

季报点评

收入符合预期，明年继续“风火”

通信行业

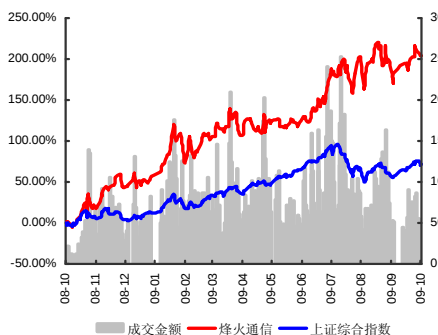
2009 年 10 月 29 日

——烽火通信（600498）季报点评

推荐（维持）

合理价格：24.7 元

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《光通信业务增长超市场预期》
09/08/05

报告作者：

研究员 熊云彩

电话： 021-58766036-203

Email: xiongyc@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：10 月 28 日公司公布三季报，前三季度实现营业收入 32.92 亿元，营业利润 2.25 亿元，净利润 2.01 亿元，分别较去年同期增长 53.5%、89.8%和 49.0%，每股收益 0.49 元。

点评：

收入和利润水平符合预期。公司三季度收入 13.43 亿元，净利润 5902.2 万元，分别同比增长 62.7%和 98.2%，前三季度收入 32.92 亿元，净利润 2.01 亿元，分别同比增长 53.5%和 49.0%。公司前三季度收入和利润水平增长符合我们之前的预期。

Q3 毛利率和销售费用率较低是因为光缆收入占比较高。公司三季度毛利率 23.6%，低于前两个季度的 25.9%和 29.0%。三季度期间费用率为 15.7%，远低于前两个季度的 21.9%和 18.5%，主要原因是销售费用率从常态的 10%左右降为 5.5%。我们认为，主要原因是三季度来自光缆的收入占比较高，因为光缆业务的毛利率低于公司水平，且光缆的销售费用率低于系统设备产品。

2010 年宽带建设需求全面释放，烽火通信受益最为直接。今年 3G 建设对其他业务网络建设有一定的挤出效应，其他子行业建设需求被压抑。3G 建设在 09 年高峰之后仍然不会减缓，但经过一年时间的经验积累，资源可以有效分配到其他子行业。除去无线通信，从发展趋势和运营商收入占比上看，非宽带莫属。我们认为 2010 年宽带建设需求将全面释放，公司的光通信接入设备市场占有率超过 1/3，宽带建设需求释放公司受益最大。

维持“推荐”评级，合理价格 24.7 元。我们预计 09-11 年 EPS 分别为 0.62 元、0.88 元和 1.13 元。按 10 年业绩估算，给予 28 倍市盈率，公司合理价格为 24.7 元，维持“推荐”评级。

关键假设:

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	2,287,939,056	3,362,609,893	5,086,950,071	7,189,710,358	9,344,496,386
通信系统	1,082,328,723	1,764,445,948	2,999,558,111	4,499,337,167	6,299,072,034
光纤光缆及电缆	864,874,755	1,162,190,548	1,627,066,767	2,115,186,798	2,326,705,477
数据网络产品	336,156,286	434,212,622	455,923,253	569,904,066	712,380,082
进出口代理费	4,579,293	1,760,776	4,401,939	5,282,327	6,338,792
收入占比					
通信系统	47.3%	52.5%	59.0%	62.6%	67.4%
光纤光缆及电缆	37.8%	34.6%	32.0%	29.4%	24.9%
数据网络产品	14.7%	12.9%	9.0%	7.9%	7.6%
进出口代理费	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业收入增长率	24.6%	47.0%	51.3%	41.3%	30.0%
通信系统	9.8%	63.0%	70.0%	50.0%	40.0%
光纤光缆及电缆	55.5%	34.4%	40.0%	30.0%	10.0%
数据网络产品	15.8%	29.2%	5.0%	25.0%	25.0%
进出口代理费	20.3%	-61.5%	150.0%	20.0%	20.0%
毛利率	30.9%	28.1%	27.3%	28.1%	28.2%
通信系统	36.6%	31.7%	28.0%	30.0%	30.0%
光纤光缆及电缆	20.1%	16.9%	21.0%	20.0%	19.0%
数据网络产品	39.5%	43.5%	45.0%	43.0%	42.0%
进出口代理费	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 09/10/28				
利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,347.09	3,426.96	5,086.95	7,189.71	9,344.50	流动资产	4,123.04	4,701.31	6,434.52	8,455.37	9,990.16
YOY(%)	22.1%	46.0%	48.4%	41.3%	30.0%	货币资金	1,358.99	1,197.09	1,234.29	1,901.77	1,632.96
营业成本	1,628.59	2,473.57	3,695.82	5,166.53	6,707.16	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	16.17	25.45	37.78	53.39	69.39	应收票据	109.23	194.66	223.44	367.49	400.55
销售费用	328.26	351.60	457.83	683.02	887.73	应收帐款	947.56	1,180.63	1,699.70	2,371.26	2,919.79
占营业收入比(%)	14.0%	10.3%	9.0%	9.5%	9.5%	预付帐款	30.90	76.49	83.96	140.35	150.85
管理费用	257.76	368.00	534.13	754.92	981.17	存货	1,608.71	2,011.45	2,992.50	3,436.52	4,542.08
占营业收入比(%)	11.0%	10.7%	10.5%	10.5%	10.5%	其它流动资产	67.65	40.98	200.63	237.99	343.93
财务费用	(8.84)	(13.60)	5.09	(6.51)	(5.54)	非流动资产	848.54	953.08	1,093.31	1,124.96	1,102.94
占营业收入比(%)	-0.4%	-0.4%	0.1%	-0.1%	-0.1%	可供出售投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	126.96	103.53	76.30	107.85	140.17	持有到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	38.04	39.29	39.29	39.29	39.29
投资净收益	103.35	48.56	40.00	30.00	30.00	固定资产	620.81	723.82	878.12	933.47	931.63
营业利润	101.54	166.96	320.01	460.51	594.42	无形资产	91.04	86.64	86.64	86.64	86.64
营业外净收入	75.93	59.37	59.37	59.37	59.37	其他长期资产	98.65	103.33	89.26	65.56	45.38
利润总额	177.47	226.32	379.37	519.88	653.78	资产总计	4,971.58	5,654.39	7,527.83	9,580.33	11,093.10
所得税	20.98	(8.36)	37.94	51.99	65.38	流动负债	2,119.46	2,858.06	3,906.73	5,569.21	6,593.18
所得税率(%)	11.8%	-3.7%	10.0%	10.0%	10.0%	短期借款	206.88	6.00	6.00	6.00	6.00
净利润	156.49	234.68	341.43	467.89	588.41	应付票据	565.39	963.38	1,320.79	1,872.34	2,272.97
占营业收入比(%)	6.7%	6.8%	6.7%	6.5%	6.3%	应付帐款	651.52	830.47	1,383.80	1,711.61	2,306.84
少数股东损益	50.80	59.42	68.33	78.58	90.36	其他流动负债	695.67	1,058.21	1,196.14	1,979.26	2,007.37
归属母公司净利润	105.69	175.27	273.11	389.31	498.04	非流动负债	241.55	7.85	7.85	7.85	7.85
YOY(%)	103.8%	65.8%	55.8%	42.6%	27.9%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.26	0.43	0.62	0.88	1.13	其他长期负债	241.55	7.85	7.85	7.85	7.85
						股东权益	2,610.57	2,788.48	3,613.24	4,003.27	4,492.07
主要财务比率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	股本	410.00	410.00	441.80	441.80	441.80
成长能力						留存收益	1,923.91	2,049.73	2,774.37	3,085.82	3,484.25
营业收入	22.1%	46.0%	48.4%	41.3%	30.0%	少数股东权益	276.66	328.75	397.08	475.65	566.02
营业利润	268.3%	64.4%	91.7%	43.9%	29.1%	母公司股东权益	2,333.91	2,459.73	3,216.17	3,527.62	3,926.05
归属于母公司净利润	103.8%	65.8%	55.8%	42.6%	27.9%	负债和股东权益	4,971.58	5,654.39	7,527.83	9,580.33	11,093.10
获利能力											
毛利率(%)	30.6%	27.8%	27.3%	28.1%	28.2%	现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利率(%)	6.7%	6.8%	6.7%	6.5%	6.3%	经营活动现金流	248.27	238.87	-165.41	902.38	-82.35
ROE(%)	6.0%	8.4%	9.4%	11.7%	13.1%	净利润	1,564.89	2,346.83	3,414.34	4,678.90	5,884.06
ROA(%)	3.1%	4.2%	4.5%	4.9%	5.3%	折旧和摊销	841.01	857.44	601.48	753.83	838.70
偿债能力						营运资本增加额	-576.42	354.27	5,669.89	-3,591.08	7,546.29
流动比率%	194.5%	164.5%	164.7%	151.8%	151.5%	其他	-499.64	-461.26	0.00	0.00	0.00
速动比率%	118.6%	94.1%	88.1%	90.1%	82.6%	投资活动现金流	72.82	-142.27	-280.73	-157.03	-86.85
资产负债率%	47.5%	50.7%	52.0%	58.2%	59.5%	资本支出	85.01	190.47	280.73	157.03	86.85
营运能力						投资的增加/减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	1.96	1.55	1.30	1.19	1.11	投资产生的流入	299.96	70.81	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	156.32	113.34	103.34	103.34	103.34	其他	142.12	22.61	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	294.49	267.10	247.10	227.10	217.10	融资活动现金流	17.32	-258.33	483.33	-77.86	-99.61
每股指标 (元)						发行股票	0.00	0.00	5,379.53	0.00	0.00
每股收益	0.26	0.43	0.62	0.88	1.13	短期借款	5,214.00	2,572.24	0.00	0.00	0.00
每股净资产	6.37	6.80	8.18	9.06	10.17	长期借款	1,790.86	-2,337.47	0.00	0.00	0.00
估值比率						其他	-6,039.66	-2,043.30	0.00	0.00	0.00
P/E	82.8	50.1	34.8	24.4	19.1	支付股利	791.96	774.73	546.21	778.63	996.09
P/B	3.4	3.2	2.6	2.4	2.1	现金净增加额	337.04	-165.70	37.19	667.49	-268.81

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。