

大踏步进入军网，北斗又添新丁

2010 年年报点评

报告关键点：

- 2010年报符合预期。过去的一年不幸的“内忧外患”，2011年将“利润跃进”；
- 收购朗赛微波，大踏步进入军网，瞄准北斗天线。

报告摘要：

- 2011年是公司大踏步发展的一年
 - 海外：追随华为的快速增长；
 - 国内：基站增长70%，美化天线景气度高；
 - 毛利率：产品结构的变化、工艺的提高将大幅提升毛利率。
- “天线第一股”收购朗赛微波，大踏步进入军网，涉足北斗天线制造
 - 拥有完备的军网供应资质；
 - 致力于研究北斗天线系列产品，产品广泛应用于航空航天、雷达、电子对抗、遥感遥测、微波通信、移动通信、卫星通信、数字广播等军民用电电子设备，与盛路通信部分产品相近却又不重叠；
 - 2013年朗赛微波利润渴望达到目前盛路通信母公司水平。
- 投资建议：价值被显著低估，至少60%的溢价空间
 - 我们预测，公司2011年-2013年的收入增长率为71.9%、47.7%、42.7%，利润增幅为112.0%、71.6%、44.7%，对应EPS分别为0.91元、1.57元、2.27元。我们认为，军网、北斗虽然不能短期为公司带来大比例业绩，但看好公司在中长期布局军网，做实北斗的愿望。
 - 目前股价25.32元，对应2011年28倍PE，2012年16倍PE，具有很高的安全边际，价值被显著低估。
 - 我们保守给予2012年25倍PE，股价40元，有近60%的溢价空间，维持买入-A投资评级。
- 风险提示：
 - 1、通信行业客户订单存在一定的波动性，可能致使季度的波动性较大；
 - 2、华为全球的微波市场遭遇偶发性事件（如印度事件）带来的微波方案增长不达预期；
 - 3、人民币大幅升值会蚕食部分出口产品的利润率。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

40.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 40.00 元

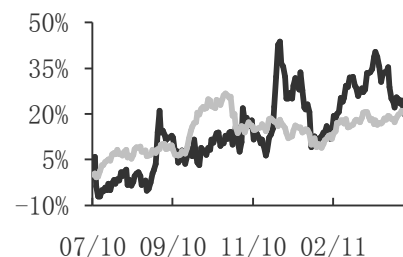
现价（2011 年 04 月 14 日）： 25.32 元

报告日期：

2011-04-15

总市值(百万元)	2,586.51
流通市值(百万元)	658.32
总股本(百万股)	102.15
流通股本(百万股)	26.00
12 个月最低/最高	18.65/30.89 元
十大流通股东(%)	8.86%
股东户数	

12 个月股价表现



— 盛路通信 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.15)	(8.34)	22.33
绝对收益	(10.37)	0.12	20.86

 侯利
 021-68763972
 执业证书编号

 高级行业分析师
 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

报告联系人

王学恒

 010-66581621
 wangxh2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	391.8	408.7	702.5	1,037.3	1,479.8
Growth(%)	27.3%	4.3%	71.9%	47.7%	42.7%
净利润	41.6	44.1	93.4	160.2	231.8
Growth(%)	33.0%	5.9%	112.0%	71.6%	44.7%
毛利率(%)	29.1%	27.2%	31.5%	32.8%	33.3%
净利润率(%)	10.6%	10.8%	13.3%	15.4%	15.7%
每股收益(元)	0.41	0.43	0.91	1.57	2.27
每股净资产(元)	1.75	6.42	7.33	8.90	11.17
市盈率	73.4	69.3	32.7	19.1	13.2
市净率	17.1	4.7	4.1	3.4	2.7
净资产收益率(%)	23.3%	6.7%	12.5%	17.6%	20.3%
ROIC(%)	12.1%	9.9%	16.3%	34.1%	29.6%
EV/EBITDA	-	41.7	24.6	15.4	10.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

盛路通信：收购网优公司，将与天线相得益彰

2011-03-28

盛路通信：移动宽带助力物联网公司起航

2011-03-11

盛路通信：寻找下一个具备潜力的物联网公司

2010-12-22

1. 2010 年报点评：符合预期，2010 年内忧外患，2011 年利润跃进

1.1. 年报基本情况

公司 2010 年实现收入 4.08 亿元，同比增长 4.3%，归属上市公司利润 4405 万元，折合每股收益 0.43 元，与我们此前的预测一致。

总体来说，公司在 2010 年未能实现高速增长的原因有二，总结下来为小结为“国内忧，国外患”。

1) 国内忧：中移动、联通、电信投资均拖延到 2010 年 10 月，造成公司签订订单无法确认在 2010 年。公司在第 4 季度完成 1848 万，占全年利润的 42%；

2) 国外患：2010 年本应该是华为微波“大放异彩”之年，但由于印度事件的影响，华为在全球的微波出货量受到一定影响，加之华为自身的产品尚未实现较好的自给化程度，因此直接波及到了盛路通信的微波产品销量。

表 1：主要数据及财务指标

人民币：元	2010	2009	本年比上年增减
营业收入	408,724,082	391,788,885	4.3%
利润总额	50,861,160	49,122,847	3.5%
归属于上市公司股东的净利润	44,050,344	41,602,208	5.9%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	40,833,711	39,163,389	4.3%
经营活动产生的现金流量净额	-39,784,706	59,372,570	-167.0%
每股收益	0.43	0.41	5.9%

数据来源：公司年报，安信证券研究中心

具体到产品线上，我们能够观察如下特点：

占到公司收入比重最大的基站天线毛利率未有变化。我们认为基站天线在 2011 年确定大幅提升毛利率，理由是 2011 年基站天线需求量大（中国移动 GSM 载频扩容增长 70%），美化天线需求旺盛。由于美化天线属于非标产品，价格有较大的自由度，因此公司可在 1-2 年的时间享有先行优势。

微波天线的毛利率下滑 5%，至 29.8%。我们觉得，此处值得深入剖析。毛利率下滑原因有三：1) 由于扩容带来的设备折旧，而量没有起来；2) 新产品正处于测试阶段，传统产品每年毛利率下滑是不可抑制的；3) 人民币升值对出口的不利因素。对于 2011 年，我们持有乐观、积极的态度。原因同样有三：1) 2011 年公司将大踏步追随华为扩张海外，微波天线的产量有望达到 12-15 万套；2) 超高频（18G 以上产品）一旦量产，则将大幅提高毛利率水平，由于超高频天线单价为 3000-4000 元，而 18G 以下产品单价为 1800 元左右；3) 公司将持续改善工艺水平、设计，降低成本。

表 2：分产品情况

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年增减	毛利率比上年增减
基站天线	23,393	17,120	26.8%	8.6%	-0.5%
微波通信天线	6,982	4,901	29.8%	-2.6%	-5.0%
射频器件与设备	4,909	3,570	27.3%	1.1%	-5.0%
室内终端天线	5,236	3,946	24.6%	3.0%	-1.3%
八木天线	248	205	17.5%	-42.6%	-1.2%
合计	40,768	29,742	27.05%	4.25%	-1.98%

数据来源：公司年报，安信证券研究中心

因此，我们认为公司在 2011 年，微波产品毛利率至少维持在 33%-35% 的水平。而微波产品的放量，美化天线的放量，势必使得公司的产品结构发生巨大变化——即从低毛利率向高毛利率的转变。

我们坚定认为，2011 年是公司大踏步发展的一年：追随华为的快速增长，国内基站景气度高，且公司利润率大幅提升。

2. 收购朗赛微波：踏步进入军网，北斗又添新丁

2.1. 公司简介

深圳市朗赛微波通信有限公司成立于 2002 年，专业从事微波、毫米波部件和组件的研发、生产和销售，属于高新技术企业。

朗赛公司产品广泛应用于航空航天、雷达、电子对抗、遥感遥测、微波通信、移动通信、卫星通信、数字广播等军民用电电子设备，公司产品涵盖了微波、毫米波各个频段，形成了电台、微波无源、微波有源以及毫米波等四个系列的部件及组件级产品。

朗赛微波经审计净资产为 114.7 万元，本次股权转让的收购价款为人民币 114.7 万元，以净资产 1:1 折算。公司以 114.7 万元收购朗赛微波 100% 的股权。公司使用超募资金 1800 万元增资朗赛微波，用于扩大业务规模，增资后注册资本变更为 2800 万元。

朗赛微波 2010 年收入 548 万，净利润为-289 万，我们分析，亏损原因主要由于缺乏有效的市场渠道和管理者的激励机制。

2.2. 收购的战略意义

本次收购朗赛微波并增资符合盛路通信长远发展战略。

朗赛微波的价值在于该公司获得了军网的完整资质。如：获得军工保密资质并通过了军工产品质量体系认证，掌握了相控阵雷达系统中核心器件部件的关键技术和国内军工研制、生产单位建立了良好的业务关系。

此外，根据公司公告，朗赛微波还致力于研究北斗天线系列产品，其现有产品广泛应用于航空航天、雷达、电子对抗、遥感遥测、微波通信、移动通信、卫星通信、数字广播等军民用电电子设备，与盛路通信部分产品相近却又不重叠，可以相互补充，利用各自的优势开发出更多的产品。

本次收购增资完成后，盛路通信将给予朗赛微波在市场、技术及资金上极大的支持，朗赛微波将借助盛路通信的管理体系、技术优势、市场资源及销售渠道，有效的提升经营效益。

总之，盛路通信通过本次收购后，快速建立一个军品平台，形成长期稳定的利润增长点。

2.3. 盈利预测

我们估计，在资金、市场双重助力的情况下，今年公司将会夯实自身的基础，完成千万级的收入，几百万级的利润；而随着队伍的壮大、产品的丰富、需求的启动（北斗相关产品）；朗赛微波有望在 2012 年实现千万级利润，2013 年到达盛路通信目前的利润水平。

3. 投资建议

3.1. 投资建议

我们预测，公司 2011 年-2013 年的收入增长率为 71.9%、47.7%、42.7%，利润增幅为 112.0%、71.6%、44.7%，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.57 元、2.27 元。我们认为，

军网、北斗虽然不能短期为公司带来大比例业绩，但看好公司在中长期布局军网，做实北斗的愿景。

目前股价 25.32 元，对应 11 年 28 倍 PE，12 年 16 倍 PE，具有很高的安全边际，价值被显著低估。

我们保守给予 12 年 25 倍 PE，股价 40 元，有近 60% 的溢价空间，维持买入-A 投资评级。

3.2. 风险提示

- 1、通信行业客户订单存在一定的波动性，可能致使季度的波动性较大；
- 2、华为全球的微波市场遭遇偶发性事件（如印度事件）带来的微波方案增长不达预期；
- 3、人民币大幅升值会蚕食部分出口产品的利润率。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-20		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	391.8	408.7	702.5	1,037.3	1,479.8	成长性					
减: 营业成本	277.6	297.5	481.1	696.9	987.0	营业收入增长率	27.3%	4.3%	71.9%	47.7%	42.7%
营业税费	2.2	2.1	3.5	5.2	7.4	营业利润增长率	26.3%	1.8%	124.5%	74.0%	45.6%
销售费用	24.1	22.1	42.2	62.2	88.8	净利润增长率	33.0%	5.9%	112.0%	71.6%	44.7%
管理费用	38.1	37.3	64.1	94.6	135.0	EBITDA 增长率	26.1%	5.0%	74.7%	68.8%	45.3%
财务费用	1.1	-0.6	-4.1	-10.0	-11.6	EBIT 增长率	26.4%	-1.9%	118.6%	71.1%	47.3%
资产减值损失	2.2	3.4	9.9	4.4	5.3	NOPLAT 增长率	32.9%	1.7%	106.9%	68.7%	46.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.9%	25.7%	-19.4%	68.5%	35.8%
投资和汇兑收益	-0.2	-	-0.2	-0.2	-0.2	净资产增长率	30.4%	267.5%	14.2%	21.4%	25.5%
营业利润	46.2	47.1	105.7	183.9	267.7	利润率					
加: 营业外净收支	2.9	3.8	4.2	4.6	5.0	毛利率	29.1%	27.2%	31.5%	32.8%	33.3%
利润总额	49.1	50.9	109.8	188.5	272.7	营业利润率	11.8%	11.5%	15.0%	17.7%	18.1%
减: 所得税	7.5	6.8	16.5	28.3	40.9	净利润率	10.6%	10.8%	13.3%	15.4%	15.7%
净利润	41.6	44.1	93.4	160.2	231.8	EBITDA/营业收入	15.5%	15.6%	15.9%	18.2%	18.5%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	12.1%	11.4%	14.5%	16.8%	17.3%
货币资金	72.6	432.7	655.2	678.1	863.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	97	107	61	47	39
应收账款	133.9	175.8	259.5	383.2	546.6	流动营业资本周转天数	252	315	203	164	168
应收票据	21.0	19.2	36.6	54.0	77.0	流动资产周转天数	231	436	452	408	366
预付账款	2.1	2.8	3.3	4.0	4.9	应收账款周转天数	113	137	109	108	110
存货	64.0	64.7	112.0	162.3	229.9	存货周转天数	54	57	45	48	48
其他流动资产	0.0	1.3	1.3	1.3	1.3	总资产周转天数	346	560	530	479	425
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	363	436	255	207	215
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	23.3%	6.7%	12.5%	17.6%	20.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.6%	5.2%	7.6%	10.5%	11.8%
固定资产	123.1	119.6	118.7	153.5	169.8	ROIC	12.1%	9.9%	16.3%	34.1%	29.6%
在建工程	-	0.3	22.4	73.4	50.1	费用率					
无形资产	13.7	15.6	14.5	13.6	12.7	销售费用率	6.2%	5.4%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	1.0	2.8	6.0	6.0	6.0	管理费用率	9.7%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
资产总额	431.3	840.7	1,229.5	1,529.3	1,961.3	财务费用率	0.3%	-0.1%	-0.6%	-1.0%	-0.8%
短期债务	20.0	2.2	-	-	-	三费/营业收入	16.2%	14.4%	14.5%	14.2%	14.3%
应付账款	177.7	118.4	309.7	448.7	635.5	偿债能力					
应付票据	38.1	47.2	52.7	76.4	108.2	资产负债率	58.6%	22.0%	34.2%	38.1%	40.8%
其他流动负债	14.8	13.5	22.2	29.7	40.4	负债权益比	141.8%	28.3%	51.9%	61.4%	69.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.17	3.84	2.78	2.31	2.20
其他非流动负债	2.4	3.8	3.8	3.8	3.8	速动比率	0.92	3.48	2.48	2.02	1.90
负债总额	253.0	185.2	388.5	558.5	787.9	利息保障倍数	42.88	-76.65	-24.90	-17.39	-22.16
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	76.2	102.2	102.2	102.2	102.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	102.2	553.3	646.7	806.9	1,038.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	178.4	655.5	748.8	909.0	1,140.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	41.6	44.1	93.4	160.2	231.8	EPS(元)	0.41	0.43	0.91	1.57	2.27
加: 折旧和摊销	13.9	17.6	10.0	14.6	17.7	BVPS(元)	1.75	6.42	7.33	8.90	11.17
资产减值准备	2.2	3.4	9.9	4.4	5.3	PE(X)	73.4	69.3	32.7	19.1	13.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.1	4.7	4.1	3.4	2.7
财务费用	1.3	1.1	1.0	-4.1	-10.0	P/FCF	-85.4	-35.3	28.8	-26.8	-426.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	7.8	7.5	4.3	2.9	2.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	41.7	24.6	15.4	10.7
营运资金的变动	0.0	-105.9	50.3	-25.8	-30.8	CAGR(%)	56.7%	73.9%	-245.4%	-	-223.9%
经营活动产生现金流量	59.4	-39.8	159.6	143.3	212.5	PEG	1.3	0.9	-0.1	-	-0.1
投资活动产生现金流量	-34.5	-13.0	-37.0	-100.0	-10.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	2.3	408.2	1.8	10.0	11.6	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034