，国内业务已经恢复，不利影响不断减少，预计 20Q2 将会恢复正常经营，疫情的影响有望逐渐消除。

20 年传输网络景气度上行，公司在承载网设备招标份额保证通信系统业务提升。在国家大力推进新基建的背景下，国家要求加快 5G SA 组网建设步伐，20 年运营商加大传输网投资预算，整个传输网景气度将在 20 年迎来上行。公司在三大运营商已完成 5G 承载网设备集采招中纷纷取得不错份额，且有望持续实现突破。此外，公司国际化市场加大推进，通信系统业务业绩将得到提升。

20 年公司光纤光缆业务有望随需求量和单价的同比改善而改善。2019 年由于需求下行，供给过剩，运营商光纤光缆集采价格的大幅下行结束。20 年国内 5G 网络建设加码，海外需求保持稳定增长，光纤光缆需求得到支撑。同时，行业光纤光缆产能在逐步出清，有助于光纤光缆价格水平的回升。从需求和价格考虑，公司光纤光缆业务有望得到改善。

运营商 5G 核心网投资加大+流量可视化需求提升，公司数据网络安全产品增长动力十足。运营商核心网建设需求，带动相关网络设备需求，公司路由器交换机产品有望在运营商市场继续扩大份额。此外，网络安全监控和大数据分析的增量需求将随流量增长而增长，特别是 5G 网络将带动流量数十倍增长，子公司烽火星空产品体系丰富，有望充分受益。

三、盈利预测与投资建议

随着国内运营商传输网投资在 20 年的加大，公司作为传输领域的龙头，将受益 5G 加速建设，同时公司数据网络产品有望受益运营商核心网投资加大和流量可视化需求提升。随着疫情对公司负面影响的逐步消除，我们预计公司 2020、2021、2022 年营收分别 266.99、293.64、324.88 亿，EPS 分别是 0.88、1.22、1.32 元，对应 PE 分别 36.3、26.0、24.2x。首次覆盖，给予公司“增持-A”评级。

风险提示:

5G 传输网络建设不及预期、中美贸易摩擦升级、产品毛利率下降、光纤光缆价格继续下行、公司复工复产不及预期，海外市场进展不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23474	23670	31517	31831	38020	营业收入	24235	24662	26699	29364	32488
现金	3880	4638	8624	9055	10256	营业成本	18599	19285	20698	22655	25060
应收票据及应收账款	8387	8547	8777	10815	10560	营业税金及附加	95	91	102	110	123
预付账款	351	341	444	399	545	营业费用	1806	1642	1883	2013	2260
存货	9926	8939	12650	10221	15490	管理费用	305	283	481	433	532
其他流动资产	931	1206	1021	1341	1169	研发费用	2296	2332	2330	2472	2622
非流动资产	5741	7821	8967	10456	11759	财务费用	296	228	332	448	570
长期投资	803	2217	3264	4656	5875	资产减值损失	271	-122	173	124	62
固定资产	2647	2567	3057	3209	3093	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	1007	1486	1640	1814	1965	投资净收益	74	288	177	237	206
其他非流动资产	1284	1550	1006	777	826	营业利润	966	1116	1180	1639	1764
资产总计	29215	31491	40483	42287	49779	营业外收入	10	7	8	8	8
流动负债	17494	16620	25375	26485	33184	营业外支出	11	10	10	10	10
短期借款	1480	549	6267	7361	10129	利润总额	965	1114	1179	1637	1762
应付票据及应付账款	9775	10242	10947	12405	13337	所得税	58	60	67	91	100
其他流动负债	6239	5829	8161	6719	9718	税后利润	907	1054	1111	1546	1663
非流动负债	981	2815	2340	1886	1414	少数股东损益	63	75	84	112	122
长期借款	545	2383	1906	1452	980	归属母公司净利润	844	979	1027	1434	1541
其他非流动负债	436	432	434	433	434	EBITDA	1470	1789	1830	2517	2796
负债合计	18475	19435	27714	28371	34597	主要财务比率					
少数股东权益	730	585	670	781	903	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1169	1171	1171	1171	1171	成长能力					
资本公积	5462	5583	5583	5583	5583	营业收入(%)	15.1	1.8	8.3	10.0	10.6
留存收益	4089	4719	5342	6235	7181	营业利润(%)	0.1	15.6	5.7	38.9	7.6
归属母公司股东权益	10010	11470	12099	13135	14279	归属于母公司净利润(%)	2.3	16.0	4.9	39.7	7.5
负债和股东权益	29215	31491	40483	42287	49779	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	23.3	21.8	22.5	22.8	22.9
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	3.5	4.0	3.8	4.9	4.7
经营活动现金流	351	354	844	2551	1729	ROE(%)	8.4	8.7	8.7	11.1	11.0
净利润	907	1054	1111	1546	1663	ROIC(%)	7.4	7.3	5.6	7.6	7.3
折旧摊销	496	623	573	676	754	偿债能力					
财务费用	296	228	332	448	570	资产负债率(%)	63.2	61.7	68.5	67.1	69.5
投资损失	-74	-288	-177	-237	-206	流动比率	1.3	1.4	1.2	1.2	1.1
营运资金变动	-1486	-1495	-1016	127	-1058	速动比率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.6
其他经营现金流	213	232	21	-9	6	营运能力					
投资活动现金流	-1320	-1175	-1562	-1920	-1857	总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
筹资活动现金流	-443	1369	-548	-1527	-1321	应收账款周转率	3.3	2.9	3.1	3.0	3.0
每股指标 (元)						应付账款周转率	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.84	0.88	1.22	1.32	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.30	0.72	2.18	1.48	P/E	44.1	38.0	36.3	26.0	24.2
每股净资产(最新摊薄)	8.55	9.17	9.70	10.59	11.56	P/B	3.7	3.5	3.3	3.0	2.7
						EV/EBITDA	24.8	20.6	20.9	15.4	14.3

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦、曾捷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn