

公司研究

疫情影响业绩触底，未来有望恢复增长趋势

——烽火通信（600498.SH）2020 年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年报，全年实现营业收入 210 亿元，同比减少 14.55%；实现归属母公司净利润 1.02 亿元，同比减少 89.55%；处于前期预告区间内。

Q4 业绩下滑明显，发出商品回归上升趋势。公司处武汉疫区，Q1 受疫情影响，收入和业绩出现较严重下滑。随着 3 月份国内疫情缓和，运营商招标陆续启动，公司 Q2、Q3 业绩持续恢复。但公司 Q4 单季收入同比环比均出现较大幅度下滑，单季净利润亏损 1.75 亿元，导致全年净利润仅 1 亿元。全年经营性净现金流 1.12 亿元，同比下滑 68%。预收款+合同负债 36 亿元，同比增加 4.7 亿元。发出商品账面余额 74 亿元，回归上升趋势。

通信系统业务有望回暖。2020 年公司通信系统收入 129 亿元，同比下降 16%，毛利率略有提升。展望未来，我们预计未来随着运营商有线侧及 5G 承载网资本开支占比上升，业务有望回暖，但考虑到长期运营商资本开支或将进入下行周期，该业务长期成长性或放缓。

光纤光缆业务低迷。近年来光纤光缆行业受供给过剩需求低迷影响，价格处于低位。公司 20 年光纤光缆及电缆业务营收 52 亿元，同比下降 5%，毛利率小幅下滑，主营光棒的烽火藤仓净利润进一步减少。

烽火星空业绩释放低于预期。子公司烽火星空 20 年全年实现净利润 6616 万元，而 20 年上半年净利润为 1.2 亿，首次在下半年出现亏损。我们认为，虽 20 年受疫情影响，公安网安领域景气度并未成为景气大年，但行业内公司订单情况同比 19 年基本稳定。此外考虑季节性因素，下半年为行业旺季，亏损情况实属罕见。因此参考行业情况，我们推测星空在手订单确认比例较低。

展望 21 年，由于处于“十四五”规划初期，公安等领域需求景气度仍存在不确定性。预计至 21 年底，公安对于“十四五”期间的网络安全整体投资规划将落地，22 年有望进入新一轮订单和建设景气周期。

下调“增持”评级：考虑到中美贸易摩擦对供应链影响的不确定性，下调 21~22 年净利润由 14/15 至 4.9(-65%)/6.4(-57%)亿元，预测 23 年净利润 7.8 亿元，对应 PE 43X/33X/27X，若考虑转债因素，对应转股后 PE 49X/38X/31X，考虑到公司主业成长性减弱，业绩不稳定性增加，下调至“增持”评级。

风险提示：独立组网投资持续性低于预期；网安市场竞争加剧；公司业绩释放低于预期，成长性减弱导致长期估值中枢下移。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	24,662	21,074	23,136	24,225	25,361
营业收入增长率	1.76%	-14.55%	9.78%	4.71%	4.69%
净利润（百万元）	979	102	492	640	775
净利润增长率	15.99%	-89.55%	380.89%	30.18%	21.04%
EPS（元）	0.84	0.09	0.43	0.57	0.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.53%	0.89%	4.14%	5.27%	6.22%
P/E	22	212	43	33	27
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-16

增持（下调）

当前价：18.51 元

作者

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqi@ebsecn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

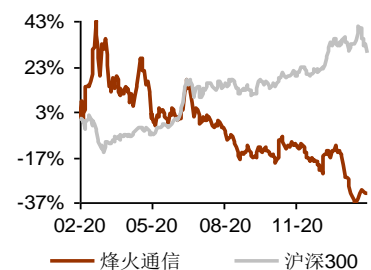
021-52523849

kailiu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.32
总市值(亿元):	209.45
一年最低/最高(元):	18.11/37.28
近 3 月换手率:	45.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.84	-14.87	-72.56
绝对	-0.81	-24.88	-43.21

资料来源：Wind

相关研报

二季度有所恢复，全年业绩考核压力仍大——烽火通信（600498.SH）2020 年中报点评（2020-08-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,662	21,074	23,136	24,225	25,361
营业成本	19,285	16,490	18,164	18,960	19,717
折旧和摊销	606	669	644	712	791
税金及附加	91	80	88	92	96
销售费用	1,642	1,360	1,411	1,429	1,446
管理费用	283	270	176	184	193
研发费用	2,332	2,579	2,630	2,762	2,900
财务费用	228	234	350	293	307
投资收益	288	208	200	200	200
营业利润	1,116	209	611	786	950
利润总额	1,114	205	607	782	946
所得税	60	62	61	78	95
净利润	1,054	143	547	704	852
少数股东损益	75	41	55	63	77
归属母公司净利润	979	102	492	640	775
EPS(按最新股本计)	0.84	0.09	0.43	0.57	0.68

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	354	113	500	359	405
净利润	979	102	492	640	775
折旧摊销	606	669	644	712	791
净营运资金增加	-270	-23	1,339	1,520	1,744
其他	-961	-635	-1,974	-2,513	-2,905
投资活动产生现金流	-1,175	-784	-13	-1,272	-1,410
净资本支出	-1,168	-962	-163	-1,422	-1,560
长期投资变化	2,217	2,303	0	0	0
其他资产变化	-2,224	-2,126	150	150	150
融资活动现金流	1,369	308	-923	1,012	1,175
股本变化	2	-1	-39	0	0
债务净变化	1,192	1,128	-479	1,664	1,943
无息负债变化	-232	2,404	1,176	-270	-507
净现金流	571	-431	-436	99	170

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21.8%	21.8%	21.5%	21.7%	22.3%
EBITDA 率	8.3%	7.2%	7.4%	7.9%	8.7%
EBIT 率	5.8%	4.0%	4.6%	5.0%	5.6%
税前净利润率	4.5%	1.0%	2.6%	3.2%	3.7%
归母净利润率	4.0%	0.5%	2.1%	2.6%	3.1%
ROA	3.3%	0.4%	1.5%	1.9%	2.1%
ROE (摊薄)	8.5%	0.9%	4.1%	5.3%	6.2%
经营性 ROIC	11.5%	4.5%	7.0%	6.9%	7.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	62%	66%	65%	66%	67%
流动比率	1.42	1.39	1.43	1.39	1.36
速动比率	0.89	0.66	0.65	0.63	0.61
归母权益/有息债务	3.57	2.64	3.07	2.20	1.67
有形资产/有息债务	9.26	7.52	9.03	6.63	5.14

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	31,491	35,042	36,191	37,930	39,758
货币资金	4,638	3,970	3,535	3,634	3,804
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	7,494	5,759	6,323	6,621	6,931
应收票据	1,053	514	565	591	619
其他应收款 (合计)	711	596	648	679	711
存货	8,939	13,574	15,063	15,770	16,443
其他流动资产	495	914	914	914	914
流动资产合计	23,670	25,831	27,601	28,787	30,024
其他权益工具	180	180	180	180	180
长期股权投资	2,217	2,303	2,303	2,303	2,303
固定资产	2,567	3,351	3,345	3,398	3,496
在建工程	1,027	877	1,214	1,522	1,814
无形资产	721	1,000	1,029	1,058	1,086
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	7,821	9,210	8,590	9,143	9,734
总负债	19,435	22,967	23,664	25,057	26,494
短期借款	549	479	0	1,664	3,607
应付账款	5,797	6,500	7,160	7,473	7,772
应付票据	4,445	5,736	6,318	6,595	6,858
预收账款	3,200	2	2	2	2
其他流动负债	0	234	234	234	234
流动负债合计	16,620	18,580	19,276	20,670	22,107
长期借款	50	1,399	1,399	1,399	1,399
应付债券	2,333	2,466	2,466	2,466	2,466
其他非流动负债	431	521	521	521	521
非流动负债合计	2,815	4,387	4,387	4,387	4,387
股东权益	12,056	12,074	12,527	12,873	13,264
股本	1,171	1,170	1,132	1,132	1,132
公积金	5,958	6,056	6,144	6,208	6,275
未分配利润	4,344	4,038	4,387	4,605	4,852
归属母公司权益	11,470	11,472	11,871	12,153	12,467
少数股东权益	585	602	657	720	797

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.66%	6.45%	6.10%	5.90%	5.70%
管理费用率	1.15%	1.28%	0.76%	0.76%	0.76%
财务费用率	0.93%	1.11%	1.51%	1.21%	1.21%
研发费用率	9.46%	12.24%	11.37%	11.40%	11.43%
所得税率	5%	30%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.34	0.08	0.32	0.41	0.49
每股经营现金流	0.30	0.10	0.44	0.32	0.36
每股净资产	9.80	9.80	10.49	10.74	11.02
每股销售收入	21.06	18.01	20.45	21.41	22.41

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	22	212	43	33	27
PB	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	11.2	15.9	13.9	13.3	12.5
股息率	1.8%	0.4%	1.7%	2.2%	2.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE