

# 行业需求萎缩，管理调整尚需时日

## 2012年中报点评

### 报告关键点:

- 我们判断，四季度伴随着TD投资，无线领域将慢慢由谷底复苏
- 微波、终端两大产品或有有机遇，管理夯实依旧是重中之重

### 报告摘要:

- 收入、净利润下滑，原因是行业需求萎缩造成的收入、毛利双降
  - 公司的天线行业隶属于通信无线领域，和众多公司一样，受到中国移动无线投资下滑的影响，收入、毛利率都有较大幅度的下滑。我们判断，四季度伴随着TD6期的投资，无线领域将慢慢由谷底复苏；
  - 略低于我们预期的是，公司的海外产品，即微波天线（收入下滑20%，毛利下滑2.24%），以及新产品终端天线，经过了几年的培育，都未构成对收入的有力支撑，也都表现为较强的周期性特征；
  - 除毛利率有下滑外，管理费用率、销售费用率也有增长，这和收入下滑有一定关系，但说明公司未能在收入预期变差的期间做好有力的成本控制。
  - 公司去年引入的来自知名厂商的管理团队，但从目前来看，收入实现、成本控制尚未达到预期，我们估计，新班子与老团队的磨合尚需时日；
  - 子公司朗赛微波今年上半年有近百万的利润，我们可以预见，全年和未来有希望能够在军工领域较快幅度的增长；
  - 子公司专一通信上半年依然亏损，其主要产品是网络优化测试软件，我们预计未来进入中国移动市场的难度较大，或许可以转战海外再徐步图之。
- 微波、终端两大产品或有有机遇，管理夯实依旧是重中之重。
  - 从行业的角度，明年是LTE建设的启动年，对于无线领域是相对利好的，但从公司目前状态来看，管理的预见性和实控性依然低于我们的预期，我们期待这种变化能够逐渐体现到此后的财务报表上；
  - 微波产品经历了多年的磨合，入围华为多个品类，随着全球经济回暖，需求会逐渐好转；
  - 终端天线可能会进入汽车、导航等领域。
- 投资建议
  - 我们估计12、13年的收入增速为-5.7%、25.6%，利润增速为-3.1%、140.3%，对应的EPS分别为0.09元，0.21元。考虑到公司的估值目前依旧处在相对较高的位置（13年40X），我们维持中性-A的投资评级，目标价下调至8元。
- 风险提示:
  - 公司四季度的订单多确认到明年，以及管理费用控制不达预期。

### 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	367.1	461.2	554.9
Growth(%)	4.3%	-4.7%	-5.7%	25.6%	20.3%
净利润	44.1	12.1	11.7	28.2	59.5
Growth(%)	5.9%	-72.5%	-3.1%	140.3%	111.3%
毛利率(%)	27.2%	23.2%	24.3%	25.4%	26.3%
净利润率(%)	10.8%	3.1%	3.2%	6.1%	10.7%
每股收益(元)	0.33	0.09	0.09	0.21	0.45
每股净资产(元)	4.94	4.87	4.96	5.17	5.62
市盈率	25.2	91.7	94.6	39.4	18.6
市净率	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5
净资产收益率(%)	6.7%	1.7%	1.8%	4.1%	7.9%
ROIC(%)	9.9%	0.8%	1.4%	6.1%	10.7%
EV/EBITDA	41.7	50.7	39.0	22.5	11.3
股息收益率	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%

评级:

中性-A

上次评级: 中性-A

目标价格:

8.00元

期限: 6个月 上次预测: 10.00元

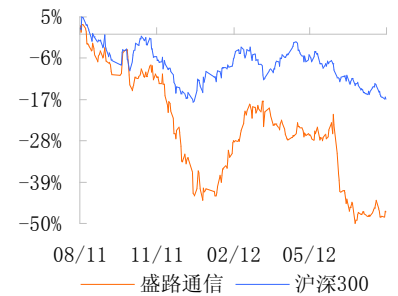
现价(2012年08月22日): 8.35元

报告日期:

2012-08-22

总市值(百万元)	1,108.87
流通市值(百万元)	282.23
总股本(百万股)	132.80
流通股本(百万股)	33.80
12个月最低/最高	7.85/16.38元
十大流通股股东(%)	17.35%
股东户数	10,466

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.29	(15.40)	(29.87)
绝对收益	0.00	(28.03)	(47.23)

王学恒

010-66581621  
执业证书编号

高级行业分析师

wangxh2@essence.com.cn  
S1450512080002

### 报告联系人

柳士威

010-66581666  
liusw@essence.com.cn

### 前期研究成果

盛路通信: 职业经理人团队进驻, 2012是夯实基础的一年

2012-04-12

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

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
营业收入	408.7	389.4	367.1	461.2	554.9	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	297.5	298.9	277.9	344.3	409.1	营业收入增长率	4.3%	-4.7%	-5.7%	25.6%	20.3%
营业税费	2.1	2.1	1.8	2.3	2.8	营业利润增长率	1.8%	-68.0%	-15.6%	151.2%	112.6%
销售费用	22.1	22.0	22.0	27.7	33.3	净利润增长率	5.9%	-72.5%	-3.1%	140.3%	111.3%
管理费用	37.3	52.9	51.4	60.0	47.2	EBITDA 增长率	5.0%	-56.7%	-24.2%	95.9%	95.0%
财务费用	-0.6	-6.9	-3.0	-6.7	-6.8	EBIT 增长率	-1.9%	-82.4%	18.6%	159.9%	142.4%
资产减值损失	3.4	5.4	4.1	1.6	1.3	NOPLAT 增长率	1.7%	-90.3%	117.2%	145.1%	139.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.7%	15.1%	-42.1%	36.2%	8.0%
投资和汇兑收益	-	-	-0.2	-0.2	-0.2	净资产增长率	267.5%	-0.8%	1.8%	4.3%	8.6%
<b>营业利润</b>	<b>47.1</b>	<b>15.1</b>	<b>12.7</b>	<b>31.9</b>	<b>67.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	3.8	1.5	1.1	1.2	2.1	毛利率	27.2%	23.2%	24.3%	25.4%	26.3%
<b>利润总额</b>	<b>50.9</b>	<b>16.6</b>	<b>13.8</b>	<b>33.1</b>	<b>70.0</b>	营业利润率	11.5%	3.9%	3.5%	6.9%	12.2%
减: 所得税	6.8	5.5	2.1	5.0	10.5	净利润率	10.8%	3.1%	3.2%	6.1%	10.7%
<b>净利润</b>	<b>44.1</b>	<b>12.1</b>	<b>11.7</b>	<b>28.2</b>	<b>59.5</b>	EBITDA/营业收入	15.6%	7.1%	5.7%	8.9%	14.4%
<b>资产负债表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
货币资金	432.7	326.6	477.9	420.0	486.5	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	107	116	129	115	112
应收帐款	175.8	231.6	135.6	170.4	205.0	流动营业资本周转天数	315	408	325	169	172
应收票据	19.2	19.4	19.1	24.0	28.9	流动资产周转天数	436	631	674	551	496
预付帐款	2.8	4.9	5.2	5.5	5.9	应收帐款周转天数	137	186	177	116	118
存货	64.7	80.9	64.7	80.2	95.3	存货周转天数	58	69	72	57	57
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	844	724	664
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	436	549	492	339	338
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.7%	1.7%	1.8%	4.1%	7.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	1.3%	1.3%	2.9%	5.5%
固定资产	119.6	131.9	130.5	164.7	180.4	ROIC	9.9%	0.8%	1.4%	6.1%	10.7%
在建工程	0.3	1.7	23.2	73.9	50.4	<b>费用率</b>					
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%	14.0%	13.0%	8.5%
<b>资产总额</b>	<b>840.7</b>	<b>834.1</b>	<b>886.6</b>	<b>967.8</b>	<b>1,080.1</b>	财务费用率	-0.1%	-1.8%	-0.8%	-1.5%	-1.2%
短期债务	2.2	-	-	-	-	三费/营业收入	14.4%	17.5%	19.2%	17.5%	13.3%
应付帐款	118.4	149.3	178.9	221.7	263.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	47.2	22.7	30.5	37.7	44.8	资产负债率	22.0%	22.0%	25.3%	28.7%	30.6%
其他流动负债	13.5	8.5	11.9	14.9	18.9	负债权益比	28.3%	28.2%	33.9%	40.2%	44.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.84	3.70	3.19	2.57	2.52
其他非流动负债	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1	速动比率	3.48	3.24	2.90	2.28	2.23
<b>负债总额</b>	<b>185.2</b>	<b>183.5</b>	<b>224.4</b>	<b>277.4</b>	<b>330.2</b>	利息保障倍数	76.65	1.19	3.21	3.74	8.98
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>分红指标</b>					
股本	102.2	132.8	132.8	132.8	132.8	DPS(元)	-	0.15	-	-	-
留存收益	553.3	514.3	526.1	554.2	613.7	分红比率	0.0%	168.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>655.5</b>	<b>650.5</b>	<b>662.3</b>	<b>690.4</b>	<b>749.9</b>	股息收益率	0.0%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
净利润	44.1	11.1	11.7	28.2	59.5	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
加: 折旧和摊销	17.6	19.6	11.3	15.8	18.9	EPS(元)	0.33	0.09	0.09	0.21	0.45
资产减值准备	3.4	5.4	4.1	1.6	1.3	BVPS(元)	4.94	4.87	4.96	5.17	5.62
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	25.2	91.7	94.6	39.4	18.6
财务费用	1.1	1.0	0.1	-3.0	-6.7	PB(X)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/FCF	-12.8	-15.1	4.0	-10.6	56.5
少数股东损益	-	-1.0	-	-	-	P/S	2.7	2.8	3.0	2.4	2.0
营运资金的变动	-105.9	-92.8	153.7	-3.5	-3.3	EV/EBITDA	41.7	50.7	39.0	22.5	11.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-39.8</b>	<b>-53.0</b>	<b>177.8</b>	<b>35.3</b>	<b>69.7</b>	CAGR(%)	-13.8%	75.0%	-296.2%	-	-248.7%
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-13.0</b>	<b>-34.5</b>	<b>-37.0</b>	<b>-100.0</b>	<b>-10.0</b>	PEG	-1.8	1.2	-0.3	-	-0.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>408.2</b>	<b>-10.7</b>	<b>3.0</b>	<b>6.7</b>	<b>6.8</b>	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
						REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

王学恒，通信、互联网行业分析师，谢菲尔德大学 MBA，早年曾服务于华为技术有限公司，上海贝尔阿尔卡特，后联合创立了百纳电信咨询、亚华科技，在通信业务咨询、互联网运营领域积累了丰富的产业经验，2010年7月加盟安信证券。

## 分析师声明

王学恒声明，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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@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
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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