



盛路通信(002446)

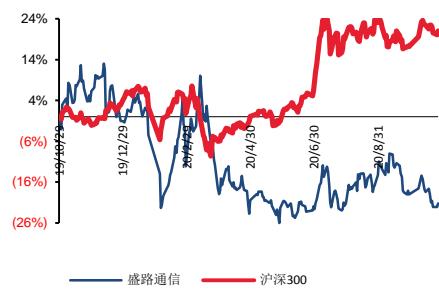
目标价: 8.63

昨收盘: 7.22

信息技术 技术硬件与设备

业绩拐点显现，轻装前行聚焦军工+通信业务

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	900/669
总市值/流通(百万元)	6,496/4,829
12个月最高/最低(元)	10.38/6.78

相关研究报告:

盛路通信(002446)《盛路通信深度报告:毫米波天线领导者,智慧室分高增长可期》—2020/08/31

证券分析师: 李宏涛

电话: 18910525201

E-MAIL: liht@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010002

证券分析师: 李仁波

电话: 0755-83688851

E-MAIL: lirb@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520040002

证券分析师: 赵晖

电话: 15201962711

E-MAIL: zhaohui@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520010003

事件: 公司发布 2020 三季度报告。实现营收 8.27 亿元, 同比下滑 18.50%, 归母净利润 1.78 亿元, 同比上升 36.67%; 扣非归母净利润-0.27 亿元, 同比下滑 123.89%。预计 2020 年净利润约 2 亿元~2.2 亿元。

点评:

1、业绩拐点验证, 毛利率下滑

公司 Q3 单季度营业收入 2.64 亿元 (-7.13%), 归母净利润 1.37 亿元 (+312.93%), 扣非归母净利润达-0.36 亿元。剥离了合正电子, 获得 1.79 亿资产处置受益, 导致公司收入有所下滑。2019 年报显示合正电子收入 3.35 亿元, 净利润-1.5 亿元。合正电子 2020 年实现营收 1.78 亿元, 净利润-0.25 亿元。我们认为公司的收入和净利润下滑源于以下几个方面: ①受疫情影响海外微波天线业务有所下滑。②剥离合正电子导致收入下滑。③通信业务板块下滑, 主要是公司 5G 基站天线业务较少, “4488 天线”受运营商建设需求延迟等影响导致收入下滑。④公司军工电子订单增长趋势好, 弥补了通信业务板块下滑。

Q3 毛利率 26.94%, 同比下滑 7.18 个百分点, 环比下滑 7.79 个百分点。我们推测可能是由于军工审价导致毛利率略有下滑。

2、剥离合正电子, 聚焦军工和通信业务

近年汽车行业不景气及部分主要客户经营陷入困境等因素影响, 合正电子 2019 年度出现了大额亏损; 同时, 受疫情影响, 汽车行业生产端和消费端均受到了较大冲击。合正电子经营压力较大。公司已经转让合正电子 100% 股权, 交易对价总价为 4.8 亿元。剥离汽车电子业务后, 聚焦发展“军工电子+民用通信”的协同发展, 打造具有深厚技术底蕴的军民两用通信技术公司。

3、推进股权激励计划, 激发员工动力

推进股权激励计划, 有助于发挥核心团队工作积极性。拟向激励对象授予权益总量为 2000 万份, 其中包括 1000 万份股票期权, 行权价格为 8.04 元/股。以及 1000 万份限制性股票, 授予价格为 4.02 元/股。业绩考核条件为: 剔除合正电子后, 2020 年营业收入不低于 8.7 亿元或 2020 年净利润不低于 1.1 亿元。2021 年营业收入不低于 9.5 亿元或 2021 年净利润不低于 1.2 亿元。2022 年营业收入不低于 10.3 亿元或 2022 年净利润不低于 1.3 亿元。

4、投资建议

剥离汽车电子业务轻装上阵, 聚焦军工和通信业务, 已实现业绩

扭亏为盈，推行股权激励计划发挥员工积极性。考虑到公司军工业务发展势头良好，5G 室分业务卡位好，未来随着运营商 5G 室内分布建设的逐步展开，公司业绩弹性大。考虑到出售合正电子 2020、2021 年将获得 1.2 亿元和 3.6 亿元价款，预计 2020~2022 年公司营收 11.34 亿、11.22 亿、14.05 亿，归母净利润 2.02 亿、4.67 亿、1.87 亿，对应的 PE 为 33/14/35。继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：智慧室分发展不及预期；军工业务发展不及预期；运营商资本开支不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1333.58	1133.55	1122.22	1404.53
(+/-%)	-5.91%	-15.00%	-1.00%	25.16%
净利润(百万元)	-756.54	202.00	467.44	187.35
(+/-%)	-724.56%	126.70%	131.40%	-59.92%
摊薄每股收益(元)	-0.84	0.22	0.52	0.21
市盈率(PE)	-9	33	14	35

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1333.58	1133.55	1122.22	1404.53
营业成本	896.90	785.35	734.12	903.24
营业税金及附加	9.82	8.23	8.07	10.17
销售费用	87.49	90.68	89.78	112.36
管理费用	142.80	136.03	134.67	168.54
财务费用	11.25	11.21	7.43	7.16
资产减值损失	-841.92	0.00	0.00	0.00
投资收益	10.75	120.00	360.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-773.00	222.04	508.16	203.06
其他非经营损益	-0.83	-0.23	-0.35	-0.39
利润总额	-773.83	221.81	507.82	202.67
所得税	-16.60	19.62	39.94	15.15
净利润	-757.23	202.19	467.87	187.52
少数股东损益	-0.69	0.18	0.43	0.17
归属母公司股东净利润	-756.54	202.00	467.44	187.35
资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1097.10	1313.50	1708.49	1804.05
应收和预付款项	899.00	756.72	751.37	940.06
存货	516.34	492.10	532.36	607.19
其他流动资产	133.90	113.81	112.68	141.02
长期股权投资	52.47	52.47	52.47	52.47
投资性房地产	219.15	219.15	219.15	219.15
固定资产和在建工程	361.61	332.96	304.30	275.64
无形资产和开发支出	1122.85	1096.42	1070.00	1043.57
其他非流动资产	102.33	100.15	97.97	95.79
资产总计	4504.75	4477.28	4848.77	5178.93
短期借款	156.17	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	734.78	627.96	590.23	729.46
长期借款	70.00	70.00	70.00	70.00
其他负债	734.56	659.89	634.78	717.66
负债合计	1695.50	1357.84	1295.01	1517.12
股本	897.10	897.10	897.10	897.10
资本公积	2044.67	2044.67	2044.67	2044.67
留存收益	-154.89	168.88	602.78	710.66
归属母公司股东权益	2800.65	3110.64	3544.55	3652.42
少数股东权益	8.60	8.79	9.22	9.39
股东权益合计	2809.25	3119.43	3553.76	3661.81
负债和股东权益合计	4504.75	4477.28	4848.77	5178.93
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	-669.49	290.52	572.86	267.48
PE	-8.73	32.69	14.13	35.25
PB	2.36	2.12	1.86	1.81
PS	4.95	5.83	5.88	4.70
EV/EBITDA	-7.55	16.05	7.45	15.60

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	-757.23	202.19	467.87	187.52
折旧与摊销	92.26	57.27	57.27	57.27
财务费用	11.25	11.21	7.43	7.16
资产减值损失	-841.92	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	181.99	82.07	-19.05	-118.03
其他	1529.84	-176.96	-437.56	48.27
经营活动现金流净额	216.19	175.79	75.95	182.19
资本支出	488.36	0.00	0.00	0.00
其他	-861.87	120.00	360.00	0.00
投资活动现金流净额	-373.51	120.00	360.00	0.00
短期借款	-13.83	-156.17	0.00	0.00
长期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	937.67	0.00	0.00	0.00
支付股利	-26.85	121.77	-33.54	-79.47
其他	-849.15	-44.99	-7.43	-7.16
筹资活动现金流净额	17.84	-79.39	-40.97	-86.63
现金流量净额	-139.46	216.40	394.99	95.56
财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	-5.91%	-15.00%	-1.00%	25.16%
营业利润增长率	-668.74%	128.72%	128.86%	-60.04%
净利润增长率	-735.18%	126.70%	131.40%	-59.92%
EBITDA 增长率	-404.44%	143.39%	97.18%	-53.31%
获利能力				
毛利率	32.74%	30.72%	34.58%	35.69%
期间费率	18.11%	20.99%	20.66%	20.51%
净利率	-56.78%	17.84%	41.69%	13.35%
ROE	-26.95%	6.48%	13.17%	5.12%
ROA	-16.81%	4.52%	9.65%	3.62%
ROIC	-33.17%	12.15%	27.62%	11.04%
EBITDA/销售收入	-50.20%	25.63%	51.05%	19.04%
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.25	0.24	0.28
固定资产周转率	4.14	3.30	3.57	4.91
应收账款周转率	1.75	1.65	1.80	2.01
存货周转率	1.44	1.28	1.33	1.52
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.19	—	—	—
资本结构				
资产负债率	37.64%	30.33%	26.71%	29.29%
带息债务/总负债	16.89%	9.59%	10.05%	8.58%
流动比率	195.95%	264.22%	326.83%	297.95%
速动比率	157.72%	215.63%	270.79%	246.15%
每股指标				
每股收益				
每股净资产	-0.84	0.22	0.52	0.21
每股经营现金	3.11	3.46	3.94	4.06

资料来源: WIND, 太平洋证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。