

# 年报显眼季报平淡，更看好 2012 年传输扩容带来机会

## 事件

烽火通信公布 2010 年报和 2011 年第一季度报，年报情况：实现营业收入 56.84 亿，同比增长 21.25%，实现净利润 3.53 亿同比增 47.26%，利润总额 4.96 亿，其中投资收益和营业外占约 2.7 亿，实现基本每股收益 0.85 元。第一季度报情况，实现营收 10.9 亿，同比增 9%，实现净利润 6375 万，同比增 11.14%，基本每股收益 0.14 元。

## 研究观点

- **年报业绩符合市场一致预期。**市场对公司 2010 年业绩一致预期在 0.87 元左右，与年报业绩基本符合。
- **年报毛利率水平受竞争激烈影响有所下降，参股公司投资收益和营业外政府补助将成常态。**从分类收入和盈利能力来看，通信网络产品从 26.7 亿增长至 31.9 亿，增长较缓慢，且受 FTTH 设备市场竞争激烈的影响毛利率下降 4.92 个百分点至 23.01%，光纤光缆受去年实际执行价格上半年仍然较高影响毛利有所提升。从总盈利能力看，综合毛利下降 2.59 个百分点至 25.02%。我们认为，在传输和接入主系统设备市场，市场和竞争实力成为获取份额与稳定毛利的关键，公司在布局营销网络和加大技术研发方面的投入有望进一步稳定毛利水平。
- **季报平淡，与我们 3 月以来所指出的光通信一季度相对不景气符合。**我们在 3 月份以来指出光通信第一季度行业相对不景气，公司季报验证了我们这种判断。我们分析认为，阶段不景气主要由于电信运营商在自身收入和利润增长放缓背景下投资趋于谨慎相关，但我们相信带宽需求的激增将使得加大光通信投资成为必然选择，看好光通信中长期远景，但我们强调光通信投资的结构性和投资轮动性。
- **从光通信投资轮动性角度来看，更看好公司在 2012 年受益传输网扩容。**2011 年光通信机构性在接入网投资爆发式增长，烽火也将受益于此，但受接入产品占比较小和市占率有所下降影响，2011 年受益将不显著。我们认为，在光纤到户建设启动后 1 年左右其实际用户数扩展才能达到一定规模，触发传输网扩容需求，这才是烽火所真正面临的机遇所在。
- **投资建议：**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.12、1.48、1.70 元。参考通信设备行业 30 倍的估值中枢，综合考虑烽火通信 2012 年所面临的扩容机遇，基于 2011 年预期 EPS 给予 32.5 倍略高估值，对应目标价 36.4 元，维持公司“买入”评级。
- **催化剂因素：**运营商提前传输扩容、运营商 FTTH 建设力度超预期、光通信政策利好和投资超预期。
- **风险提示：**竞争风险、技术风险、产业链下游强势风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

吴友文

通信行业高级分析师

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

周军

通信行业资深分析师

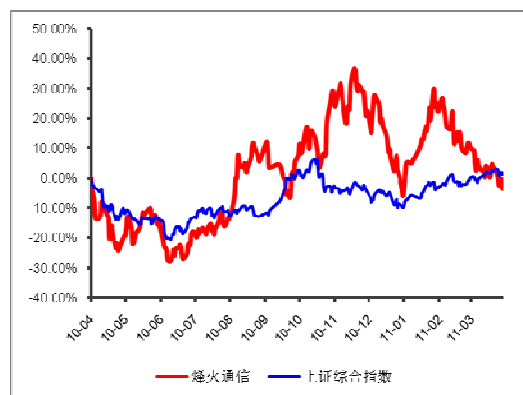
63325888 × 6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120007

| 投资评级                 | 买入              | 增持 | 中性 | 减持 | (维持) |
|----------------------|-----------------|----|----|----|------|
| 股价 (2011 年 4 月 22 日) | 31.19 元         |    |    |    |      |
| 目标价格                 | 36.40 元         |    |    |    |      |
| 总股本/A 股 (万股)         | 44180           |    |    |    |      |
| A 股市值 (百万元)          | 13780           |    |    |    |      |
| 国家/地区                | 中国              |    |    |    |      |
| 行业                   | 通信与相关设备制造       |    |    |    |      |
| 报告发布日期               | 2011 年 4 月 25 日 |    |    |    |      |

## 股价表现



资料来源：WIND

## 财务预测

单位：百万元

### 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标    | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 5,684 | 6,840 | 8,300 | 9,400 |
| 同比(%)     | 21%   | 20%   | 21%   | 13%   |
| 归属母公司净利润  | 377   | 498   | 654   | 756   |
| 同比(%)     | 44%   | 32%   | 31%   | 16%   |
| 毛利率(%)    | 25.1% | 26.1% | 27.7% | 28.3% |
| ROE(%)    | 10.7% | 13.1% | 15.2% | 15.4% |
| 每股收益(元)   | 0.85  | 1.12  | 1.48  | 1.70  |
| P/E       | 36.56 | 27.73 | 21.11 | 18.26 |
| P/B       | 3.93  | 3.63  | 3.22  | 2.82  |
| EV/EBITDA | 31    | 21    | 16    | 14    |

## 相关报告

时间

加大光通信投资：电信运营商财富新路径 2011-03-23

**附图：烽火通信财务预测**

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表              |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |              |              |              | 单位:百万元           |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度             | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 6,632       | 7,915        | 9,291        | 10,840       | <b>营业收入</b>      | 5,684       | 6,840        | 8,300        | 9,400        |
| 现金             | 1,569       | 2,318        | 2,601        | 3,478        | 营业成本             | 4,256       | 5,056        | 6,002        | 6,738        |
| 应收账款           | 1,319       | 1,710        | 2,069        | 2,291        | 营业税金及附加          | 30          | 36           | 44           | 50           |
| 其它应收款          | 159         | 123          | 166          | 207          | 营业费用             | 470         | 547          | 685          | 776          |
| 预付账款           | 79          | 124          | 135          | 147          | 管理费用             | 676         | 773          | 963          | 1,128        |
| 存货             | 3,153       | 3,640        | 4,321        | 4,717        | 财务费用             | (10)        | (10)         | (23)         | (33)         |
| 其他             | 354         | -            | -            | -            | 资产减值损失           | 42          | 42           | 42           | 42           |
| <b>非流动资产</b>   | 1,453       | 1,304        | 1,256        | 1,169        | 公允价值变动收益         | -           | -            | -            | -            |
| 长期投资           | 239         | 239          | 239          | 239          | 投资净收益            | 78          | 92           | 98           | 104          |
| 固定资产           | 939         | 890          | 830          | 727          | <b>营业利润</b>      | 299         | 488          | 686          | 803          |
| 无形资产           | 86          | 95           | 104          | 113          | 营业外收入            | 199         | 160          | 160          | 180          |
| 其他             | 189         | 80           | 83           | 91           | 营业外支出            | 2           | 2            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>    | 8,085       | 9,220        | 10,547       | 12,009       | <b>利润总额</b>      | 496         | 646          | 844          | 981          |
| <b>流动负债</b>    | 4,122       | 4,878        | 5,598        | 6,330        | 所得税              | 30          | 52           | 72           | 98           |
| 短期借款           | 280         | 200          | 230          | 250          | <b>净利润</b>       | 466         | 594          | 772          | 883          |
| 应付账款           | 1,456       | 1,715        | 2,043        | 2,295        | 少数股东损益           | 89          | 97           | 118          | 128          |
| 其他             | 2,386       | 2,963        | 3,324        | 3,785        | <b>归属于母公司净利润</b> | 377         | 498          | 654          | 756          |
| <b>非流动负债</b>   | 6           | -            | -            | -            | EBITDA           | 409         | 596          | 789          | 902          |
| 长期借款           | -           | -            | -            | -            | <b>EPS (元)</b>   | 0.85        | 1.12         | 1.48         | 1.70         |
| 其他             | 6           | -            | -            | -            | <b>主要财务比率</b>    |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 4,128       | 4,878        | 5,598        | 6,330        | <b>会计年度</b>      | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权益         | 444         | 541          | 659          | 787          | <b>成长能力</b>      |             |              |              |              |
| 股本             | 442         | 442          | 443          | 444          | 营业收入             | 21.2%       | 20.3%        | 21.3%        | 13.3%        |
| 资本公积           | 2,227       | 2,105        | 2,065        | 2,074        | 营业利润             | -1.9%       | 63.5%        | 40.5%        | 17.2%        |
| 留存收益           | 844         | 1,253        | 1,782        | 2,375        | 归属于母公司净利润        | 44.0%       | 31.8%        | 31.4%        | 15.6%        |
| 归属母公司股东权益合计    | 3,513       | 3,800        | 4,290        | 4,893        | <b>获利能力</b>      |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 8,085       | 9,220        | 10,547       | 12,009       | 毛利率              | 25.1%       | 26.1%        | 27.7%        | 28.3%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率              | 6.6%        | 7.3%         | 7.9%         | 8.0%         |
| 单位:百万元         |             |              |              |              | ROE              | 10.7%       | 13.1%        | 15.2%        | 15.4%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROIC             | 6.2%        | 9.7%         | 11.7%        | 11.7%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 200         | 1,056        | 356          | 906          | <b>偿债能力</b>      |             |              |              |              |
| 净利润            | 466         | 594          | 772          | 883          | 资产负债率            | 51.1%       | 52.9%        | 53.1%        | 52.7%        |
| 折旧摊销           | 121         | 118          | 127          | 132          | 净负债比率            |             |              |              |              |
| 财务费用           | (10)        | (10)         | (23)         | (33)         | 流动比率             | 1.61        | 1.62         | 1.66         | 1.71         |
| 投资损失           | (78)        | (92)         | (98)         | (104)        | 速动比率             | 0.84        | 0.88         | 0.89         | 0.97         |
| 营运资金变动         | (358)       | 437          | (421)        | 28           | <b>营运能力</b>      |             |              |              |              |
| 其它             | 61          | 8            | -            | -            | 总资产周转率           | 0.74        | 0.79         | 0.84         | 0.83         |
| <b>投资活动现金流</b> | (299)       | 126          | 37           | 73           | 应收账款周转率          | 4.43        | 4.52         | 4.39         | 4.31         |
| 资本支出           | (296)       | (50)         | (61)         | (31)         | 应付账款周转率          | 3.26        | 3.19         | 3.19         | 3.11         |
| 长期投资           | (9)         | (84)         | -            | -            | <b>每股指标 (元)</b>  |             |              |              |              |
| 其他             | 6           | 260          | 98           | 104          | 每股收益             | 0.85        | 1.12         | 1.48         | 1.71         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (161)       | (432)        | (111)        | (101)        | 每股经营现金流          | 0.45        | 2.39         | 0.81         | 2.05         |
| 短期借款           | (60)        | (80)         | 30           | 20           | 每股净资产            | 7.94        | 8.59         | 9.70         | 11.06        |
| 长期借款           | (157)       | -            | -            | -            | <b>估值比率</b>      |             |              |              |              |
| 普通股增加          | -           | 1            | 1            | 1            | P/E              | 36.6        | 27.7         | 21.1         | 18.3         |
| 资本公积增加         | 3           | (123)        | (40)         | 10           | P/B              | 3.9         | 3.6          | 3.2          | 2.8          |
| 其他             | 53          | (230)        | (101)        | (132)        | EV/EBITDA        | 31.0        | 21.3         | 16.0         | 14.0         |
| <b>现金净增加额</b>  | (262)       | 749          | 282          | 878          |                  |             |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)