



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月24日

技术硬件及设备

研究部

陈昊飞*

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511030015

chenhf@cicc.com.cn

推荐

烽火通信 (600498.SH)

二季度收入, 毛利率双提升, 业绩超预期 再融资催化市场热情

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	3,427	4,688	5,684	7,026	8,579
(+/-)	46.0%	36.8%	21.2%	23.6%	22.1%
主营业务利润	928	1,267	1,399	1,733	2,153
(+/-)	32.1%	36.6%	10.4%	24.0%	24.2%
营业利润	167	304	299	435	622
(+/-)	64.4%	82.2%	-1.9%	45.6%	43.2%
净利润	175	262	377	475	616
(+/-)	65.8%	49.6%	44.0%	25.8%	29.8%
每股收益 (元)	0.40	0.59	0.85	1.07	1.39
市盈率 (倍)	69.5	46.5	32.3	25.7	19.8
每股净资产 (元)	5.6	7.2	8.0	8.9	10.1
市净率 (倍)	5.0	3.8	3.5	3.1	2.7
每股分红 (元)	0.15	0.15	-	0.15	0.15
分红收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%
权益收益率	7.3%	9.3%	11.2%	14.7%	16.2%

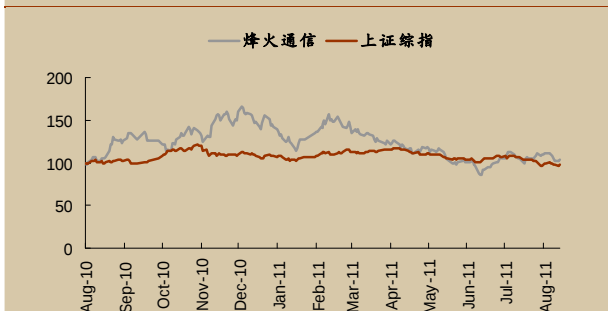
股票信息

A股	
股票代码	600498.CH
当前股价	人民币 27.58
52周最高价/最低价	人民币 45.1/22.32
总市值 (百万元)	12,185
发行股数 (百万股)	442
主要股东 (持股比例)	武汉邮电科学研究院 (56.83%)

最近估值走势

	1周	1个月	6个月	年初至今
烽火通信	-6.46%	-1.60%	-31.71%	-33.40%
上证指数	-1.54%	-7.82%	-10.77%	-9.05%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

*报告贡献人: 郭昊 (guohao@cicc.com.cn)

二季度收入, 毛利率双提升, 再融资催化市场热情

公司 2011 年上半年收入 28.54 亿元, 同比增长 16%; 净利润 2.18 亿元, 同比增长 18.3%; 单独第二季度收入 17 亿元, 同比增长 21%; 净利润 1.55 亿元, 同比增长 21.4%, 好于市场预期。

公司公告再融资项目。拟以非公开方式向不超过 10 名特定对象发行不超过 6,000 万股股份, 募集资金 10.7 亿元, 发行价格不低于 25.7 元 (前二十日均价 28.55 的 90%), 用于光传输/ODN/家庭网关等项目。

发展趋势

单独第二季度收入同比增长 21%, 环比增长 60%。增速较 1 季度已经明显提高 (单独 1 季度收入同比增长 9%)。

单独第二季度综合毛利率 27.9%, 同比提高 1.4 个百分点, 环比提高 2.8 个百分点。主要原因是产品结构上的调整, 相对高毛利的光系统设备产品占比在提高。

单独第二季度计提资产减值准备增加 4 千 5 百万, 其中发出商品的跌价准备占主要部分。我们判断公司在 2 季度对过往部分发出商品进行了收入确认并计提了相应的跌价准备 (公司仍有 26 亿的发出商品未确认, 业绩弹性空间很大)。政府补助增加带来的营业外收入较去年同期增加 5 千万。从同比的角度看, 两者对财报的影响基本相互抵消。

因软件增值税退税优惠政策尚未生效影响, 上半年仅返还增值税退税 2 千万元, 我们估算下半年可返还的增值税在 8, 9 千万左右, 全年 1.1 亿元。

在当前时点向后看, 我们认为公司的利好消息不断:

1) 移动, 电信 7 月开始的 PON 招标将有效拉动公司 3、4 季度的业绩增长; 2) 中国联通 2500 万线的 PON 招标远超此前的 1400 万线的预期, 且烽火通信的份额有望明显上升; 3) 中国电信有可能会在近期启动 FTTH 家庭网关的第二次招标; 4) 光纤缆价格也有望在 9 月份走高 5) 新兴产业政策及宽带战略出台。

估值与建议

我们认为公司业绩有潜在的上调空间, 在不确定因素明确之前我们维持 2011 年/2012 年的业绩预测 1.07/1.39 元, 当前股价 27.6 分别对应 2011 (E) /2012 (E) 市盈率 x26、x20。重申“推荐”。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 2009 年定向增发前后股价表现

		2009 年报							
		增发类型	原有A股增发A股						
		发行价格(元)	17.57						
		发行数量(股)	31,800,000						
		募集资金合计(元)	558,726,000.00						
		增发费用(元)	20,773,054.00						
		实际募集资金(元)	537,952,946.00						
		发行方式	定向						
		增发预案价下限(元)	14.03						
		定向配售数量(股)	31,800,000						
公告	公告日期	当日收 盘价	当日涨 幅	前30日 涨幅	前15日 涨幅	前5日涨 幅	后5日涨 幅	后15日 涨幅	后30日 涨幅
预案公告日	09-5-19	16.63	9.99%	-1.13%	2.40%	6.95%	-2.77%	-1.98%	-3.79%
股东大会公告日	09-6-4	15.92	-2.33%	-1.97%	-4.27%	-1.18%	-2.76%	0.50%	0.06%
获准日期	09-8-24	21.01	5.00%	10.35%	1.64%	14.68%	-1.81%	1.24%	1.14%
向网下增发日期	09-10-16	21.03	3.55%	-4.93%	1.11%	0.81%	2.76%	4.37%	9.89%
增发公告日	09-10-20	21.46	0.09%	3.72%	3.17%	5.66%	1.49%	3.36%	4.10%
增发部分上市日期	10-10-20	32.99	0.79%	-4.35%	-2.31%	6.49%	5.67%	13.88%	22.67%

资料来源：万德资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 2: 本次募集资金使用计划

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
分组传送网设备(PTN)产业化项目	25,695万元	25,695万元
新一代光传送网设备(OTN)产业化项目	18,807万元	18,807万元
FTTx光纤分配网(ODN)系列产品项目	17,580万元	17,580万元
家庭网关系列产品项目	16,308万元	16,308万元
光传送网安全审计系统项目	13,021万元	13,021万元
光通信研发中心建设	11,840万元	11,840万元
总计	103,251万元	103,251万元

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史与预测财务指标

人民币百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					
营业总收入	3,427.0	4,688.4	5,684.5	7,026.0	8,578.9
营业成本	-2,473.6	-3,388.1	-4,255.7	-5,254.6	-6,379.8
主营业务利润	927.9	1,267.3	1,398.5	1,733.5	2,152.8
销售费用	-351.6	-374.5	-470.1	-555.1	-669.2
管理费用	-368.0	-545.1	-676.5	-772.9	-926.5
财务费用	13.6	2.5	10.5	21.1	25.7
营业利润	167.0	304.2	298.5	434.5	622.2
税前利润	226.3	390.5	495.9	630.5	818.2
净利润	175.3	262.1	377.4	474.6	615.9
现金流量表					
经营活动现金流	238.9	268.7	200.4	676.6	1,121.0
运营资本的变化	190.1	-379.1	282.8	-72.5	360.1
投资活动现金流	-142.3	-399.2	-298.7	-295.6	0.0
资本支出	-190.5	-241.9	-295.6	-295.6	0.0
融资活动现金流	-258.3	766.2	-160.8	-67.3	-67.3
资产负债表					
货币资金	1,197.1	1,830.0	1,569.2	1,883.0	2,936.7
应收账款	1,180.6	1,245.8	1,318.8	1,097.0	869.4
存货	2,011.5	2,504.3	3,152.6	3,883.9	4,715.5
固定资产	723.8	783.7	938.7	1,052.9	0.0
短期借款	6.0	340.4	280.2	280.2	280.2
应付账款	830.5	1,152.3	1,455.5	1,726.8	2,108.5
少数股东权益	328.7	389.7	503.3	615.1	760.1
股东权益	2,459.7	3,198.4	3,512.9	3,921.2	4,470.8
总资产	5,654.4	7,241.0	8,085.1	9,583.5	11,343.5
财务指标					
成长性指标					
营业总收入增长率	46.0%	36.8%	21.2%	23.6%	22.1%
净利润增长率	65.8%	49.6%	44.0%	25.8%	29.8%
赢利性指标					
毛利率	27.8%	27.7%	25.1%	25.2%	25.6%
三项费用	20.6%	19.6%	20.0%	18.6%	18.3%
息税前利润率	4.5%	6.5%	7.0%	7.1%	7.5%
净利润率	5.1%	5.6%	6.6%	6.8%	7.2%
收益率指标					
资产收益率	3.3%	4.1%	4.9%	5.4%	5.9%
净资产收益率	6.5%	8.2%	10.0%	11.2%	12.6%
营运效率性指标					
应收帐款回收期(天)	111.8	93.2	81.2	61.9	41.3
存货周转期(天)	263.4	239.9	239.3	241.0	242.6
负债指标					
净债务/所有者权益	-42.7%	-37.1%	-32.6%	-35.3%	-50.8%
资产负债率	50.7%	50.4%	51.1%	52.7%	53.9%
流动比率	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5
速动比例	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
估值指标					
每股收益(元)	0.40	0.59	0.85	1.07	1.39
每股经营现金流(元)	0.54	0.61	0.45	1.53	2.54
市盈率	69.5	46.5	32.3	25.7	19.8
市净率	5.0	3.8	3.5	3.1	2.7
股息收益率	0.5%	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%
股权收益率	7.3%	9.3%	11.2%	14.7%	16.2%
每股股利(元)	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2
每股净资产(元)	5.6	7.2	8.0	8.9	10.1

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

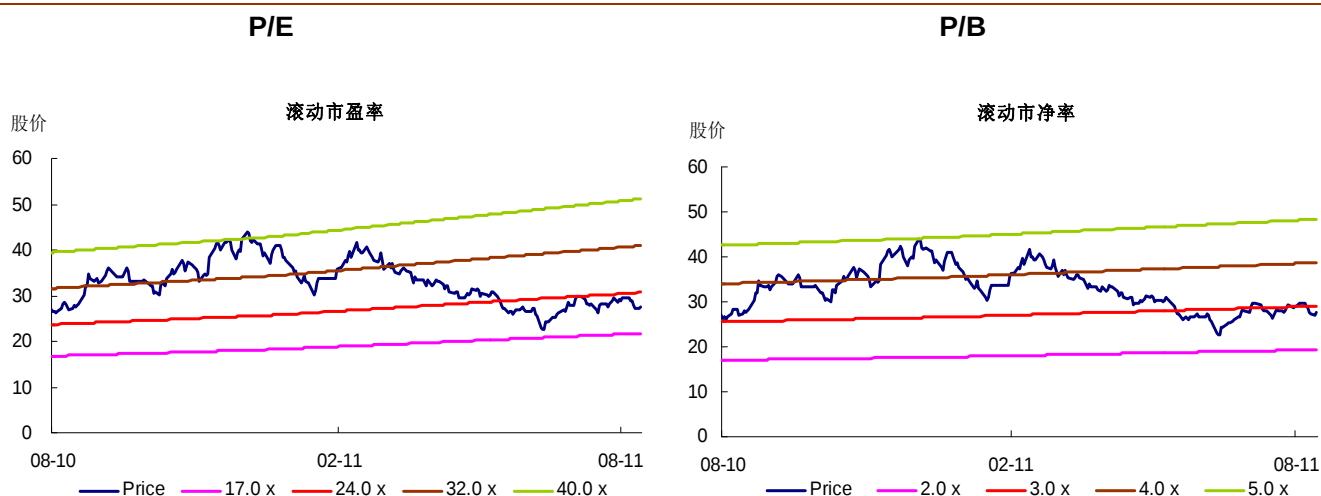
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表4: 可比公司估值

公司名称	货币	股价	市盈率			市净率			股利收益率		
		(当地货币)	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
港股											
京信通信	HKD	5.2	9.7	7.6	5.8	2.2	1.9	1.5	3.4%	4.4%	5.7%
星辰通信	HKD	1.0	4.3	3.9	3.4	0.6	0.5	0.4	4.2%	5.3%	5.9%
中兴通讯-H	HKD	17.9	18.4	16.1	13.0	2.7	2.3	2.0	1.4%	1.6%	1.8%
中值			9.7	7.6	5.8	2.2	1.9	1.5	3.4%	4.4%	5.7%
均值			10.8	9.2	7.4	1.8	1.6	1.3	3.0%	3.8%	4.5%
A 股											
优化测试类公司											
三维通信	CNY	15.6	33.2	24.0	19.4	4.5	4.4	3.8	1.0%	1.1%	1.5%
三元达	CNY	15.1	68.9	60.8	20.1	5.0	4.0	2.7	1.1%	0.9%	1.1%
中创信测	CNY	15.6	43.8	32.2	24.4	4.8	4.2	3.6	0.0%	0.9%	1.3%
世纪鼎利	CNY	19.5	21.8	19.0	14.4	2.7	3.0	2.6	2.9%	3.4%	0.0%
华星创业	CNY	16.0	32.3	25.9	17.2	4.4	3.3	2.6	0.6%	1.2%	0.0%
国脉科技	CNY	15.0	n.a.	42.5	33.1	n.a.	5.6	4.6	n.a.	n.a.	n.a.
亿阳信通	CNY	8.2	55.0	28.7	24.4	3.1	n.a.	n.a.	0.6%	n.a.	n.a.
中值			38.5	28.7	20.1	4.5	4.1	3.1	0.8%	1.1%	1.1%
均值			42.5	33.3	21.9	4.1	4.1	3.3	1.0%	1.5%	0.8%
光通信类公司											
亨通光电	CNY	27.3	24.2	20.9	15.4	3.0	2.5	2.2	1.1%	0.7%	1.0%
中天科技	CNY	21.2	15.6	14.9	12.1	3.5	2.8	2.2	0.0%	0.0%	0.0%
烽火通信	CNY	27.6	32.3	25.7	19.8	3.5	3.1	2.7	0.0%	0.5%	0.5%
光迅科技	CNY	37.8	47.7	36.3	28.6	5.9	4.3	2.7	0.7%	0.7%	0.9%
中值			28.2	23.3	17.6	3.5	3.0	2.5	0.3%	0.6%	0.7%
均值			29.9	24.4	19.0	4.0	3.2	2.5	0.4%	0.5%	0.6%
美股											
国人通信	USD	2.0	5.2	4.2	3.3	0.33	0.31	0.28	0.0%	0.0%	0.0%
Powerwave	USD	1.4	48.0	9.0	5.7	4.0	4.4	2.7	n.a.	n.a.	n.a.
思科	USD	15.0	11.0	9.4	8.8	1.9	1.7	1.6	0.0%	0.7%	1.4%
康宁	USD	14.2	6.2	7.2	6.6	1.1	1.0	0.9	1.4%	1.4%	1.5%
中值			8.6	7.2	5.7	1.5	1.4	1.2	0.7%	0.7%	1.4%
均值			14.6	3.9	1.6	1.8	1.6	1.2	1.1%	5.1%	5.6%
日股											
信越	JPY	3585.0	18.1	13.7	13.9	1.1	1.0	1.0	2.8%	2.8%	2.8%
住友电工	JPY	962.0	26.6	11.0	11.2	0.8	0.8	0.7	1.7%	1.9%	2.0%
中值			22.4	12.4	12.6	1.0	0.9	0.9	2.2%	2.3%	2.4%
均值			22.4	12.4	12.6	1.0	0.9	0.9	2.2%	2.3%	2.4%

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED