

投资评级 优于大市 维持

经营逐季改善，未来发展可期

股票数据

11月05日收盘价(元)	25.95
52周股价波动(元)	21.10-41.95
总股本/流通A股(百万股)	1170/1114
总市值/流通市值(百万元)	30365/28902

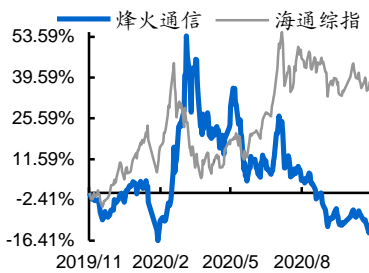
相关研究

《安全、云计算快速增长，5G新基建发力》
2020.05.06

《三季度净利润增长加速，5G承载网招标值得期待》2019.11.07

《信息安全、云计算业务突出，期待传输网建设发力》2019.09.02

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.2	2.1	-9.6
相对涨幅(%)	2.7	-0.3	-11.8

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 事件。**10月31日烽火通信发布三季报，前三季度公司收入158亿元（同比-10.97%），归母净利润2.77亿元（同比-55.22%），扣非归母净利润2.49亿元（同比-58.32%）；毛利率20.59%（同比-1.34PCT）。
- 经营逐季度改善。**受疫情影响，公司Q1业绩大幅下降。前三季度公司收入增速分别为-40.38%、-8.10%和10.29%；归母净利润增速分别为-214.12%、-5.76%和15.61%；毛利率分别为22.71%、18.82%和21.42%。公司整体经营呈逐季度改善趋势。
- 存货提升，费用有所下降。**截止Q3末公司存货124亿元（19年Q3末为106亿元），合同负债38亿元（19年Q3末预收账款为28亿元）。前三季度公司销售费用10亿元（同比-10%）、管理费用2亿元（同比-12%）、研发费用18亿元（同比-7%）、财务费用2亿元（同比+42%）。
- 5G投资战略地位突出，行业需求持续景气。**据通信产业网微信公众号报道，在近日国新办举行的前三季度工业通信业发展情况新闻发布会上，工业和信息化部新闻发言人、信息通信发展司司长闻库表示，“整个5G的发展是非常重要的，这不仅仅是工信部，也不仅仅是中国，实际上从各个新闻媒体上看，全世界对5G发展也是持积极的态度。未来三年，我国5G仍处于持续上升阶段，仍需保持战略定力，尊重技术演进、网络建设、市场发展的规律，扎实推进5G网络建设，全面加快5G应用的创新步伐，努力形成“以建促用、以用促建”的5G良性发展模式。”
- 盈利预测。**基于公司地处武汉，受疫情影响较大，我们适度下调了公司20年的盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润为6.02亿元，11.40亿元，13.58亿元；对应EPS分别为0.51元、0.97元和1.16元。考虑行业内信息安全需求旺盛、5G大规模投资渐近，公司综合受益程度明显；给予2021年动态PE 30-35倍，对应合理价值区间29.10元~33.95元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**ICT业务发展低于预期，中美贸易摩擦升级影响。

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@htsec.com

证书:S0850517090006

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24235	24662	24606	28976	34787
(+/-)YoY(%)	15.1%	1.8%	-0.2%	17.8%	20.1%
净利润(百万元)	844	979	602	1140	1358
(+/-)YoY(%)	2.3%	16.0%	-38.5%	89.5%	19.1%
全面摊薄EPS(元)	0.72	0.84	0.51	0.97	1.16
毛利率(%)	23.3%	21.8%	22.1%	23.0%	23.8%
净资产收益率(%)	8.4%	8.5%	5.2%	9.2%	10.3%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值对比

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE(X)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002281.SZ	光迅科技	32.96	230	0.51	0.74	0.90	64	45	37
300628.SZ	亿联网络	65.76	593	1.37	1.50	1.96	48	44	34
002583.SZ	海能达	7.41	136	0.04	0.21	0.29	169	35	25
002192.SZ	中新赛克	64.53	113	1.69	1.69	2.31	38	38	28
						平均	80	41	31
600498.SH	烽火通信	25.95	304	0.84	0.51	0.97	31	50	27

备注: 收盘价日期为 2020 年 11 月 05 日, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 公司业务分拆 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
1、通信设备系统收入	14970.43	15533.50	15533.50	18640.19	23300.24
收入增幅	13.45%	3.76%	0.00%	20.00%	25.00%
毛利率	21.76%	18.75%	19.00%	20.00%	21.00%
2、光纤及线缆收入	6458.15	5503.85	5503.85	5779.04	6067.99
收入增幅	18.35%	-14.78%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	17.60%	17.20%	17.00%	16.50%	17.00%
3、数据网络产品收入	2531.99	3264.44	3264.44	4243.77	5092.52
收入增幅	19.05%	28.93%	0.00%	30.00%	20.00%
毛利率	46.47%	45.05%	45.50%	45.00%	45.00%
4、其他					
收入	274.66	360.20	304.07	312.98	325.75
收入增幅	-0.97%	31.14%	-15.58%	2.93%	4.08%
合计: 营业收入	24235.24	24661.98	24605.85	28975.98	34786.50
总收入增幅	15.10%	1.76%	-0.23%	17.76%	20.05%
整体毛利率	23.26%	21.80%	22.09%	22.98%	23.80%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	24662	24606	28976	34787
每股收益	0.84	0.51	0.97	1.16	营业成本	19285	19172	22319	26509
每股净资产	9.80	9.96	10.56	11.31	毛利率%	21.8%	22.1%	23.0%	23.8%
每股经营现金流	0.30	0.48	0.78	0.96	营业税金及附加	91	91	107	129
每股股利	0.34	0.35	0.38	0.41	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	1642	1722	1970	2470
P/E	31.02	50.47	26.64	22.36	营业费用率%	6.7%	7.0%	6.8%	7.1%
P/B	2.65	2.61	2.46	2.29	管理费用	283	369	377	522
P/S	1.23	1.23	1.05	0.87	管理费用率%	1.1%	1.5%	1.3%	1.5%
EV/EBITDA	17.53	37.61	21.87	17.55	EBIT	1029	791	1392	1748
股息率%	1.3%	1.4%	1.4%	1.6%	财务费用	228	287	286	247
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.9%	1.2%	1.0%	0.7%
毛利率	21.8%	22.1%	23.0%	23.8%	资产减值损失	122	263	264	411
净利润率	4.0%	2.4%	3.9%	3.9%	投资收益	288	90	100	100
净资产收益率	8.5%	5.2%	9.2%	10.3%	营业利润	1116	679	1291	1538
资产回报率	3.1%	2.0%	3.4%	3.6%	营业外收支	-2	6	7	8
投资回报率	9.1%	6.4%	10.0%	11.4%	利润总额	1114	685	1298	1546
盈利增长 (%)					EBITDA	1652	794	1395	1754
营业收入增长率	1.8%	-0.2%	17.8%	20.1%	所得税	60	37	70	84
EBIT 增长率	-9.4%	-23.1%	76.0%	25.6%	有效所得税率%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
净利润增长率	16.0%	-38.5%	89.5%	19.1%	少数股东损益	75	46	87	104
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	979	602	1140	1358
资产负债率	61.7%	59.0%	60.7%	62.9%					
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.2	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.9	0.7	0.6	0.6	货币资金	4638	2044	1190	800
现金比率	0.3	0.1	0.1	0.0	应收账款及应收票据	8547	8448	9948	11943
经营效率指标					存货	8939	9377	10916	12965
应收帐款周转天数	125.3	125.3	125.3	125.3	其它流动资产	1547	1448	1613	1832
存货周转天数	178.5	178.5	178.5	178.5	流动资产合计	23670	21316	23667	27540
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	长期股权投资	2217	2217	2217	2217
固定资产周转率	9.5	9.1	9.6	10.5	固定资产	2567	2864	3161	3456
					在建工程	1027	1527	1927	2227
					无形资产	721	721	721	721
					非流动资产合计	7821	8651	9586	10348
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	31491	29967	33252	37888
净利润	979	602	1140	1358	短期借款	549	1200	1000	876
少数股东损益	75	46	87	104	应付票据及应付账款	10242	9098	11035	13039
非现金支出	879	266	267	416	预收账款	3200	4306	4636	5914
非经营收益	-84	221	192	147	其它流动负债	2629	2594	3024	3520
营运资金变动	-1495	-577	-770	-897	流动负债合计	16620	17197	19695	23349
经营活动现金流	354	557	916	1129	长期借款	50	50	50	50
资产	-1168	-579	-733	-611	其它长期负债	2765	432	432	432
投资	-35	-250	-200	-150	非流动负债合计	2815	482	482	482
其他	28	90	100	100	负债总计	19435	17680	20177	23831
投资活动现金流	-1175	-739	-833	-661	实收资本	1171	1170	1170	1170
债权募资	1938	-1682	-200	-124	归属于母公司所有者权益	11470	11656	12356	13234
股权募资	41	0	0	0	少数股东权益	585	632	719	823
其他	-610	-731	-737	-733	负债和所有者权益合计	31491	29967	33252	37888
融资活动现金流	1369	-2412	-937	-857					
现金净流量	548	-2594	-854	-390					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 05 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业
余伟民 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 深南电路,光迅科技,中国联通,俊知集团,中新赛克,鹏博士,天孚通信,光环新网,亨通光电,迪普科技,海格通信,崇达技术,烽火通信,中兴通讯,锐科激光,星网锐捷,光库科技,亿联网络,移远通信,沙钢股份,山石网科,工业富联,武汉凡谷,紫光股份,移为通信,深信服,广和通,数据港,华工科技,中天科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。