

盛路通信：职业经理人团队进驻，2012是夯实基础的一年

——年报点评

评级：中性-A

上次评级：中性-A

目标价格：10.00元

期限：3个月 上次预测：11.00元

现价(2012年04月11日)：12.06元

报告日期：2012-04-12

报告关键点：

- 职业经理人进驻对公司未来的管理提升是值得关注的；
- 今年行业景气度较低，公司处在夯实基础的一年。

报告摘要：

管理层更换，为企业注入新的活力。

2011年新加入公司的黄甲辰(CEO)、何朝来(副总经理)来自中兴通讯，他们的主要经历有中兴通讯的产品研发、结构设计等，由于2011年底杨总、李总、何总三人相继辞去总经理与副总经理职务，因此以黄总、何总为代表的职业经理人对公司未来的管理提升是值得关注的。

除了基站天线，其他产品下降，预计12年各项产品的收入持平小量回复；

- 11年，除微波外，其他产品的收入均有下滑，微波增长主要原因是华为订单的增长。终端天线下滑比较明显，主要是华为的无线台等产品需求减少，而汽车天线的需求尚未放出，预计12年，基站天线持平或小有增长，微波天线小有增长，终端天线增速较快；
- 由于公司在2011年遭遇移动需求更加严苛的招标，基站天线的毛利下滑较为明显，其中美化天线毛利率提高、室分天线毛利率持平。微波天线受到华为等客户的挤压毛利率下滑较多，同时终端天线、射频器件等毛利率均有较大幅度的下滑；
- 对于12年，我们的预期是：基站天线的毛利率可能持平，原因是工艺改善和以省、地市为目标的订单突破；微波毛利率小幅回升，终端天线和射频器件由于体量增长会小规模提升毛利率；企业综合毛利率大约提升1%-2%。

投资建议

我们预计，2012年收入增速为20.5%，净利润增速为111.2%，EPS为0.21元。由于12年无线领域相对向淡，公司仍然处在管理优化、客户梳理、工艺改进的新老班子交叠一年，维持中性-A的投资评级。

风险提示

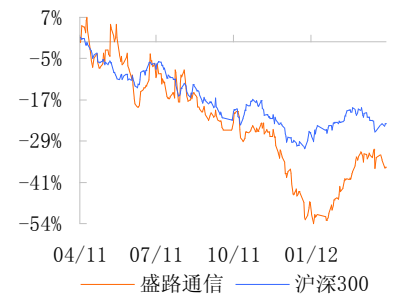
- 中小板、创业板等小市值公司的系统性风险；
- 通信设备无线领域投资下滑的行业风险；
- 新、老管理团队交叠中可能存在的过渡周期长、管理提升进度不达预期的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	408.7	389.4	469.3	584.0	701.9
Growth(%)	4.3%	-4.7%	20.5%	24.5%	20.2%
净利润	44.1	12.1	28.0	60.9	90.2
Growth(%)	5.9%	-72.5%	131.1%	118.0%	47.9%
毛利率(%)	27.2%	23.2%	25.2%	27.7%	29.0%
净利润率(%)	10.8%	3.1%	6.0%	10.4%	12.8%
每股收益(元)	0.33	0.09	0.21	0.46	0.68
每股净资产(元)	4.94	4.87	5.08	5.54	6.22
市盈率	36.4	132.4	57.3	26.3	17.8
市净率	2.4	2.5	2.4	2.2	1.9
净资产收益率(%)	6.7%	1.7%	4.1%	8.2%	10.9%
ROIC(%)	9.9%	0.8%	4.0%	13.0%	14.7%
EV/EBITDA	41.7	50.7	33.7	18.1	12.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

总市值(百万元)	1,601.55
流通市值(百万元)	407.63
总股本(百万股)	132.80
流通股本(百万股)	33.80
12个月最低/最高	8.31/26.98元
十大流通股股东(%)	17.56%
股东户数	10,028

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.33)	17.30	(12.54)
绝对收益	(6.39)	20.78	(36.79)

侯利

010-66581842
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

前期研究成果

盛路通信：2012年毛利率将稳步恢复
2012-02-29

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

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-04-12
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	408.7	389.4	469.3	584.0	701.9	成长性					
减: 营业成本	297.5	298.9	350.8	422.3	498.5	营业收入增长率	4.3%	-4.7%	20.5%	24.5%	20.2%
营业税费	2.1	2.1	2.3	2.9	3.5	营业利润增长率	1.8%	-68.0%	111.2%	121.6%	47.4%
销售费用	22.1	22.0	28.2	35.0	42.1	净利润增长率	5.9%	-72.5%	131.1%	118.0%	47.9%
管理费用	37.3	52.9	51.6	58.4	59.7	EBITDA 增长率	5.0%	-56.7%	44.6%	98.0%	45.5%
财务费用	-0.6	-6.9	-3.1	-7.1	-7.6	EBIT 增长率	-1.9%	-82.4%	251.5%	120.5%	52.0%
资产减值损失	3.4	5.4	7.4	1.8	1.6	NOPLAT 增长率	1.7%	-90.3%	501.2%	116.5%	52.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.7%	15.1%	-33.6%	35.4%	9.8%
投资和汇兑收益	-	-	-0.2	-0.2	-0.2	净资产增长率	267.5%	-0.8%	4.3%	9.0%	12.2%
营业利润	47.1	15.1	31.8	70.5	103.9	利润率					
加: 营业外净收支	3.8	1.5	1.1	1.2	2.1	毛利率	27.2%	23.2%	25.2%	27.7%	29.0%
利润总额	50.9	16.6	32.9	71.7	106.1	营业利润率	11.5%	3.9%	6.8%	12.1%	14.8%
减: 所得税	6.8	5.5	4.9	10.8	15.9	净利润率	10.8%	3.1%	6.0%	10.4%	12.8%
净利润	44.1	12.1	28.0	60.9	90.2	EBITDA/营业收入	15.6%	7.1%	8.5%	13.6%	16.4%
资产负债表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	432.7	326.6	491.2	460.1	553.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	107	116	101	91	88
应收账款	175.8	231.6	173.3	215.7	259.3	流动营业资本周转天数	315	408	275	171	176
应收票据	19.2	19.4	24.4	30.4	36.5	流动资产周转天数	436	631	555	491	459
预付账款	2.8	4.9	5.2	5.7	6.2	应收帐款周转天数	137	186	152	117	118
存货	64.7	80.9	81.7	98.3	116.1	存货周转天数	58	68	62	55	55
其他流动资产	1.3	4.3	4.3	4.3	4.3	总资产周转天数	560	774	688	628	592
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	436	549	405	306	307
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.7%	1.7%	4.1%	8.2%	10.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	1.3%	2.9%	5.7%	7.3%
固定资产	119.6	131.9	130.5	164.7	180.4	ROIC	9.9%	0.8%	4.0%	13.0%	14.7%
在建工程	0.3	1.7	23.2	73.9	50.4	费用率					
无形资产	15.6	21.6	20.1	18.8	17.5	销售费用率	5.4%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	2.8	8.2	6.0	6.0	6.0	管理费用率	9.1%	13.6%	11.0%	10.0%	8.5%
资产总额	840.7	834.1	960.0	1,077.9	1,229.8	财务费用率	-0.1%	-1.8%	-0.7%	-1.2%	-1.1%
短期债务	2.2	-	-	-	-	三费/营业收入	14.4%	17.5%	16.3%	14.8%	13.4%
应付账款	118.4	149.3	225.8	271.9	320.9	偿债能力					
应付票据	47.2	22.7	38.4	46.3	54.6	资产负债率	22.0%	22.0%	29.3%	31.4%	32.5%
其他流动负债	13.5	8.5	14.1	17.2	21.5	负债权益比	28.3%	28.2%	41.5%	45.8%	48.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.84	3.70	2.80	2.43	2.46
其他非流动负债	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1	速动比率	3.48	3.25	2.51	2.14	2.16
负债总额	185.2	183.5	281.5	338.5	400.2	利息保障倍数	76.65	1.19	9.37	8.88	12.68
少数股东权益	-	3.4	3.4	3.4	3.4	分红指标					
股本	102.2	132.8	132.8	132.8	132.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	553.3	514.3	542.3	603.2	693.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	655.5	650.5	678.5	739.4	829.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	44.1	11.1	28.0	60.9	90.2	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
加: 折旧和摊销	17.6	19.6	11.3	15.8	18.9	EPS(元)	0.33	0.09	0.21	0.46	0.68
资产减值准备	3.4	5.4	7.4	1.8	1.6	BVPS(元)	4.94	4.87	5.08	5.54	6.22
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	36.4	132.4	57.3	26.3	17.8
财务费用	1.1	1.0	0.1	-3.1	-7.1	PB(X)	2.4	2.5	2.4	2.2	1.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/FCF	-18.5	-21.7	6.6	-18.1	46.9
少数股东损益	-	-1.0	-	-	-	P/S	3.9	4.1	3.4	2.7	2.3
营运资金的变动	-105.9	-92.8	147.4	-9.7	-7.6	EV/EBITDA	41.7	50.7	33.7	18.1	12.2
经营活动产生现金流量	-39.8	-53.0	190.9	61.7	95.5	CAGR(%)	11.4%	101.0%	-258.8%	-	-224.1%
投资活动产生现金流量	-13.0	-34.5	-37.0	-100.0	-10.0	PEG	3.2	1.3	-0.2	-	-0.1
融资活动产生现金流量	408.2	-10.7	3.1	7.1	7.6	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，计算机行业高级分析师，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	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@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