

业绩符合预期，收购朗赛微波切入军品领域

盛路通信
002446

业绩符合预期。2010年公司实现营业收入4.09亿元，同比增长4.3%；营业利润4,708万元，同比增长1.8%；净利润4,405万元，同比增长5.9%；摊薄每股收益0.43元，基本符合0.42元的预期。年度分配预案为每10股送1.5股转增1.5股派2.0元（含税）。

海外开拓短期受阻影响收入增长。10年公司国内收入实现20%平稳增长，达到3.7亿元。10年受到大客户NEC、印度安全门因素的影响，同时公司海外事业部转制耽搁了客户开拓，仅实现海外收入3,980万元，下滑53%，其中微波天线、基站天线受到不同程度的影响，微波天线收入6,980万元，比09年略降。

调整产品策略致毛利率下滑1.9个百分点，期间费用率下降1.8个百分点。综合毛利率27%，下滑1.9个百分点，各类天线、射频器件及设备产品均有不同程度的下滑，其中微波天线毛利率下滑5个百分点至29.8%，主要是由于公司调整产品策略，主动降价所致，另外原材料价格上涨也是毛利率下滑的原因之一。期间费用率14.4%，同比下降1.8个百分点，其中销售费用率下降0.8个百分点，是由于销售未达目标，绩效工资下降所致；管理费用率下降0.6个百分点，是由于资本性投入增加，费用性投入减少；财务费用率下降0.4个百分点，系募集资金存款利息增加所致。

关注焦点。①微波天线是增长的最大动力，海外政策影响消除，来自NEC、华为订单在11年1季度开始增长。②成立RFID事业部，相应团队研发天线、读写器等产品，预计11年下半年产生效应。③收购朗赛微波，利用其军工企业资质快速切入军品市场，基于盛路与军方的客户关系，实现微波器件、北斗导航器件等多产品的扩张。

盈利预测及投资建议。预计公司2011-2012年每股收益分别为0.63/0.83元，对应动态市盈率分别为41x/32x，估值偏高，但鉴于公司微波天线及RFID产品前景广阔，维持对公司的“增持”评级。

主要财务指标

	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（百万元）	307.8	391.8	408.7	536.2	650.2
增长率（%）	7.8%	27.3%	4.3%	31.2%	21.3%
净利润（百万元）	31.3	41.6	44.1	64.6	84.6
增长率（%）	8.2%	33.0%	5.9%	46.6%	31.0%
每股收益（元）	0.306	0.407	0.431	0.632	0.828
每股净资产（元）	1.34	1.75	6.42	7.05	7.88
PE (X)	85.5	64.3	60.7	41.4	31.6
PB (X)	19.6	15.0	4.1	3.7	3.3
ROE (%)	25.8%	26.4%	10.6%	9.4%	11.1%

维持 增持

分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630511010008

E-Mail:

kzy@longone.com.cn

日期

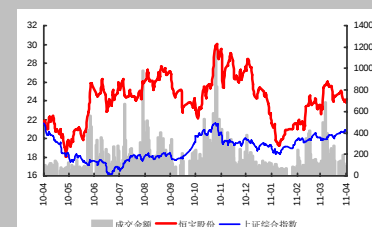
分析：2011年04月18日

价格

当前市价：26.18元

半年目标：31.50元

股价表现



相关研究报告

110325	室内天线不可忽视，微波天线潜力巨大	首次增持
100713	发展定位于中高端，微波天线为突破点	无评级

表 1 盛路通信年度及四季度业绩对比

百万元	3Q2010	4Q2010	QoQ	1-4Q2009	1-4Q2010	YoY	点评
营业收入	81.28	125.17	54.0%	391.79	408.72	4.3%	国内收入实现20%平稳增长，海外收入下滑53%。
增长率	-18.4%	34.5%	53.0%	27.3%	4.3%	-22.9%	
毛利率	33.8%	26.2%	-7.6%	29.1%	27.2%	-1.9%	各类天线、射频器件及设备产品均有不同程度的下滑。
营业成本	53.78	92.36	71.7%	277.61	297.49	7.2%	
营业税金及附加	0.33	0.49	48.3%	2.20	2.06	-6.7%	
期间费用率	21.0%	9.2%	-11.8%	16.2%	14.4%	-1.8%	
销售费用	5.86	6.17	5.3%	24.14	22.06	-8.6%	由于销售未达目标，绩效工资下降。
销售费用率	7.2%	4.9%	-2.3%	6.2%	5.4%	-0.8%	
管理费用	11.27	6.59	-41.5%	38.10	37.29	-2.1%	资本性投入增加，费用性投入减少。
管理费用率	13.9%	5.3%	-8.6%	9.7%	9.1%	-0.6%	
财务费用	(0.05)	(1.19)	2086.9%	1.10	(0.61)	-154.9%	募集资金存款利息增加。
财务费用率	-0.1%	-0.9%	-0.9%	0.3%	-0.1%	-0.4%	
资产减值损失	1.49	1.36	-9.0%	2.20	3.36	52.7%	
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	
投资净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	
营业利润	8.53	19.59	129.8%	46.25	47.08	1.8%	
增长率	-44.0%	62.3%	106.3%	26.3%	1.8%	-24.5%	
营业利润率	10.5%	15.6%	5.2%	11.8%	11.5%	-0.3%	
加：营业外收入	2.22	0.99	-55.3%	3.39	4.11	21.4%	
减：营业外支出	0.06	0.13	134.2%	0.51	0.33	-36.3%	
利润总额	10.68	20.45	91.4%	49.12	50.86	3.5%	
减：所得税	1.55	1.97	27.2%	7.52	6.81	-9.4%	
实际所得税率	14.5%	9.6%	-4.9%	15.3%	13.4%	-1.9%	
净利润	9.14	18.48	102.2%	41.60	44.05	5.9%	
减：少数股东损益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	
归属于母公司所有者的净利润	9.14	18.48	102.2%	41.60	44.05	5.9%	
增长率	-28.0%	39.0%	67.0%	33.0%	5.9%	-27.1%	
净利润率	11.2%	14.8%	3.5%	10.6%	10.8%	0.2%	
每股收益（元）	0.09	0.18	102.2%	0.41	0.43	5.9%	

资料来源：东海证券研究所

表 2 盛路通信盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	285.7	307.8	391.8	408.7	536.2	650.2	7.8%	27.3%	4.3%	31.2%	21.3%
增长率		7.8%	27.3%	4.3%	31.2%	21.3%	7.8%	19.5%	-22.9%	26.9%	-9.9%
基站天线	116.1	141.3	215.5	233.9	277.0	338.1	21.7%	52.4%	8.6%	18.4%	22.0%
微波天线	37.8	51.1	71.7	69.8	150.8	203.0	35.3%	40.3%	-2.6%	116.0%	34.6%
终端天线	47.2	50.1	50.8	52.4	54.9	57.0	6.1%	1.5%	3.0%	4.9%	3.7%
射频器件与设备	28.6	34.5	48.6	49.1	51.3	50.2	20.8%	40.7%	1.1%	4.5%	-2.1%
八木天线	55.3	29.0	4.3	2.5	2.1	2.0	-47.6%	-85.1%	-42.6%	-15.3%	-4.8%
综合毛利率	25.8%	28.7%	29.1%	27.2%	27.7%	28.1%	2.9%	0.5%	-1.9%	0.5%	0.4%
营业成本	212.0	219.5	277.6	297.5	387.5	467.6	3.6%	26.4%	7.2%	30.3%	20.7%
营业税金及附加	1.4	2.1	2.2	2.1	3.0	3.6	49.5%	6.9%	-6.7%	46.1%	21.3%
期间费用率	14.4%	15.3%	16.2%	14.4%	13.2%	12.5%	0.9%	0.8%	-1.8%	-1.2%	-0.7%
销售费用	15.4	17.6	24.1	22.1	29.5	33.2	14.5%	37.2%	-8.6%	33.7%	12.4%
销售费用率	5.4%	5.7%	6.2%	5.4%	5.5%	5.1%	0.3%	0.4%	-0.8%	0.1%	-0.4%
管理费用	24.7	28.7	38.1	37.3	42.9	48.8	16.3%	32.6%	-2.1%	15.0%	13.7%
管理费用率	8.6%	9.3%	9.7%	9.1%	8.0%	7.5%	0.7%	0.4%	-0.6%	-1.1%	-0.5%
财务费用	1.0	0.8	1.1	(0.6)	(1.6)	(0.7)	-18.4%	31.3%	-154.9%	165.3%	-59.6%
财务费用率	0.4%	0.3%	0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.4%	-0.2%	0.2%
资产减值损失	(1.5)	0.4	2.2	3.4	3.0	3.6	-125%	469%	53%	-11%	21%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%	NA	NA	NA	NA
营业利润	31.8	36.6	46.2	47.1	71.8	94.0	15.2%	26.3%	1.8%	52.6%	30.8%
增长率		15.2%	26.3%	1.8%	52.6%	30.8%	15.2%	11.2%	-24.5%	50.8%	-21.8%
营业利润率	11.1%	11.9%	11.8%	11.5%	13.4%	14.5%	0.8%	-0.1%	-0.3%	1.9%	1.1%
加: 营业外收入	2.5	0.8	3.4	4.1	3.0	4.0	-69.5%	348.7%	21.4%	-27.1%	33.3%
减: 营业外支出	0.2	0.3	0.5	0.3	0.2	0.2	NA	NA	NA	NA	NA
利润总额	34.1	37.1	49.1	50.9	74.6	97.8	8.8%	32.5%	3.5%	46.8%	31.0%
减: 所得税	5.2	5.8	7.5	6.8	10.1	13.2	NA	NA	NA	NA	NA
实际所得税率	15.2%	15.6%	15.3%	13.4%	13.5%	13.5%	0.4%	-0.3%	-1.9%	0.1%	0.0%
净利润	28.9	31.3	41.6	44.1	64.6	84.6	8.2%	33.0%	5.9%	46.6%	31.0%
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
归属于母公司所有者的净利润	28.9	31.3	41.6	44.1	64.6	84.6	8.2%	33.0%	5.9%	46.6%	31.0%
增长率		8.2%	33.0%	5.9%	46.6%	31.0%	8.2%	24.7%	-27.1%	40.7%	-15.6%
净利润率	10.1%	10.2%	10.6%	10.8%	12.0%	13.0%	0.0%	0.5%	0.2%	1.3%	1.0%
每股收益(元)	0.28	0.31	0.41	0.43	0.63	0.83	8.2%	33.0%	5.9%	46.6%	31.0%

资料来源: 东海证券研究所

表 3 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR 09/11年	PEG 10E	最新 市净率
						09A	10E	11E	09A	10E	11E			
电信运营														
中国联通	600050.SH	增持	1,263.3	1,263.3	5.96	0.15	0.06	0.19	40.3x	102.9x	31.4x	13.3%	7.7x	1.8x
平均值									40.3x	102.9x	31.4x	13.3%		1.8x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	828.5	657.5	28.90	0.86	1.13	1.46	33.7x	25.5x	19.8x	30.5%	0.8x	3.9x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	77.5	34.7	13.95	0.61	0.38	0.87	22.7x	36.3x	16.1x	18.8%	1.9x	3.9x
大富科技	300134.SZ	买入	98.2	24.6	61.40	0.87	1.57	2.17	70.4x	39.2x	28.3x	57.6%	0.7x	4.0x
盛路通信	002446.SZ	增持	26.7	6.8	26.18	0.41	0.43	0.63	64.3x	60.7x	41.4x	24.6%	2.5x	4.2x
平均值									47.8x	40.4x	26.4x	32.8%	1.5x	4.0x
光通信														
烽火通信	600498.SH	买入	147.6	147.6	33.40	0.59	0.79	1.17	56.3x	42.2x	28.6x	40.2%	1.1x	4.3x
光迅科技	002281.SZ	买入	60.4	31.0	37.77	0.65	0.79	1.05	58.0x	47.7x	36.0x	27.0%	1.8x	6.0x
亨通光电	600487.SH	增持	67.3	54.0	32.48	0.89	0.79	1.24	36.6x	41.3x	26.2x	18.1%	2.3x	4.8x
中天科技	600522.SH	增持	86.9	86.9	27.09	1.04	1.36	1.55	25.9x	19.9x	17.5x	21.9%	0.9x	4.7x
通鼎光电	002491.SZ	-	47.0	11.8	17.54	0.31	0.54	0.72	55.8x	32.8x	24.5x	50.9%	0.6x	10.0x
平均值									46.5x	36.8x	26.6x	31.6%	1.3x	6.0x
配线、机柜														
日海通讯	002313.SZ	买入	47.0	11.7	46.97	0.73	1.01	1.42	64.7x	46.6x	33.0x	40.0%	1.2x	5.3x
新海宜	002089.SZ	-	51.9	32.9	22.05	0.35	0.59	0.81	63.1x	37.3x	27.2x	52.5%	0.7x	6.0x
平均值									63.9x	41.9x	30.1x	46.2%	0.9x	5.7x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	36.6	27.4	17.08	0.36	0.47	0.61	47.4x	36.4x	28.2x	29.7%	1.2x	5.3x
奥维通信	002231.SZ	-	22.4	5.6	13.93	0.15	0.18	0.22	93.7x	77.5x	63.9x	21.1%	3.7x	5.7x
三元达	002417.SZ	-	32.0	8.0	26.64	0.41	0.51	0.68	64.5x	51.8x	39.2x	28.3%	1.8x	4.0x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	72.0	26.4	66.67	1.03	1.75	2.05	64.7x	38.0x	32.5x	41.0%	0.9x	4.9x
华星创业	300025.SZ	买入	21.8	10.3	27.22	0.33	0.50	0.91	82.6x	54.9x	29.9x	66.3%	0.8x	7.9x
中创信测	600485.SH	增持	24.8	24.8	17.88	0.19	0.33	0.51	94.1x	54.7x	35.3x	63.4%	0.9x	5.5x
国脉科技	002093.SZ	中性	67.3	52.1	15.57	0.22	0.28	0.34	72.3x	54.9x	46.3x	24.9%	2.2x	14.4x
平均值									74.2x	52.6x	39.3x	39.2%	1.3x	6.8x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	42.8	42.4	21.55	0.16	0.16	0.41	136.3x	131.2x	52.4x	61.4%	2.1x	6.4x
恒宝股份	002104.SZ	买入	71.8	47.5	16.30	0.21	0.24	0.33	76.6x	68.9x	50.0x	23.7%	2.9x	12.1x
大唐电信	600198.SH	增持	72.5	72.2	16.51	0.13	0.15	0.27	126.1x	109.7x	61.7x	42.9%	2.6x	13.6x
平均值									113.0x	103.3x	54.7x	42.7%	2.5x	10.7x
增值服务														
拓维信息	002261.SZ	买入	46.4	23.8	31.93	0.60	0.78	1.08	53.2x	41.1x	29.6x	34.1%	1.2x	6.8x
北纬通信	002148.SZ	增持	27.2	18.7	36.00	0.47	0.63	0.42	76.7x	57.1x	85.6x	-5.3%	NA	6.7x
平均值									64.9x	49.1x	57.6x	-5.3%	NA	6.7x
其他														
亿阳信通	600289.SH	-	72.4	72.4	12.85	0.15	0.15	0.29	87.8x	86.4x	43.7x	41.7%	2.1x	4.9x
动力源	600405.SH	-	25.8	24.7	11.84	0.18	0.24	0.00	65.0x	50.3x	#DIV/0!	-100.0%	NA	5.8x
键桥通讯	002316.SZ	-	26.1	14.1	16.70	0.27	0.35	0.55	61.3x	47.4x	30.5x	41.9%	1.1x	3.3x
高新兴	300098.SZ	-	21.0	5.3	30.75	0.86	0.59	1.43	35.8x	52.0x	21.5x	29.0%	1.8x	2.7x
海格通信	002465.SZ	增持	117.5	30.0	35.33	0.64	0.72	0.95	55.4x	49.1x	37.1x	22.2%	2.2x	2.8x
平均值									61.1x	57.0x	33.2x	6.9%	1.3x	3.9x
板块均值									65.0x	55.0x	36.3x	29.7%	1.3x	5.9x

资料来源：东海证券研究所

作者简介

康志毅：高级研究员，从事电信服务、通信设备及传媒业研究；毕业于吉林大学，经济学硕士；3年证券研究经验；2009年7月加盟东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897