

证券研究报告

通信传输设备



联系人 李明杰
021-38565934
limj@xyzq.com.cn

推荐 (首次)

分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190209030141

盛路通信 (002446)

天线龙头、蓄势待发

2011年6月10日

投资要点

近日,我们调研了盛路通信,与公司高管就行业发展态势、企业经营情况等方面进行了深入交流,调研要点如下:

- **规模技术领先、营收平稳增长。**公司作为国内最早进入天线行业的公司之一,目前公司是国内规模最大,技术最先进的民用通信天线和微波通信天线设备制造商之一。其基站天线、微波天线、终端天线市场占有率居国内第一,微波天线技术水准已达到国际 CLASS 3 等级(目前国际主流)。随着公司规模扩大和传统基站天线行业相对成熟,公司进入平稳增长阶段,2007-2010 年公司营业收入和净利润复合增长率分别为 13%和 15%。
- **公司天线产品线齐全,微波是未来发展重点。**公司产品主要包括基站天线(营收占比 58%)、微波天线(营收占比 17%)和终端天线(营收占比 13%),涵盖无线通信的覆盖、传输以及接收三大领域。
 - 1) **基站天线**分为室内和室外两类,产品技术比较成熟,国内市场相对分散,企业竞争要素主要在技术、规模和商务层面。其次由于天线价格便宜、不便运输,物流成本占比较大,产品难以形成对外规模出口,行业增长主要来源于国内移动通信投资需求,2010 年国内基站天线市场规模接近 10 亿元(室外 5 亿元,室内 4.5 亿元)。从行业增速来看,随着 3G 建设步入尾声,室外基站天线市场整体趋于平稳增长(5%),而受国内 WLAN 建设推动,室内基站天线增速仍将保持 20-30%水平。基站天线是公司的成熟业务,公司室外基站天线和室内基站天线在国内市场份额分别达到 20%、30%,份额排名第一。
 - 2) **微波天线**主要用在数字微波传输。由于国外土地私有化,数字微波设备主要应用到发达国家,美国 70%的长途电信、日本全国 50%的长途电话和 90%的电视传输均采用数字微波传输。Infonetics 预测,2009 年全球数字微波设备市场规模达到 58 亿美元,预计未来将保持稳定增长。目前全球数字微波产品的主要厂商包含爱立信、NEC、华为等,前三家厂商市场份额总和超过 50%。微波天线是数字微波关键器件,其技术难度很高,国内仅盛路等少数企业具备成熟的研发生产能力。目前公司微波天线产品技术达到 CLASS 3 国际主流水平,产品成本领先国外厂商,全球市场份额不到 2%。**微波天线将是未来带动公司再次腾飞的战略性业务,公司将借助国际级通信设备集成商平台实现“搭船出海”业务战略。**
 - 3) **终端天线**主要包括移动固定台终端、手机天线、无线网卡天线、车载终端天线等,目前固定台终端

天线是公司的主要产品。终端天线行业市场较为分散，下游移动固定台终端需求稳定。此外，公司新产品车载终端天线正处在下游车企的认证中，未来有望增加新的业务领域。

● **短期业务看点：微波天线+WLAN 天线+美化天线。**

- 1) **微波天线：**11 年将是公司微波天线产品突破年。公司重要客户华为在全球数字微波市场份额已达到 8%，但是包括微波天线在内的关键器件都是国外供应商配套，产品不具备成本优势。**11 年起华为开始向公司规模采购数字微波天线，我们预计 11-13 年公司微波天线收入增速分别为 130%、60%、40%。**
- 2) **WLAN 天线：**运营商 WLAN 建设全面启动，移动计划 3 年 100 万热点，电信计划 2 年 70 万热点，联通计划 11 年覆盖 4 万栋楼宇。截至 2010 年底，三大运营商已建成的 25 万热点（其中移动 12 万，电信 10 万个，联通 3 万）。庞大 WLAN 建设计划将催生大量室内天线品需求，我们预计 11-13 年室内天线收入增速分别为：50%、50%、40%。
- 3) **美化天线：**近年来人们对天线辐射越发敏感，室外美化天线需求量快速增加，该类产品多样性强，仅针对省级运营商招标，因此产品售价和毛利相比普通天线有明显提升。公司的美化天线产品种类全、花样多，能够满足不同环境下的覆盖需求，目前美化天线出货量已占到室外基站天线的 30%。**受益于新品美化天线占比增加，我们预计 11 年公司室外基站天线将实现 10% 营收增长，毛利率相比 10 年提升 10%，达到 30%。**

● **长期展望：战略收购+海外扩张**

- 1) **战略并购拓展新领域、新客户：**公司近期相继收购专一通信和朗赛微波，这两家公司分别主营移动通信网络测试仪器和军用微波器件，分别和公司的客户层面和技术层面有一定相关性，便于形成协同效应，同时可以有效增加公司业务范围和盈利点，我们看好这类协同效应强的并购策略。公司未来将借助资本平台和自身优势，通过有效的并购策略进一步拓展公司业务边界。
- 2) **海外扩张战略渐行渐近：**天线产品（特别是室外基站、微波天线）运输不便、物流费用高，设备集成商往往倾向于就近采购，天线厂商如要全面打开海外市场，必须紧跟设备集成商配套全球物流生产体系。公司在海外扩张方面已经展开相关调研规划，预计在未来 3-5 年将会有实质性的进展。

- **给予“推荐”投资评级：**随着公司微波天线正式放量，公司业务增长将再次启动，加之 WLAN 天线和美化天线的推出，中短期业务增长较为明确。从长期来看，公司已开始在战略并购和海外扩张方面积极准备，并在战略并购方面有了实质性进展。**预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 5.8 亿元、8 亿元、10 亿元，对应 EPS 分别为 0.61 元、0.83 元、1.06 元，给予“推荐”投资评级。**

- **风险提示：**1) 微波天线出货量低于预期；2) 美化天线等新产品竞争加剧风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	696	846	1002	1214
货币资金	433	489	513	597
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	174	230	315	397
其他应收款	2	2	3	4
存货	65	92	126	159
非流动资产	144	189	181	174
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	120	155	158	150
在建工程	0	3	1	1
油气资产	0	0	0	0
无形资产	16	16	16	16
资产总计	841	1035	1183	1388
流动负债	181	316	378	482
短期借款	2	0	0	0
应付票据	47	63	88	110
应付账款	117	196	254	326
其他	15	57	37	45
非流动负债	4	3	4	3
长期借款	0	0	0	0
其他	4	3	4	3
负债合计	185	319	382	485
股本	102	133	133	133
资本公积	407	392	392	392
未分配利润	125	159	229	311
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	655	716	801	903
负债及权益合计	841	1035	1183	1388

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	44	81	110	141
折旧和摊销	18	7	8	9
资产减值准备	-4	3	1	1
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1	-9	-10	-11
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	89	-39	71	24
经营活动产生现金流量	-32	107	49	113
投资活动产生现金流量	-7	-38	-10	0
融资活动产生现金流量	416	-14	-15	-29
现金净变动	376	56	24	84
现金的期初余额	73	433	489	513
现金的期末余额	449	489	513	597

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	409	583	798	1003
营业成本	297	416	570	720
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	22	29	38	45
管理费用	37	52	70	85
财务费用	-1	-9	-10	-11
资产减值损失	3	2	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	47	89	124	158
营业外收入	4	6	6	8
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	51	95	130	166
所得税	7	14	19	25
净利润	44	81	110	141
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	44	81	110	141
EPS (元)	0.33	0.61	0.83	1.06

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	4.3%	42.5%	37.0%	25.7%
营业利润增长率	1.8%	90.0%	38.9%	27.5%
净利润增长率	5.9%	83.8%	36.4%	27.8%
盈利能力(%)				
毛利率	27.2%	28.7%	28.6%	28.3%
净利率	10.8%	13.9%	13.8%	14.1%
ROE	6.7%	11.3%	13.8%	15.6%

偿债能力(%)

资产负债率	22.0%	30.8%	32.3%	34.9%
流动比率	3.84	2.68	2.65	2.52
速动比率	3.48	2.38	2.31	2.18

营运能力(次)

资产周转率	64.3%	62.1%	72.0%	78.0%
应收帐款周转率	263.0%	286.2%	289.0%	278.4%

每股资料(元)

每股收益	0.33	0.61	0.83	1.06
每股经营现金	-0.30	0.81	0.37	0.85
每股净资产	4.94	5.39	6.03	6.80

估值比率(倍)

PE	54.2	29.5	21.6	16.9
PB	3.6	3.3	3.0	2.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。