

键桥通讯 002316.SZ



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

国内能源交通领域专网通讯技术服务提供商

本报告导读：

- 国内专网通讯技术服务提供商
- 电力专网通讯市场集中度有待提高，轨交专网通讯市场有待进一步突破

投资要点：

- **国内专网通讯技术服务提供商。**公司是国内专业从事能源、交通领域通讯技术解决方案的服务商，将通信技术与工业控制相结合，主要提供的产品包括调度通信、RPR工业数据及工业多媒体监控等解决方案。公司08年和09H1实现营收1.61亿和0.75亿元。
- **专网通讯技术解决方案是公司主要收入来源。**电力、煤炭、交通专网通讯技术解决方案业务是公司的核心业务，该部分收入在总收入中占比在近三年均超过90%。电力企业是公司主要的客户来源，2007年至今来自电力企业的收入占公司总收入的70%以上，未来将主要受益于十一五期间电网投资增加及智能电网建设。
- **电力专网通讯市场集中度有待提高，轨交专网通讯市场有待进一步突破。**公司所处专网通信市场行业集中度较低。电力行业调度通信各省市均有专网解决方案提供商，地区壁垒使得行业集中度提高趋势缓慢。轨交专网通讯市场由实力强的国际企业主导，待突破。
- **公司毛利率稳定在50%左右。**公司从事行业技术要求高，业务定制化特征明显，具有一定议价能力，因上游原材料主要是元器件和通信设备，其价格波动不大且趋降，公司毛利率有望稳定在50%左右。
- **募投项目提升公司竞争力。**拟募集2.26亿元主要用于WIMAX技术无限通信专网解决方案、工业多媒体统一通信解决方案、研发中心及扩建营销服务网络平台项目，将延伸公司业务领域，提升竞争力。
- **未来三年盈利情况。**基于我们的盈利预测，我们预计公司09~11年主营收入为1.75亿，2亿，2.4亿元，归属母公司股东的净利润为0.431亿、0.53亿和0.634亿元，对应总股本1.2亿股摊薄后的EPS为0.359元、0.442元和0.528元，三年复合增长率18.6%左右。
- **估值与投资建议。**同行业公司09-10年的平均PE水平为44.2X，34.8X，09年PEG为1.55X，09-11年的3年平均复合增长率为34.8%。剔除上市新股后，行业09-10年平均PE为37.1X，29.5X，09PEG为1.08X。公司成长性低于行业平均水平，享有的估值不高于行业均值。我们给予公司10年PE30~35X估值，对应合理价格为13~16元左右。短期来看，公司发行价相对偏高，谨慎关注公司的投资机会。

请务必阅读正文之后的重要声明

通信设备及服务行业

2009.11.30

发行上市

合理估值区间	¥13~16
发行方式	网下询价+网上申购
发行价格	¥18.8
保荐机构	东吴证券
预计上市日期	2009.12

发行数据

发行股本（百万股）	30
发行后总股本（百万股）	120
流通股比例（%）	25
主要股东	键桥通讯技术有限公司
主要股东持股（%）	38.24

基础数据（2009H1）

每股收益（元）	0.17
每股净资产（元）	2.42
毛利率（%）	48.6
ROE（%）	6.86
资产负债率（%）	30.7

发行后股本结构

股东	百万股	%
键桥通讯技术公司	45.89	38.24
重庆乌江实业	9.9	8.25
深圳华瑞杰科技	9.01	7.51
深圳中泽信投资	7.2	6
公众持股	30	25

万阳松 张欣

行业研究员

电话

021-32229888*3501

邮箱

wanyangsong@ajzq.com

相关报告

图表 1：同行业公司估值水平比较

公司	收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	09PEG	Growth: 3Y
亿阳信通	13.92	0.2095	0.5145	0.6159	0.7615	66.44	27.06	22.60	18.28	0.43	63.0%
东华软件	21.35	0.4171	0.5805	0.7859	1.0303	51.19	36.78	27.17	20.72	1.04	35.2%
国电南瑞	48.34	0.4913	0.8675	1.1006	1.3703	98.39	55.72	43.92	35.28	1.31	42.6%
华胜天成	14.47	0.4385	0.4993	0.6005	0.7391	33.00	28.98	24.10	19.58	1.52	19.1%
辉煌科技	56.2	0.7088	0.8984	1.2144	1.587	79.29	62.56	46.28	35.41	2.03	30.9%
新世纪	41.5	0.6751	0.7659	0.9248	1.1106	61.47	54.18	44.87	37.37	2.99	18.1%
中值	31.43	0.465	0.673	0.855	1.070	63.96	45.48	35.54	28.00	1.41	33.0%
均值	32.63	0.490	0.688	0.874	1.100	64.96	44.21	34.82	27.77	1.55	34.8%

来源：爱建证券研究部（收盘价日：2009-11-30）

图表 2：同行业公司估值水平比较（剔除上市新股）

公司	收盘价	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	09PEG	Growth: 3Y
亿阳信通	13.92	0.2095	0.5145	0.6159	0.7615	66.44	27.06	22.60	18.28	0.43	63.0%
东华软件	21.35	0.4171	0.5805	0.7859	1.0303	51.19	36.78	27.17	20.72	1.04	35.2%
国电南瑞	48.34	0.4913	0.8675	1.1006	1.3703	98.39	55.72	43.92	35.28	1.31	42.6%
华胜天成	14.47	0.4385	0.4993	0.6005	0.7391	33.00	28.98	24.10	19.58	1.52	19.1%
中值	17.91	0.428	0.548	0.701	0.896	58.82	32.88	25.63	20.15	1.18	38.9%
均值	24.52	0.389	0.615	0.776	0.975	62.26	37.13	29.45	23.46	1.08	40.0%

来源：爱建证券研究部（收盘价日：2009-11-30）

图表 3：公司利润表预测

单位：百万元	06A	07A	08A	09E	10E	11E	08Vs07	09Vs08	10Vs09	11Vs10
主营业务收入	155.16	174.85	160.88	175	200	240	-8.0%	8.8%	14.3%	20.0%
增长率(%)	0.00%	12.69%	-7.99%	8.78%	14.29%	20.00%	-20.7%	16.8%	5.5%	5.7%
毛利	71.49	81.85	76.32	85	98	118	-6.8%	11.4%	15.3%	20.4%
综合毛利率(%)	46.07%	46.81%	47.44%	48.57%	49.00%	49.17%	0.6%	1.1%	0.4%	0.2%
主营业务成本	83.68	93.00	84.55	90	102	122	-9.1%	6.4%	13.3%	19.6%
营业税金及附加	0.36	0.16	0.17	0.18	0.20	0.24	8.0%	0.4%	14.3%	20.0%
占收入比率(%)	0.23%	0.09%	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
主营业务利润	71.12	81.69	76.15	84.83	97.80	117.76	-6.8%	11.4%	15.3%	20.4%
期间费用	32.17	41.86	35.69	36.75	38.40	46.80	-14.7%	3.0%	4.5%	21.9%
期间费用率(%)	20.73%	23.94%	22.19%	21.00%	19.20%	19.50%	-1.8%	-1.2%	-1.8%	0.3%
销售费用	7.95	14.77	11.28	12.25	14.40	18.00	-23.6%	8.6%	17.6%	25.0%
销售费用率(%)	5.13%	8.45%	7.01%	7.00%	7.20%	7.50%	-1.4%	0.0%	0.2%	0.3%
管理费用	17.13	23.61	17.18	18.38	22.00	26.40	-27.2%	6.9%	19.7%	20.0%
管理费用率(%)	11.04%	13.50%	10.68%	10.50%	11.00%	11.00%	-2.8%	-0.2%	0.5%	0.0%
财务费用	7.09	3.48	7.23	6.125	2	2.4	107.6%	-15.3%	-67.3%	20.0%
财务费用率(%)	4.57%	1.99%	4.50%	3.50%	1.00%	1.00%	2.5%	-1.0%	-2.5%	0.0%
资产减值损失	0.10	-0.58	0.03	0.00	0.00	0.00	105.7%	-100.0%	-	-
减值损失率(%)	0.07%	-0.33%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
营业利润	38.85	40.41	40.42	48.08	59.40	70.96	0.0%	18.9%	23.6%	19.5%
增长率(%)	0.00%	4.01%	0.04%	18.93%	23.56%	19.46%	-4.0%	18.9%	4.6%	-4.1%
营业利润率(%)	25.04%	23.11%	25.13%	27.47%	29.70%	29.57%	2.0%	2.3%	2.2%	-0.1%
营业外收支净额	1.41	4.77	3.01	2.63	3.00	3.60	-36.8%	-12.9%	14.3%	20.0%
占收入比率(%)	0.91%	2.73%	1.87%	1.50%	1.50%	1.50%	-0.9%	-0.4%	0.0%	0.0%
利润总额	40.26	45.17	43.43	50.70	62.40	74.56	-3.8%	16.7%	23.1%	19.5%
减：所得税	2.54	3.13	5.41	7.61	9.36	11.18	72.7%	40.5%	23.1%	19.5%
实际所得税率(%)	6.31%	6.94%	12.46%	15.00%	15.00%	15.00%	5.5%	2.5%	0.0%	0.0%
净利润	37.72	42.04	38.02	43.10	53.04	63.38	-9.6%	13.3%	23.1%	19.5%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
占净利润比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
归属母公司股东净利润	37.72	42.04	38.02	43.10	53.04	63.38	-9.6%	13.3%	23.1%	19.5%
增长率(%)	0.00%	11.45%	-9.56%	13.34%	23.08%	19.49%	-21.0%	22.9%	9.7%	-3.6%
净利润率(%)	24.31%	24.04%	23.63%	24.63%	26.52%	26.41%	-0.4%	1.0%	1.9%	-0.1%
期末每股收益（元）	0.419	0.467	0.423	0.359	0.442	0.528	-9.5%	-15.0%	23.1%	19.5%
最新总股本摊薄 EPS（元）	0.314	0.350	0.317	0.359	0.442	0.528	-9.6%	13.3%	23.1%	19.5%

来源：爱建证券研究部估算（模型更新日期：2009-11-30）

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅20%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅5%~20%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。