

盛路通信：2012年毛利率将稳步恢复

2011年业绩快报点评

报告关键点：

12年的业绩会稳步恢复，微波、基站天线的毛利率恢复，以及终端天线等产品的收入增长。

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
 - 报告期内，营业利润下降67.92%，利润总额下降67.35%，归属于上市公司股东的净利润下降72.29%，基本每股收益下降76.92%；
 - 2011年基站、微波价格下降，毛利率下降；人工成本上升，研发软件和设备投入加大使得摊销与折旧增加，与上年同期相比管理费用增长较大；
 - 朗赛微波、专一通信不达预期，依旧处于亏损状态，导致公司合并利润减少。
 - 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；
- 2012，收入大约恢复到4.4-4.6亿水平，但利润较难恢复到2010年水平。
 - 2012年，我们依然认为公司在微波天线具有潜力，我们估计收入大约在1-1.2亿元；
 - 我们预期，基站天线收入大约在2.4亿元，但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，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，收入预期4000万元，未来还要看竞争对手的数量和能力。
- 投资建议
 - 我们预计，2012年、13年的收入增长率为19.3%、23.7%，净利润增长率为172.9%、55.1%，对应的EPS分别为0.26元、0.40元，维持中性-A的投资评级。
- 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。

评级：

中性-A

上次评级：中性-A

目标价格：

11.00元

期限：6个月 上次预测：15.00元

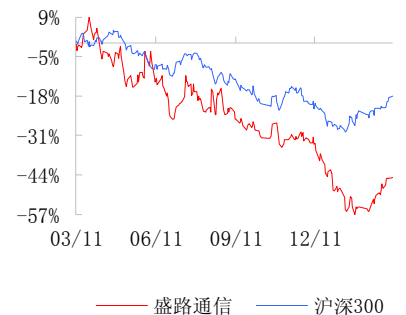
现价(2012年02月28日)：11.41元

报告日期：

2012-02-29

总市值(百万元)	1,515.23
流通市值(百万元)	385.66
总股本(百万股)	132.80
流通股本(百万股)	33.80
12个月最低/最高	8.31/30.10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	15.72	(20.50)	(27.00)
绝对收益	22.04	(17.04)	(44.81)

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	389.5	464.8	574.9
Growth(%)	27.3%	4.3%	-4.7%	19.3%	23.7%
净利润	41.6	44.1	12.5	34.0	52.8
Growth(%)	33.0%	5.9%	-71.7%	172.9%	55.1%
毛利率(%)	29.1%	27.2%	20.8%	23.5%	24.4%
净利润率(%)	10.6%	10.8%	3.2%	7.3%	9.2%
每股收益(元)	0.31	0.33	0.09	0.26	0.40
每股净资产(元)	1.34	4.94	5.26	5.52	5.92
市盈率	36.4	34.4	121.4	44.5	28.7
市净率	8.5	2.3	2.2	2.1	1.9
净资产收益率(%)	23.3%	6.7%	1.8%	4.6%	6.7%
ROIC(%)	12.1%	9.9%	1.8%	8.1%	10.0%
EV/EBITDA	-	41.7	53.6	27.3	17.6
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：微波今年无改观已成定局
2011-10-28
- 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

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2012-02-28		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	391.8	408.7	389.5	464.8	574.9	营业收入增长率	27.3%	4.3%	-4.7%	19.3%	23.7%	
减: 营业成本	277.6	297.5	308.5	355.5	434.7	营业利润增长率	26.3%	1.8%	-67.7%	156.2%	54.9%	
营业税费	2.2	2.1	1.9	2.3	2.9	净利润增长率	33.0%	5.9%	-71.7%	172.9%	55.1%	
销售费用	24.1	22.1	19.5	27.9	34.5	EBITDA 增长率	26.1%	5.0%	-66.3%	111.8%	53.5%	
管理费用	38.1	37.3	42.8	46.5	48.9	EBIT 增长率	26.4%	-1.9%	-75.3%	169.7%	68.7%	
财务费用	1.1	-0.6	-3.7	-7.9	-8.0	NOPLAT 增长率	32.9%	1.7%	-77.7%	182.3%	68.3%	
资产减值损失	2.2	3.4	5.0	1.4	1.5	投资资本增长率	24.9%	25.7%	-38.7%	36.1%	9.7%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	30.4%	267.5%	6.6%	4.9%	7.2%	
投资和汇兑收益	-0.2	-	-0.2	-0.2	-0.2							
营业利润	46.2	47.1	15.2	38.9	60.3	利润率						
加: 营业外净收支	2.9	3.8	1.4	1.6	2.6	毛利率	29.1%	27.2%	20.8%	23.5%	24.4%	
利润总额	49.1	50.9	16.6	40.5	62.9	营业利润率	11.8%	11.5%	3.9%	8.4%	10.5%	
减: 所得税	7.5	6.8	4.2	6.5	10.1	净利润率	10.6%	10.8%	3.2%	7.3%	9.2%	
净利润	41.6	44.1	12.5	34.0	52.8	EBITDA/营业收入	15.5%	15.6%	5.5%	9.8%	12.2%	
EBITDA/营业收入	15.5%	15.6%	5.5%	9.8%	12.2%	EBIT/营业收入	12.1%	11.4%	2.9%	6.7%	9.1%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率						
货币资金	72.6	432.7	554.9	504.4	567.5	固定资本周转天数	97	107	110	105	101	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	252	315	276	160	161	
应收账款	133.9	175.8	143.9	171.7	212.3	流动资产周转天数	231	436	689	613	534	
应收票据	21.0	19.2	20.3	24.2	29.9	应收帐款周转天数	113	137	145	119	117	
预付帐款	2.1	2.8	3.1	3.4	3.9	存货周转天数	54	58	64	60	58	
存货	64.0	64.7	71.8	82.8	101.2	总资产周转天数	346	560	831	771	685	
其他流动资产	-	1.3	1.3	1.3	1.3	投资资本周转天数	363	436	411	309	302	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	23.3%	6.7%	1.8%	4.6%	6.7%	
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	9.6%	5.2%	1.3%	3.3%	4.6%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	12.1%	9.9%	1.8%	8.1%	10.0%	
固定资产	123.1	119.6	118.7	153.5	169.8	费用率						
在建工程	-	0.3	22.4	73.4	50.1	销售费用率	6.2%	5.4%	5.0%	6.0%	6.0%	
无形资产	13.7	15.6	14.5	13.6	12.7	管理费用率	9.7%	9.1%	11.0%	10.0%	8.5%	
其他非流动资产	1.0	2.8	6.0	6.0	6.0	财务费用率	0.3%	-0.1%	-1.0%	-1.7%	-1.4%	
资产总额	431.3	840.7	956.9	1,034.3	1,154.7	三费/营业收入	16.2%	14.4%	15.0%	14.3%	13.1%	
短期债务	20.0	2.2	-	-	-	偿债能力						
应付帐款	177.7	118.4	198.6	228.9	279.8	资产负债率	58.6%	22.0%	26.6%	28.4%	31.1%	
应付票据	38.1	47.2	33.8	39.0	47.6	负债权益比	141.8%	28.3%	36.3%	39.7%	45.2%	
其他流动负债	14.8	13.5	17.1	19.5	23.8	流动比率	1.17	3.84	3.19	2.74	2.61	
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.91	3.48	2.90	2.45	2.32	
其他非流动负债	2.4	3.8	3.8	3.8	3.8	利息保障倍数	42.88	76.65	3.10	3.90	6.50	
负债总额	253.0	185.2	253.3	291.1	355.1	分红指标						
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	-	-	-	
股本	76.2	102.2	132.8	132.8	132.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
留存收益	102.2	553.3	565.8	599.8	652.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	178.4	655.5	698.5	732.6	785.4							
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	12.5	34.0	52.8	EPS(元)	0.31	0.33	0.09	0.26	0.40	
加: 折旧和摊销	13.9	17.6	10.0	14.6	17.7	BVPS(元)	1.34	4.94	5.26	5.52	5.92	
资产减值准备	2.2	3.4	5.0	1.4	1.5	PE(X)	36.4	34.4	121.4	44.5	28.7	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.5	2.3	2.2	2.1	1.9	
财务费用	1.3	1.1	1.0	-3.7	-7.9	P/FCF	-42.4	-17.5	6.9	-16.2	338.5	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.9	3.7	3.9	3.3	2.6	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	41.7	53.6	27.3	17.6	
营运资金的变动	-	-105.9	92.3	-6.1	-2.5	CAGR(%)	-6.5%	6.2%	-289.9%	-	-261.8%	
经营活动产生现金流量	59.4	-39.8	116.1	36.0	61.5	PEG	-5.6	5.5	-0.4	-	-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	32.1	7.9	8.0	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	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@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	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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