

烽火通信 600498.SH

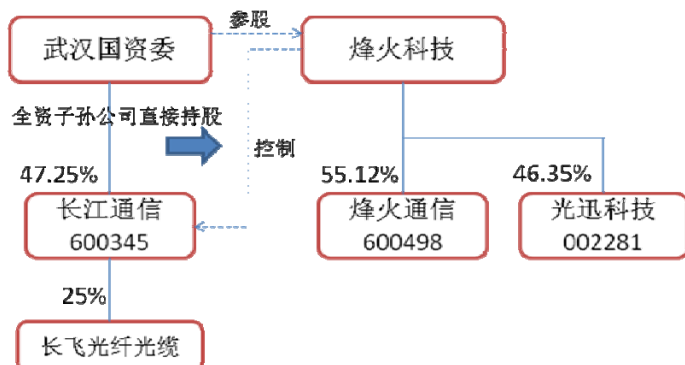
整合有利做大做强，完成仍需几步骤

事件

公司公告邮科院与武汉国资签订战略合作协议，武汉国资拟以长江通信资产入股烽火科技，整合光通信资产。

研究观点

- **预计整合意在长江通信光通信资产，将有利做大做强。**本次战略合作协议预计的整合目标如下图所示，预计长江通信在本次整合后成为烽火科技实际控制的子公司，而武汉市国资委参股烽火科技。长江通信主要有价值资产为长飞 25% 股权，2010 年长江通信 1.14 亿利润总额中，其中长飞核算投资收益 7453 万在（长飞 2011 年利润预计在 3.0-3.5 亿）。我们认为，邮科院本次借助烽火科技整合长江通信后，必将由于同业竞争的原因进一步将长江通信有关资产整合到烽火和光迅，比如上述的长飞光纤光缆资产，长飞作为国内最大的光纤光缆厂商，预制棒能力和光纤产能均居领先，若最终整合到烽火通信，有望形成国内光纤领域巨无霸，推动做大做强。



- **同时涉及地方国资和国务院国资整合，预计完成整合目标仍需几道关：**
 - ✓ 第一步：长江通信股权对价烽火科技股权，涉及地方国资和国务院国资的对价；
 - ✓ 第二步：由于同一控制下的同业竞争，长江通信所持 25% 的长飞股权预计将整合到烽火通信，其他光通信资产按分类整合到有关公司，而长飞为仅有三家股东的有限责任公司，股权转让预计须征得其他两方股东同意；
 - ✓ 第三步：若考虑实际控制长飞实现最终整合，仍然面临长飞其他两股东股权转让意愿和是否行使优先收购权的问题。
- **我们预计，本次整合启动有望成为邮科院平台光通信资产整合的序曲，将有望推动邮科院通信类资产的分门别类整合。**

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申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

吴友文

63325888 × 6091

wuyouwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120025

周军

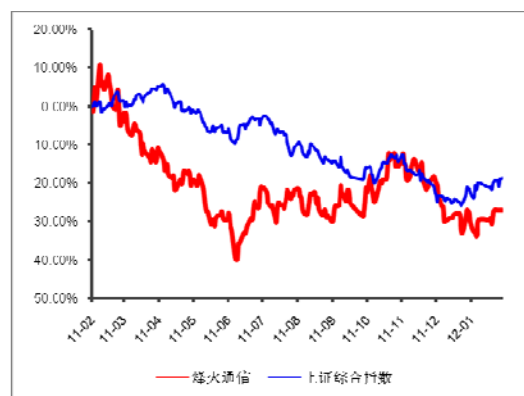
63325888 × 6127

执业证书编号：S0860210060004

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 2 月 12 日)	27.49 元
目标价格	32.08 元
总股本/A 股 (万股)	44233
A 股市值 (百万元)	12160
国家/地区	中国
行业	通信与相关设备制造
报告发布日期	2012 年 2 月 13 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		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	470	579	662	
同比(%)	44%	25%	23%	14%	
毛利率(%)	25.1%	25.8%	26.1%	26.4%	
ROE(%)	10.7%	12.5%	13.8%	14.0%	
每股收益(元)	0.85	1.06	1.31	1.49	
P/E	32.33	25.97	21.08	18.42	
P/B	3.47	3.23	2.91	2.58	
EV/EBITDA	27	23	19	16	

相关报告

时间

烽火通信三季报点评-增速平缓，还看明

年投资轮动下传输扩容机会

2011-10-24

- **投资建议：**我们预计公司 2011—2013 年 EPS 为 1.06、1.31、1.49 元。考虑到当前间接整合资产如长飞光纤光缆为较优良资产，且明年接入网推动的传输扩容和 3G 扩容有望带来的传输扩容机会，维持公司“买入”评级。
- **催化剂因素：**整合顺利推进，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：**整合风险，竞争风险、技术风险、产业链下游强势风险。

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
流动资产	6,632	7,897	9,261	10,754	营业收入	5,684	6,840	8,300	9,400
现金	1,569	2,284	2,475	3,262	营业成本	4,256	5,078	6,130	6,918
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	555	685	776
预付账款	79	125	138	151	管理费用	676	848	1,029	1,166
存货	3,153	3,656	4,414	4,843	财务费用	(10)	(10)	(21)	(30)
其他	354	-	-	-	资产减值损失	42	42	42	42
非流动资产	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	营业利润	299	382	489	582
无形资产	86	95	104	113	营业外收入	199	230	260	280
其他	189	80	83	91	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	8,085	9,201	10,517	11,923	利润总额	496	610	747	860
流动负债	4,122	4,893	5,682	6,449	所得税	30	49	63	86
短期借款	280	200	230	250	净利润	466	561	683	774
应付账款	1,456	1,723	2,087	2,356	少数股东损益	89	92	105	112
其他	2,386	2,971	3,365	3,842	归属于母公司净利润	377	470	579	662
非流动负债	6	-	-	-	EBITDA	409	490	594	684
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.85	1.06	1.31	1.49
其他	6	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	4,128	4,893	5,682	6,449	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	444	536	640	752	成长能力				
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%	28.0%	27.9%	19.1%
留存收益	844	1,225	1,687	2,204	归属于母公司净利润	44.0%	24.5%	23.2%	14.5%
归属母公司股东权益合计	3,513	3,772	4,194	4,722	获利能力				
负债和股东权益	8,085	9,202	10,517	11,923	毛利率	25.1%	25.8%	26.1%	26.4%
现金流量表					净利率	6.6%	6.9%	7.0%	7.0%
单位:百万元					ROE	10.7%	12.5%	13.8%	14.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	6.2%	7.6%	8.4%	8.7%
经营活动现金流	200	1,021	260	800	偿债能力				
净利润	466	561	683	774	资产负债率	51.1%	53.2%	54.0%	54.1%
折旧摊销	121	118	127	132	净负债比率				
财务费用	(10)	(10)	(21)	(30)	流动比率	1.61	1.61	1.63	1.67
投资损失	(78)	(92)	(98)	(104)	速动比率	0.84	0.87	0.85	0.92
营运资金变动	(358)	436	(431)	28	营运能力				
其它	61	8	-	-	总资产周转率	0.74	0.79	0.84	0.84
投资活动现金流	(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	3.20	3.22	3.11
长期投资	(9)	(84)	-	-	每股指标 (元)				
其他	6	260	98	104	每股收益	0.85	1.06	1.31	1.50
筹资活动现金流	(161)	(433)	(106)	(86)	每股经营现金流	0.45	2.31	0.59	1.81
短期借款	(60)	(80)	30	20	每股净资产	7.94	8.53	9.48	10.67
长期借款	(157)	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	1	1	1	P/E	32.3	26.0	21.1	18.4
资本公积增加	3	(123)	(40)	10	P/B	3.5	3.2	2.9	2.6
其他	53	(230)	(96)	(117)	EV/EBITDA	27.1	22.6	18.6	16.2
现金净增加额	(262)	714	191	787					

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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn