

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年11月01日

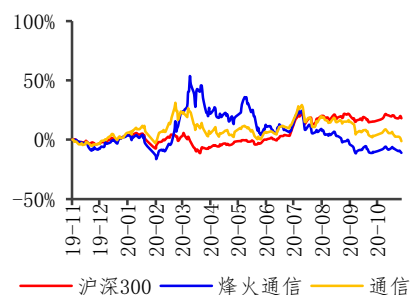
**市场数据**

目前股价	23.61
总市值（亿元）	276.27
流通市值（亿元）	262.96
总股本（万股）	117,015
流通股本（万股）	111,376
12个月最高/最低	41.46/20.85

**分析师**

分析师：吴彤 S1070520030004  
 ☎ 0755-83667984  
 ✉ wutong@cgws.com

分析师：余芳沁 S1070520100002  
 ☎ 0755-83558957  
 ✉ yufq@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

<<Q2 公司经营逐步企稳，数据网络板块拉动业绩增长>> 2020-08-30

<<疫情导致短期业绩承压，5G 及流量驱动业务长期增长>> 2020-04-30

<<业绩较去年基本持平，单季毛利率提升>> 2019-10-30

# Q3 企稳回暖迹象显著，烽火星空拉动业绩增长

## ——烽火通信（600498）公司动态点评

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24235	24662	23860	27511	31357
(+/-%)	15.1%	1.8%	-3.3%	15.3%	14.0%
净利润（百万元）	844	979	605	872	1126
(+/-%)	2.3%	16.0%	-38.2%	44.2%	29.1%
摊薄 EPS	0.72	0.84	0.52	0.74	0.96
PE	36	31	51	35	27

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- **事件：**公司发布 2020 年三季报，实现营业收入 158.25 亿元，同比减少 10.97%；归母净利润 2.77 亿元，同比减少 55.22%；扣非归母净利润 2.49 亿元，同比减少 58.32%。公司 Q1 业绩受疫情影响较大，Q2 及 Q3 业绩符合预期。
- **前三季度业绩下滑，Q3 单季回暖复苏：**国内及海外疫情陆续爆发影响公司经营拖累全年业绩，设备业务受到国际政府因素以及我国运营商经营压力等一系列不确定因素影响，且光纤光缆业务则面临中移动集采价格再度下滑的被动局面。此背景下，公司前三季度收入 158.25 亿元（YoY -10.97%），归母净利润 2.77 亿元（YoY -55.22%）。面对不利因素，公司努力精耕存量客户，积极拓展新业务领域。**运营商市场**，公司一方面努力提升国内 5G 市场份额，着力强化省内及优质地市项目运作能力，另一方面深挖大型跨国运营商客户寻求新增长点；**行业网市场**，公司首次实现发电市场突破，完成合肥、郑州等一批轨道交通通信系统项目的合同签订；**服务方面**，公司加快 5G 项目开通建设，强化客户网络改善。
- **分季度来看：**Q1 公司地处湖北为经营带来较大压力，营业收入 29.10 亿元（YoY -40.38%），归母净利润-1.9 亿元。Q2 公司订单逐步增长使经营企稳，单季收入 65.29 亿元（YoY -8.10%），归母净利润 2.46 亿元（YoY -5.76%），降幅较 Q1 显著收窄。Q3 国际疫情逐步好转且 5G 订单交付收入确认，单季业绩好转，营收 63.85 亿元（YoY 10.29%），归母净利润 2.22 亿元（YoY 15.61%）。
- **毛利率微降费用率微增，业绩低谷期仍保持高研发：**2020 年下半年国内电信运营面对 5G 资本开支减少，国内外政治环境严峻导致原材料采购及运输成本提升，公司综合毛利率微降 1.34pct。此外，公司期间费用率增长 0.96pct。其中，销售/研发/财务费用率分别增长 0.05pct、0.50pct、0.43pct，而管理费用率微降 0.02pct。在盈利能力下降的情况下，公司持续保持高

研发投入，彰显公司长远发展及提升核心竞争力的决心。

分季度来看，Q3 毛利率同比减少 3.36pct，期间费用率同比缩减 3.15pct，其他收益减少 33.26%，投资净收益增长 36.2%，资产减值损失减少，最终收入及归母净利润增幅基本同步。

- **数据网络板块表现优异，烽火星空拉动公司业绩。**虽然三季度未单独披露网络数据业务收入，从半年报烽火星空是公司的主要利润来源。全资子公司烽火星空凭借着电信级信息提取能力和海量 PB 级别大数据分析处理能力，坐拥网络监控领域约过半的市场份额。随着网络安全和大数据产品需求回暖，公司在公安、军队、政府、铁路、电力等下游领域渗透率逐步提升。上半年烽火星空净利润达到 1.24 亿元，而上市公司归母净利润仅为 0.56 亿元，可见烽火星空对拉动公司业绩有显著作用。
- **投资建议：**公司 Q2 业绩降幅已显著收窄，且 Q3 企稳复苏。公司通信系统业务将受益于 5G 发展，数据网络业务大幅增长。我们结合三季报业绩情况，下调盈利预测，预计公司 20-22 年营业收入分别为 238.60/275.11/313.57 亿元，归母净利润分别为 6.05/8.72/11.26 亿元，EPS 分别为 0.52/0.74/0.96 元，对应 PE 分别为 51X/35X/27X。
- **风险提示：**中电信光缆集采价格持续下滑不及预期；5G 基站建设进程不及预期；运营商资本开支压力较大；国际疫情持续蔓延使公司业务拓展受阻。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	24235.24	24661.98	23859.59	27511.00	31356.51	<b>成长性</b>					
营业成本	18598.56	19284.97	18696.94	21331.32	24160.63	营业收入增长	15.1%	1.8%	-3.3%	15.3%	14.0%
销售费用	1806.16	1641.58	1622.45	1892.76	2147.92	营业成本增长	15.8%	3.7%	-3.0%	14.1%	13.3%
管理费用	305.08	282.99	298.24	330.13	376.28	营业利润增长	0.1%	15.6%	-37.7%	45.1%	28.7%
研发费用	2295.51	2332.46	2600.69	2888.65	3198.36	利润总额增长	0.4%	15.5%	-37.7%	45.2%	28.6%
财务费用	295.83	228.26	203.67	252.17	328.03	净利润增长	2.3%	16.0%	-38.2%	44.2%	29.1%
其他收益	325.32	284.48	214.00	250.00	230.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	74.46	288.40	122.25	134.82	154.98	毛利率	23.3%	21.8%	21.6%	22.5%	22.9%
营业利润	966.10	1116.44	695.06	1008.20	1297.48	销售净利率	3.7%	4.3%	2.7%	3.4%	3.9%
营业外收支	-1.02	-2.24	-1.26	-1.13	-1.93	ROE	8.4%	8.7%	5.3%	7.3%	8.9%
利润总额	965.08	1114.20	693.80	1007.07	1295.54	ROIC	12.4%	13.9%	8.5%	11.8%	15.3%
所得税	58.19	60.35	45.10	65.46	84.21	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	63.03	75.07	43.89	69.51	85.46	销售费用/营业收入	7.5%	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%
净利润	843.86	978.78	604.82	872.10	1125.87	管理费用/营业收入	1.3%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	9.5%	9.5%	10.9%	10.5%	10.2%
					( 百万 )	财务费用/营业收入	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
流动资产	23473.91	23669.93	25881.03	32246.27	33928.54	投资收益/营业利润	7.7%	25.8%	17.6%	13.4%	11.9%
货币资金	3879.57	4637.61	7008.03	8080.52	9210.02	所得税/利润总额	6.0%	5.4%	6.5%	6.5%	6.5%
应收票据及应收账款合计	8387.20	8546.91	6935.27	11421.00	9209.47	应收账款周转率	3.25	2.91	3.08	3.00	3.04
其他应收款	520.59	710.83	416.64	895.64	617.86	存货周转率	1.79	2.04	1.92	1.98	1.95
存货	9925.56	8938.82	10562.31	10972.98	13816.17	流动资产周转率	1.01	1.05	0.96	0.95	0.95
非流动资产	5741.06	7821.12	8330.70	9611.97	10973.62	总资产周转率	0.83	0.81	0.73	0.72	0.72
固定资产	2647.30	2567.50	2361.51	2614.61	2785.41	<b>偿债能力</b>					
资产总计	29214.97	31491.06	34211.73	41858.23	44902.16	资产负债率	63.2%	61.7%	64.0%	69.3%	69.6%
流动负债	17494.41	16620.21	19602.25	27125.72	29801.00	流动比率	1.34	1.42	1.32	1.19	1.14
短期借款	1479.86	548.81	3716.97	6908.53	9278.18	速动比率	0.73	0.84	0.73	0.75	0.64
应付款项	9775.16	10242.02	8895.17	13090.31	11724.70	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
非流动负债	981.01	2815.10	2303.15	1882.72	1438.18	EPS	0.72	0.84	0.52	0.74	0.96
长期借款	545.00	2382.92	1868.93	1449.52	1004.47	每股净资产	8.55	9.17	9.34	9.75	10.37
负债合计	18475.42	19435.32	21905.40	29008.44	31239.18	每股经营现金流	1.33	1.63	0.83	0.52	1.49
股东权益	10739.55	12055.74	12306.31	12849.78	13662.97	每股经营现金/EPS	1.85	1.95	1.60	0.70	1.55
股本	1168.70	1170.98	1171.00	1171.00	1171.00	<b>估值</b>					
留存收益	4088.77	4718.69	5074.74	5595.47	6269.05	PE	36.30	31.30	50.65	35.13	27.21
少数股东权益	729.98	585.48	629.37	698.88	784.35	PEG	4.20	3.17	-4.85	27.88	5.73
负债和权益总计	29214.97	31491.06	34211.73	41858.23	44902.16	PB	3.06	2.85	2.80	2.68	2.52
<b>现金流量表</b>					( 百万 )	EV/EBITDA	20.34	16.88	26.21	19.36	15.26
经营活动现金流	351.12	353.67	966.28	606.65	1747.54	EV/SALES	1.23	1.22	1.29	1.18	1.06
其中营运资本减少	-60.13	333.86	-218.38	-975.13	-258.60	EV/IC	2.41	2.00	1.69	1.52	1.39
投资活动现金流	-1319.89	-1174.92	-841.86	-1669.28	-1828.43	ROIC/WACC	1.39	1.56	0.96	1.39	1.83
其中资本支出	971.87	1170.13	-230.89	365.40	268.06	REP	1.73	1.28	1.77	1.09	0.76
融资活动现金流	-443.07	1369.06	-112.93	-1024.09	-1355.38						
净现金总变化	-1406.00	571.48	11.49	-2086.71	-1436.27						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>