

盛路通信：微波今年无改观已成定局

三季报点评

评级：中性-A

上次评级：买入-A

目标价格：15.00元

期限：6个月 上次预测：25.00元

现价(2011年10月27日)：14.00元

报告日期：2011-10-28

报告关键点：

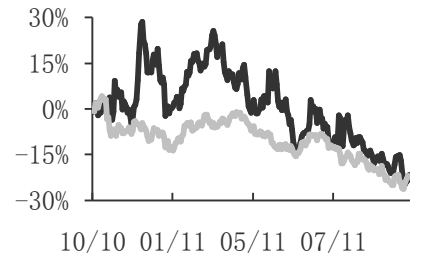
- 业绩增速大幅低于市场预期，原因是竞争带来的毛利率下滑
- 明年的业绩会快速回复，但构建令人信服的竞争力，还需从微波天线入手，以收入的高速增长+毛利率的明显来逐渐建立市场的信心

报告摘要：

- 运营表现：业绩增速大幅低于市场预期，原因是竞争带来的毛利率下滑
 - 公司三季报披露，主营收入增长率为14.74%，单季度利润下滑79.24%，1-3季度实现收入增长2.84%，利润下滑44.02%。全年业绩增长率预测为-50%--70%，对应利润为1,322万-2,203万(中间值为1762万)，EPS为0.10-0.17元(中间值为0.13元)。
 - 造成利润如此下滑的重要原因是：今年在移动无线投资一直拖延的背景下，公司的无线产品收入增长缓慢；
 - 此外，管理费用提高，并购两个公司尚未能够对业绩形成有效支撑
- 预计明年的业绩会快速回复，但构建令人信服的竞争力，还需从微波天线入手，以收入的高速增长+毛利率的明显来逐渐建立市场的信心
 - 2012年，我们依然认为公司在微波天线具有潜力；
 - 公司在基站、室内分布天线的毛利率压力依然存在。这两类产品在国内，尚未实现真正意义上的技术壁垒，众多厂商的参与，加之中国移动低价者得(尽管最近改变了游戏规则，价中者得，但总体竞争尚未趋缓)，造成了毛利率依旧会血拼一段时间，这种趋势将会持续一段时间；
 - 公司的军网之路是必然的，而且也有可能在今年实现一定突破，海外的很多无线配套企业都会涉足军网，毛利率较高是这个领域的特点；
 - 终端天线将会在汽车领域快速增长，短期维持不错的利润率，未来还要看竞争对手的数量和能力。
- 投资建议
 - 我们预计，公司在2011、2012年的收入增长率为5.1%、27.0%，净利润增长率为-52.1%、122.2%，对应的EPS分别为0.16元、0.35元。我们下调对公司的评级至中性-A。
- 风险提示：
 - 由于市场激烈竞争导致的非理性竞争，拉低公司在基站、室内分布、射频产品的毛利率。

总市值(百万元)	1,859.18
流通市值(百万元)	473.20
总股本(百万股)	132.80
流通股本(百万股)	33.80
12个月最低/最高	13.00/30.89元
十大流通股股东(%)	20.56%
股东户数	9,206

12个月股价表现



	一个月	三个月	十二个月
% 相对收益	(5.02)	(0.61)	0.35
绝对收益	(4.28)	(12.03)	(21.58)

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	429.5	545.4	785.5
Growth(%)	27.3%	4.3%	5.1%	27.0%	44.0%
净利润	41.6	44.1	21.1	46.8	95.7
Growth(%)	33.0%	5.9%	-52.1%	122.2%	104.3%
毛利率(%)	29.1%	27.2%	21.9%	25.0%	28.4%
净利润率(%)	10.6%	10.8%	4.9%	8.6%	12.2%
每股收益(元)	0.31	0.33	0.16	0.35	0.72
每股净资产(元)	1.34	4.94	5.33	5.68	6.40
市盈率	43.7	41.3	86.2	38.8	19.0
市净率	10.2	2.8	2.6	2.4	2.1
净资产收益率(%)	23.3%	6.7%	3.0%	6.2%	11.3%
ROIC(%)	12.1%	9.9%	3.3%	10.1%	15.1%
EV/EBITDA	-	41.7	55.2	28.3	14.2
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：中报低于预期，静待下半年

微波表现

2011-07-16

盛路通信：大踏步进入军网，北斗又添新丁

2011-04-15

盛路通信：收购网优公司，将与天线相得益彰

2011-03-28

1. 运营表现：业绩增速大幅低于市场预期，原因是竞争带来的毛利率下滑

公司三季报披露，主营收入增长率为 14.74%，单季度利润下滑 79.24%，1-3 季度，实现收入增长 2.84%，利润下滑 44.02%。全年业绩增长率预测为-50%—70%，对应利润为 1,322 万- 2,203 万（中间值为 1762 万），EPS 为 0.10 -0.17 元（中间值为 0.13 元）。

造成利润如此下滑的重要原因是：今年在移动无线投资一直拖延的背景下，公司的无线产品收入增长缓慢：

基站与室内分布天线：收入微增长（基站天线下降，室内分布天线增长），但同时由于行业内竞争较为激烈，毛利率呈现下滑趋势，从去年 23% 掉到今年的 20% 左右；

微波天线：收入增长约为 34%，但由于 C3 平台尚未构成大规模切换，在老产品消库存的形势下，毛利率从全年的 35% 下滑到今年的 28% 左右；

终端天线：由于公司的终端天线非手机天线，多为华为的固定台，今年该产品逐渐淡出市场，而汽车天线处于第一年量产，尚不能弥补华为产品下滑；

射频器件与设备：与基站配套，出现下降趋势。

2. 财务分析：管理费用提高，并购两个公司尚未能够对业绩形成有效支撑。

公司并购朗赛微波、专一通信，分布在军网、移动网络优化领域发展，而朗赛微波和专一通信到目前来看，业绩进展都未达预期（此前承诺全年大约两家公司 800-1000 万利润），这样给并表的管理成本带来的压力；

同时，公司在二季度以后，由于新的企业所得税优惠申请在过程中，因此企业所得税暂时按照 25% 计算，所得税比去年多 10%。

表一：公司财务分析

	2011Q1-Q3	2010Q1-Q3	变化幅度
	（“-”号表示是对利润率的减项）		
毛利	23.7%	27.7%	-4.0%
营业税金及附加	0.5%	0.6%	0.0%
销售费用	4.7%	5.6%	0.9%
管理费用	13.4%	10.8%	-2.5%
财务费用	-1.8%	0.2%	2.0%
资产减值损失	0.7%	0.7%	0.1%
投资收益	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	6.3%	9.7%	-3.4%
加：营业外收入	0.4%	1.1%	-0.7%
减：营业外支出	0.2%	0.1%	0.1%
利润总额	6.5%	10.7%	-4.3%
减：所得税费用	28.1%	15.9%	12.2%
净利润	4.6%	9.0%	-4.4%
少数股东损益	-0.3%	0.0%	-0.3%
归属于母公司所有者的净利润	4.9%	9.0%	-4.1%

资料来源：公司财报

3. 2012：以什么视角来审视公司？

2012 年，我们依然认为公司在微波天线具有潜力，这是因为，公司在今年 8 月份

已经把全系产品通过了华为的认证，华为在微波市场上今年没有放量，和微波研发进度不达预期有相当关系，由于爱立信、NEC 将微波相关的配套器件做成了企业标准，因此在微波市场上不存在国际标准的通用器件，这是华为启动自研后遇到较为艰难的挑战，但毕竟到目前来看，华为在微波投入的研发已经三年多，份额达到了全球第三。一旦公司的产品被华为认同，其量会提升很快。但，从当下来看，由于全球运营商的利润率都在下滑，因此我们认为明年华为公司的成本压力也会增加，这种压力会快速传导给上游企业。因此，只有持续改进产品，快速实现新老更迭的；快速降低自身生产成本的；快速通过与华为建立起一定的基础技术和市场口碑后而转向海外或者其他行业的，才能够获得超越一般供应商的增长。

公司在基站、室内分布天线的毛利率压力依然存在。这两类产品在国内，尚未实现真正意义上的技术壁垒，众多厂商的参与，加之中国移动低价者得（尽管最近改变了游戏规则，价中者得，但总体竞争尚未趋缓），造成了毛利率依旧会血拼一段时间，这种趋势将会持续一段时间。

公司的军网之路是必然的，而且也有可能在今年实现一定突破，海外的很多无线配套企业都会涉足军网，毛利率较高是这个领域的特点。

终端天线将会在汽车领域快速增长，短期维持不错的利润率，未来还要看竞争对手的数量和能力。

总体来看，明年的业绩会快速回复，但构建令人信服的竞争力，还需从微波天线入手，以收入的高速增长+毛利率的明显来逐渐建立市场的信心。

4. 投资建议

我们预计，公司在 2011、2012 年的收入增长率为 5.1%、27.0%，净利润增长率为-52.1%、122.2%，对应的 EPS 分别为 0.16 元、0.35 元。我们下调对公司的评级至中性-A。

5. 风险提示

由于市场激烈竞争导致的非理性竞争，拉低公司在基站、室内分布、射频产品的毛利率；

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-10-26
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	391.8	408.7	429.5	545.4	785.5	成长性					
减: 营业成本	277.6	297.5	335.6	409.3	562.8	营业收入增长率	27.3%	4.3%	5.1%	27.0%	44.0%
营业税费	2.2	2.1	2.1	2.7	3.9	营业利润增长率	26.3%	1.8%	-55.5%	144.5%	112.7%
销售费用	24.1	22.1	21.5	32.7	47.1	净利润增长率	33.0%	5.9%	-52.1%	122.2%	104.3%
管理费用	38.1	37.3	47.2	54.5	66.8	EBITDA 增长率	26.1%	5.0%	-57.1%	114.1%	103.7%
财务费用	1.1	-0.6	-3.6	-7.1	-7.1	EBIT 增长率	26.4%	-1.9%	-62.6%	153.7%	131.0%
资产减值损失	2.2	3.4	5.5	1.9	3.0	NOPLAT 增长率	32.9%	1.7%	-58.4%	125.9%	119.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.9%	25.7%	-27.0%	47.5%	22.2%
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%	7.9%	6.6%	12.7%
营业利润	46.2	47.1	20.9	51.2	108.9	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%	21.9%	25.0%	28.4%
利润总额	49.1	50.9	25.1	55.8	113.9	营业利润率	11.8%	11.5%	4.9%	9.4%	13.9%
减: 所得税	7.5	6.8	4.0	8.9	18.2	净利润率	10.6%	10.8%	4.9%	8.6%	12.2%
净利润	41.6	44.1	21.1	46.8	95.7	EBITDA/营业收入	15.5%	15.6%	6.4%	10.8%	15.2%
资产负债表						2009	2010	2011E	2012E	2013E	
货币资金	72.6	432.7	518.7	432.1	515.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	97	107	100	90	74
应收账款	133.9	175.8	158.6	201.5	290.2	流动营业资本周转天数	252	315	260	159	156
应收票据	21.0	19.2	22.4	28.4	40.9	流动资产周转天数	231	436	620	510	400
预付帐款	2.1	2.8	3.1	3.5	4.1	应收帐款周转天数	113	137	138	115	109
存货	64.0	64.7	78.1	95.3	131.1	存货周转天数	54	58	60	57	52
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	748	644	511
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	363	436	400	329	303
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	23.3%	6.7%	3.0%	6.2%	11.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.6%	5.2%	2.2%	4.6%	7.8%
固定资产	123.1	119.6	118.7	153.5	169.8	ROIC	12.1%	9.9%	3.3%	10.1%	15.1%
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%	5.0%	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%	11.0%	10.0%	8.5%
资产总额	431.3	840.7	943.9	1,008.6	1,221.9	财务费用率	0.3%	-0.1%	-0.8%	-1.3%	-0.9%
短期债务	20.0	2.2	-	-	-	三费/营业收入	16.2%	14.4%	15.2%	14.7%	13.6%
应付帐款	177.7	118.4	216.0	263.5	362.3	偿债能力					
应付票据	38.1	47.2	36.8	44.9	61.7	资产负债率	58.6%	22.0%	28.0%	30.6%	34.9%
其他流动负债	14.8	13.5	17.9	21.1	27.7	负债权益比	141.8%	28.3%	38.8%	44.2%	53.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.17	3.84	2.89	2.31	2.18
其他非流动负债	2.4	3.8	3.8	3.8	3.8	速动比率	0.91	3.48	2.60	2.02	1.89
负债总额	253.0	185.2	274.5	333.2	455.5	利息保障倍数	42.88	-76.65	-4.87	-6.18	-14.31
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	76.2	102.2	132.8	132.8	132.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	102.2	553.3	574.4	621.2	716.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	178.4	655.5	707.1	754.0	849.7	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	
净利润	41.6	44.1	21.1	46.8	95.7	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	13.9	17.6	10.0	14.6	17.7	EPS(元)	0.31	0.33	0.16	0.35	0.72
资产减值准备	2.2	3.4	5.5	1.9	3.0	BVPS(元)	1.34	4.94	5.33	5.68	6.40
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	43.7	41.3	86.2	38.8	19.0
财务费用	1.3	1.1	1.0	-3.6	-7.1	PB(X)	10.2	2.8	2.6	2.4	2.1
投资收益	-	-	-	-	-	P/FCF	-50.8	-21.0	8.8	-17.5	-57.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	4.6	4.4	4.2	3.3	2.3
营运资金的变动	0.0	-105.9	89.9	-9.0	-18.0	EV/EBITDA	-	41.7	55.2	28.3	14.2
经营活动产生现金流量	59.4	-39.8	122.9	47.2	91.3	CAGR(%)	4.0%	29.5%	-289.6%	-	-250.2%
投资活动产生现金流量	-34.5	-13.0	-37.0	-100.0	-10.0	PEG	10.8	1.4	-0.3	-	-0.1
融资活动产生现金流量	2.3	408.2	31.9	7.1	7.1	ROIC/WACC					
						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

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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: 200123

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