

投资收益减少降低净利润增速

烽火通信 (600498)
评级: 买入 (维持)
股价: 19.93 元
目标价位: 21.70 元
跟踪报告

2009 年 8 月 5 日

星期三

TMT 小组

康志毅

010-66216231-820

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 21.70

升值潜力 (%) 8.8%

目标价确定日期: 09.08.05

重要数据

总股本 (亿股) 4.10

流通股本 (亿股) 2.00

总市值 (亿元) 81.71

流通市值 (亿元) 39.84

市场表现

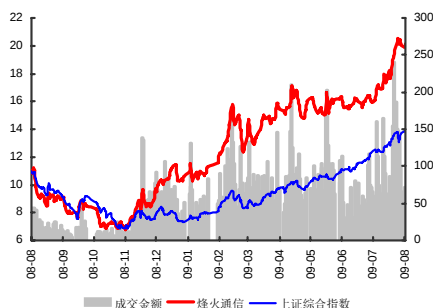
绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

1 个月 0.31 -1.43

3 个月 25.36 -14.75

6 个月 71.12 2.67

个股相对上证综指走势图



相关报告:

投资要点

- 2009 年 1-6 月公司实现营业收入 19.49 亿元, 同比增长 47.8%; 营业利润 1.43 亿元, 同比增长 41.3%; 净利润 1.42 亿元, 同比增长 35%, 每股收益 0.35 元。其中二季度实现营业收入 12.01 亿元, 同比增长 58%; 净利润 1.01 亿元, 同比增长 35.1%, 每股收益 0.25 元。
- **广发基金现金红利减少。**公司持有广发基金 16.67% 股权, 09 年上半年公司收到广发基金现金红利 3,000 万元 (占净利润的 21%), 同比减少 25%, 主要是由于 08 年资本市场处于低谷, 广发利润减少所致。若不考虑广发基金现金分红减少, 公司净利润将同比增长 43%, 与收入增速基本持平。
- **国内 3G 带动光网络设备需求增长加快, 海外市场萎缩。**09 年上半年我国对 3G 建设投入已达 800 亿元, 占全年投资总额的 55%。受益 3G 规模投资, 公司二季度收入增长加快, 单季同比增长 58%, 环比提高 24 个百分点。1-6 月细分产品收入中, 通信系统设备收入 11.01 亿元, 同比增长 71%, 主要是由于运营商对骨干网扩容力度加大, 光网络设备需求大幅增长, 但由于运营商对宽带建设略有忽视, 光接入设备收入增长可能放缓; 光纤及线缆收入 6.43 亿元, 同比增长 40.4%, 主要是光纤光缆需求也受到 3G 建设刺激, 短期内供不应求, 量价双升, 而公司占据行业 14% 的市场份额, 随之受益。海外市场需求萎缩, 公司海外收入同比减少 29%, 但由于收入规模

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	2,347.1	3,427.0	4,585.6	5,808.0	7,361.6
营业收入增长率 (%)	22.1%	46.0%	33.8%	26.7%	26.7%
营业利润 (百万元)	101.5	167.0	317.3	414.0	534.1
营业利润增长率 (%)	268.3%	64.4%	90.1%	30.5%	29.0%
净利润 (百万元)	105.7	175.3	255.8	324.1	407.8
净利润增长率 (%)	103.8%	65.8%	46.0%	26.7%	25.8%
营业利润率 (%)	4.3%	4.9%	6.9%	7.1%	7.3%
每股收益 (元)	0.258	0.427	0.624	0.791	0.995
每股净资产 (元)	5.69	6.00	6.62	7.41	8.41
PE (X)	77.3	46.6	31.9	25.2	20.0
PB (X)	3.5	3.3	3.0	2.7	2.4
ROE (%)	4.5%	7.1%	9.4%	10.7%	11.8%

仅占总收入的 3.6%，影响甚小。

- **综合毛利率同比略微提升 1.62 个百分点。**报告期公司综合毛利率 27.7%，同比提高 1.6 个百分点。其中出货量快速增长促使通信系统设备毛利率同比提高 1.5 个百分点至 28.2%；光纤集采价格提高，公司光纤线缆毛利率同比提高 3.4 个百分点至 21.5%。我们预计 09 年公司毛利率继续提升的可能性大，但由于光纤光缆供需将趋于平衡，以及光网络设备特别是毛利率稳定的 SDH、ASON 设备需求减弱，2010 年存在下降的风险。
- **期间费用率与去年同期基本持平。**09 年上半年公司期间费用率 19.8%，同比略微上升 0.6 个百分点，其中销售费用率同比下降 1.3 个百分点，管理费用率同比上升 0.2 个百分点，财务费用率同比上升 1.7 个百分点，主要是由于人民币汇率稳定，汇兑收益大幅减少所致。
- **预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.62 元、0.79 元、0.99 元，**对应动态市盈率分别为 32x、25x、20x，估值水平与行业均值基本持平，但考虑到未来 FTTH 对公司的积极影响，产品需求存在爆发式增长的可能，以及股权激励对公司骨干员工积极性的提高，将促进公司业绩平稳快速增长，我们维持对公司“买入”的投资评级。

图1. 烽火通信半年度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2008	YoY	2Q2009	2Q2008	YoY	1Q2009	QoQ
营业收入	1,949.02	1,319.12	47.8%	1,201.68	760.79	58.0%	747.34	60.8%
增长率	47.8%	33.7%	14.0%	58.0%	29.2%	28.8%	33.9%	24.1%
毛利率	27.8%	25.9%	1.9%	29.0%	25.8%	3.2%	25.9%	3.1%
营业成本	1,407.45	977.82	43.9%	853.64	564.63	51.2%	553.81	54.1%
营业税金及附加	11.41	6.40	78.2%	8.18	3.74	118.7%	3.22	154.0%
期间费用率	19.8%	19.2%	0.6%	18.5%	18.7%	-0.2%	21.9%	-3.4%
销售费用	174.48	134.58	29.6%	99.75	76.04	31.2%	74.73	33.5%
销售费用率	9.0%	10.2%	-1.3%	8.3%	10.0%	-1.7%	10.0%	-1.7%
管理费用	210.95	140.25	50.4%	121.40	75.30	61.2%	89.55	35.6%
管理费用率	10.8%	10.6%	0.2%	10.1%	9.9%	0.2%	12.0%	-1.9%
财务费用	0.36	-21.91	-101.6%	1.12	-9.21	-112.1%	-0.76	-247.3%
财务费用率	0.0%	-1.7%	1.7%	0.1%	-1.2%	1.3%	-0.1%	0.2%
资产减值损失	30.95	26.78	15.6%	27.88	21.04	32.5%	3.07	806.9%
公允价值变动净收益	0.00	0.00		0.00	0.00		0.00	
投资净收益	30.26	46.49	-34.9%	30.18	43.72	-31.0%	0.08	37271%
营业利润	143.69	101.68	41.3%	119.89	72.98	64.3%	23.80	403.8%
增长率	41.3%	149.9%	-108.6%	64.3%	228.7%	-164.4%	-17.1%	81.4%
营业利润率	7.4%	7.7%	-0.3%	10.0%	9.6%	0.4%	3.2%	6.8%
加：营业外收入	37.76	25.37	48.8%	18.52	18.71	-1.0%	19.24	-3.7%
减：营业外支出	0.45	0.62	-28.2%	0.21	0.39	-46.0%	0.24	-11.8%
利润总额	181.00	126.43	43.2%	138.20	91.31	51.4%	42.80	222.9%
减：所得税	10.67	4.94	116.1%	8.15	1.58	414.5%	2.52	223.6%
实际所得税率	5.9%	3.9%	2.0%	5.9%	1.7%	4.2%	5.9%	0.0%
净利润	170.33	121.49	40.2%	130.05	89.72	44.9%	40.28	222.9%
减：少数股东损益	28.54	16.48	73.2%	28.40	14.48	96.2%	0.14	20309%
归属于母公司所有者的净利润	141.79	105.01	35.0%	101.65	75.25	35.1%	40.14	153.3%
增长率	35.0%	132.3%	-97.3%	35.1%	281.0%	-245.9%	34.9%	0.2%
净利润率	7.3%	8.0%	-0.7%	8.5%	9.9%	-1.4%	5.4%	3.1%
每股收益（元）	0.35	0.26	35.0%	0.25	0.18	35.1%	0.10	153.3%

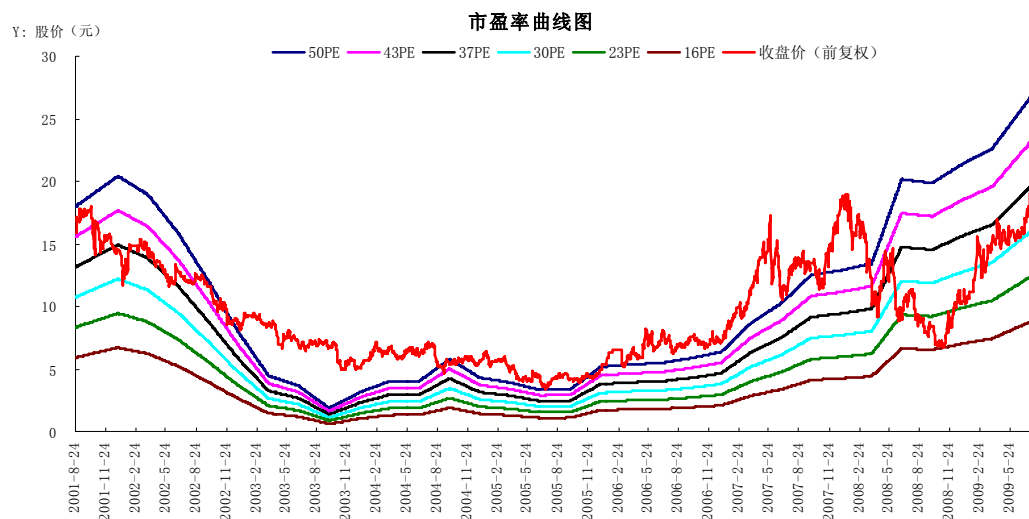
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

图2. 烽火通信盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	1,921.8	2,347.1	3,427.0	4,585.6	5,808.0	7,361.6	46.0%	33.8%	26.7%	26.7%
增长率	22.4%	22.1%	46.0%	33.8%	26.7%	26.7%	23.9%	-12.2%	-7.1%	0.1%
通信系统设备	985.8	1,082.3	1,764.4	2,430.3	3,300.4	4,491.6	63.0%	37.7%	35.8%	36.1%
光纤及线缆	556.0	864.9	1,162.2	1,687.5	1,961.7	2,259.9	34.4%	45.2%	16.3%	15.2%
数据网络产品	290.3	336.2	434.2	463.3	539.3	601.6	29.2%	6.7%	16.4%	11.6%
进出口代理业务	3.8	4.6	1.8	4.4	6.6	8.6	-61.5%	150.0%	50.0%	30.0%
综合毛利率	27.4%	30.6%	27.8%	29.3%	28.4%	27.7%	-2.8%	1.5%	-0.9%	-0.7%
营业成本	1,395.9	1,628.6	2,473.6	3,241.9	4,157.2	5,320.0	51.9%	31.1%	28.2%	28.0%
营业税金及附加	14.9	16.2	25.4	32.1	40.7	51.5	57.4%	26.1%	26.7%	26.7%
期间费用率	24.2%	24.6%	20.6%	19.9%	19.1%	18.4%	-4.0%	-0.7%	-0.8%	-0.7%
销售费用	246.1	328.3	351.6	426.5	511.1	633.1	7.1%	21.3%	19.8%	23.9%
销售费用率	12.8%	14.0%	10.3%	9.3%	8.8%	8.6%	-3.7%	-1.0%	-0.5%	-0.2%
管理费用	211.4	257.8	368.0	481.5	569.2	699.4	42.8%	30.8%	18.2%	22.9%
管理费用率	11.0%	11.0%	10.7%	10.5%	9.8%	9.5%	-0.2%	-0.2%	-0.7%	-0.3%
财务费用	7.0	(8.8)	(13.6)	3.7	29.0	22.1	53.9%	-127.0%	692%	-24.0%
财务费用率	0.4%	-0.4%	-0.4%	0.1%	0.5%	0.3%	0.0%	0.5%	0.4%	-0.2%
资产减值损失	36.1	127.0	103.5	114.6	122.0	132.5	-18.5%	10.7%	6.4%	8.6%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
投资净收益	17.1	103.3	48.6	32.0	35.1	31.1	-53.0%	-34.1%	9.7%	-11.4%
营业利润	27.6	101.5	167.0	317.3	414.0	534.1	64.4%	90.1%	30.5%	29.0%
增长率	17.7%	268.3%	64.4%	90.1%	30.5%	29.0%	-203.9%	25.6%	-59.6%	-1.4%
营业利润率	1.4%	4.3%	4.9%	6.9%	7.1%	7.3%	0.5%	2.0%	0.2%	0.1%
加: 营业外收入	54.4	77.2	62.1	67.0	72.1	76.5	-19.5%	7.9%	7.6%	6.1%
减: 营业外支出	2.7	1.3	2.8	3.8	4.0	4.1	116.6%	38.0%	5.3%	2.5%
利润总额	79.3	177.5	226.3	380.5	482.1	606.5	27.5%	68.1%	26.7%	25.8%
减: 所得税	14.0	21.0	(8.4)	38.1	48.2	60.7	-139.8%	-555.2%	26.7%	25.8%
实际所得税率	17.6%	11.8%	-3.7%	10.0%	10.0%	10.0%	-15.5%	13.7%	0.0%	0.0%
净利润	65.3	156.5	234.7	342.5	433.9	545.9	50.0%	45.9%	26.7%	25.8%
减: 少数股东损益	13.5	50.8	59.4	86.7	109.8	138.1	17.0%	45.8%	26.7%	25.8%
归属于母公司所有者的净利润	51.9	105.7	175.3	255.8	324.1	407.8	65.8%	46.0%	26.7%	25.8%
增长率	23.0%	103.8%	65.8%	46.0%	26.7%	25.8%	-37.9%	-19.9%	-19.3%	-0.9%
净利润率	2.7%	4.5%	5.1%	5.6%	5.6%	5.5%	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%
每股收益(元)	0.13	0.26	0.43	0.62	0.79	0.99	65.8%	46.0%	26.7%	25.8%

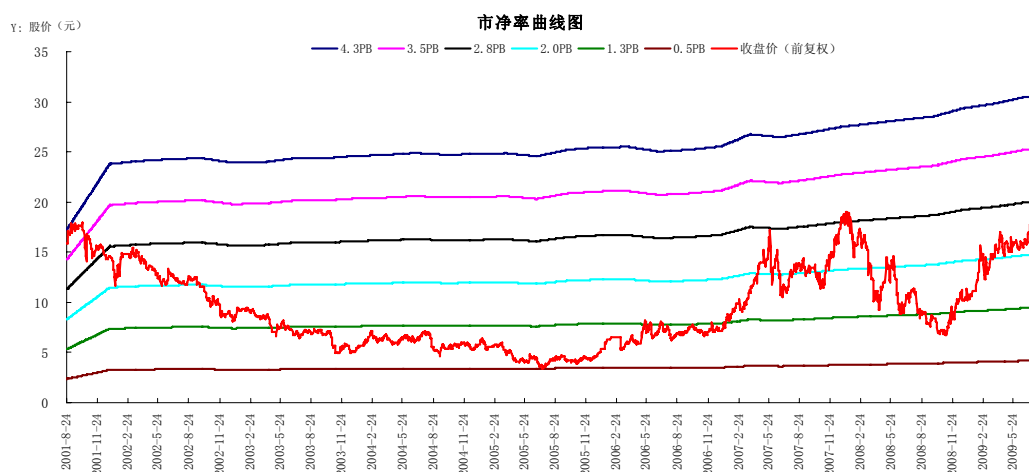
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图3. 烽火通信 PE 曲线



资料来源: 东海证券研究所

图4. 烽火通信 PB 曲线



资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒行业高级分析师, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业研究员; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122