

## 公司研究

评级:

## 信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号  
院一号楼六层信达证券研发中心

## 边铁城

证书编号: S1500210020005

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

## 发行上市资料

本次发行量(万股)	2600
发行后总股本(万股)	10215
发行前最大股东持股量	2639

## 主要财务数据

	09	10E	11E
营业收入	392	504	630
同比(%)	27%	29%	25%
净利润	42	56	70
同比(%)	33%	33%	25%
每股收益	0.41	0.54	0.68
每股净资产	1.75	2.29	2.97

## 盛路通信: 专业通信天线制造商

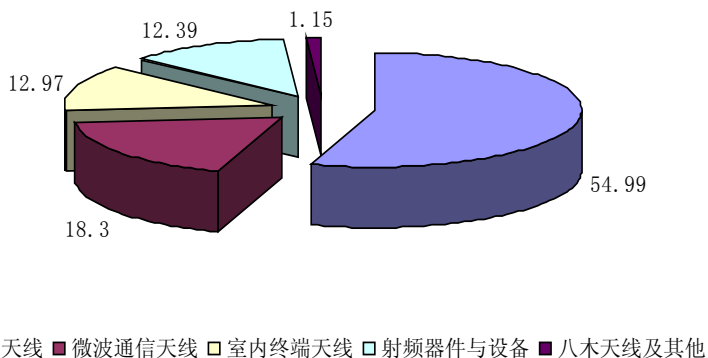
2010年6月25日

## 投资要点:

- ◆ 公司是专门从事通信天线制造的企业, 主要产品包括通信基站天线、微波通信天线、终端天线以及射频器件等。
- ◆ 通信天线市场前景广阔。首先, 国内 3G 网络仍处于建设和优化之中, 而印度、越南、非洲等新兴市场正处于大规模建设期, 对基站天线的需求旺盛; 其次, 微波通信是全球大部分国家首选的通信系统, 据美国微波专业公司哈里斯公司统计 2008 年全球数字微波通信市场规模约为 80 亿美元, 未来 4 年保持 8% 以上的增速。主要微波厂商 NEC 和 Ericsson 对微波天线的需求量近年来呈快速增长的态势, 如 NEC 达到 35%; 终端天线种类繁多, 但随着人们生活水平提高而对信息传递的需要, 通信市场需求不断扩大, 各种电子产品的数字化、无线化发展迅速, 终端用小型天线市场需求持续增长。
- ◆ 公司是国内规模最大的通信天线制造商之一。2009 年公司生产各类通信天线 1244.83 万副, 销售各类通信天线 1177.48 万副。2009 年室外基站天线、室内基站天线、微波天线、终端天线等产品的市场占有率分别为 29.12%、17.8%、1.77% 和 1.04%, 均居国内同行业前列。
- ◆ 本次公开发行股票募集资金投资于高性能微波天线、基站天线和终端天线等项目。募投项目重点解决公司产能问题, 产能扩大后产品销售前景良好。因为公司产能利用率和产销率持续高位运行, 产能不足已成为制约公司发展的瓶颈。以微波天线、基站天线为例, 2009 年产能利用率分别为 143%、112%, 产销率分别为 96%、90%。尽管本次募投项目达产后产能扩张明显, 但保守估计公司现有客户需求可消化新增产能。
- ◆ 我们预测公司 2010-2012 年公司净利润为 0.56 亿元、0.70 亿元和 0.88 亿元, 增长率分别为 33.4%、25.4% 和 25.7%, 对应的 EPS 为 0.54 元、0.68 元和 0.86 元。
- ◆ 目前已上市与公司业务相近通信设备公司 2010 年平均市盈率约 38 倍, 我们认为公司合理的估值区间为 35-45 倍, 对应价格为 18.9-24.3。另外, 根据 2010 年第二季度中小板新上市公司首发市盈率间于 32-77 倍 (按照 09 年 EPS 计算), 大部分处于 50 倍左右, 因此预计公司发行价 20.5 元左右。
- ◆ 风险提示: 公司客户主要是通信运营商和系统集成商, 由于存在较多供应商的竞争, 使得公司与运营商、系统集成商的合作中处于弱势地位, 在付款条件、服务内容和范围、定价能力等比较被动。

公司是专门从事通信天线制造的企业，主要产品包括通信基站天线、微波通信天线、终端天线以及射频器件等。其中，通信基站天线销售收入所占比重最大，2009 年达到 55%。

图 1:2009 年公司销售收入产品构成 (%)



数据来源：公司招股说明书

## 1. 通信天线市场分析

通信天线按照天线在通信网络中的应用领域可分为网络覆盖类天线、通信传输类天线和终端接受类天线。基站天线属于网络覆盖类天线，微波天线属于通信传输类天线。

### 1.1 基站天线市场稳步增长

基站天线是无线通信设备重要部件，其需求主要与移动网络建设和优化有关。

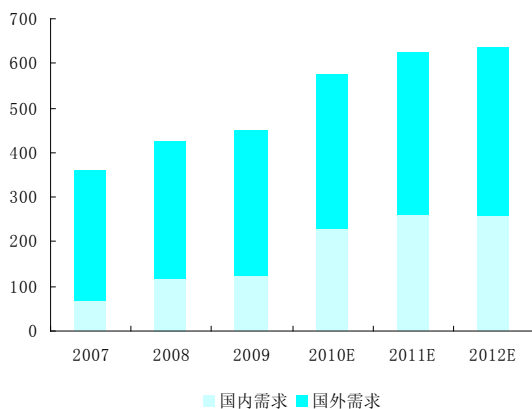
国内市场未来几年基站天线需求量比较大。其一是国内 3G 网络建设和网络优化需求比较大，尤其是 TD 网络建设还需新增大量基站；其二中国联通、中国电信为了增加各自的网络覆盖面和覆盖密度，缩小通过中国移动的差距，也将新增基站。据统计，2009 年三家运营商共完成 3G 网络建设投资 1609 亿元，完成建设 3G 基站 32.5 万个（2008 年底共有 55 万个），预计 3-5 年内重三大运营商基站总数可达到 120 个左右。

在国际市场上，印度、越南和非洲等国家仍处于大规模建设期，对移动网络建设投资增长较快。发达国家虽然受经济危机影响投资增长缓慢，但正在稳步部署 3G 网络，有的甚至向 4G 网络演进。因此，基站天线的国际市场需求将保持稳步增长。

基站天线可分为室外基站天线和室内基站天线。按照每个基站 5 副天线，每年更新 10% 计算，加上每年新增基站天线需求量，预计 2012 年室外基站天线国外市场需求 345 万副，未来三年复合增长率达到 5%。同时，移动基站、楼宇建设以及通信网络的不断优化，带动室内分布天线产品的需求较快增长。

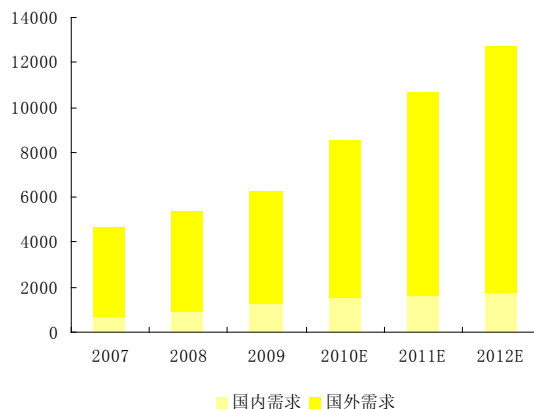
图 2：室内外基站天线市场需求概况

图 2：室外基站天线市场需求量（万副）



数据来源：公司招股说明书

图 3：室内基站天线市场需求量（万副）



数据来源：公司招股说明书

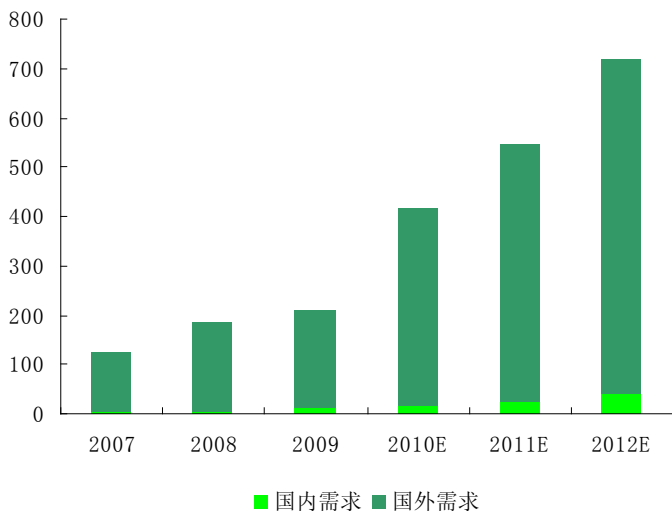
## 1.2 微波天线面临巨大市场需求

数字微波通信是当今世界通信的主要主流技术，主要应用通信传输领域。在国外，由于土地私有大部分国家都把数字微波传输放在首位，利用数字微波系统来建设通信网。根据 Ericsson 的研究分析，美国 70% 的长途电信、日本 50% 的长途电话和 90% 的电视传输、英国、德国、意大利、瑞典等 95% 的基础传输采用数字微波传输。

在国内，由于光纤传输的高速发展，微波通信发展比较缓慢。但近两年雪灾及地震中，光纤通信系统易损坏、修复时间长的弱点表露无遗，使政府及运营商重新认识了微波通信的重要性。2008 年中国移动已经开始采购微波通信设备，这表明在骨干网络采用微波传输开始起步。同时华为、中兴等国内通信设备集成商对海外市场的成功开拓，带动我国微波通信设备的需求。

根据美国微波专业公司研究，2008 年全球数字微波通信市场规模约 60 亿美元，到 2012 年将达到 80 亿美元，每年保持 8% 的增速。该市场主要由日本 NEC 和 Ericsson 所占有，占据近 50% 的市场份额。NEC 每年对不同口径、不同频率的微波天线的需求量为 80 万套，年均增长率达到 35%；Ericsson、华为、中兴每年天线的需求量分别为 70 万、10 万和 6 万套，并呈现逐年增长的态势。

图 4:微波天线市场需量 (万套)



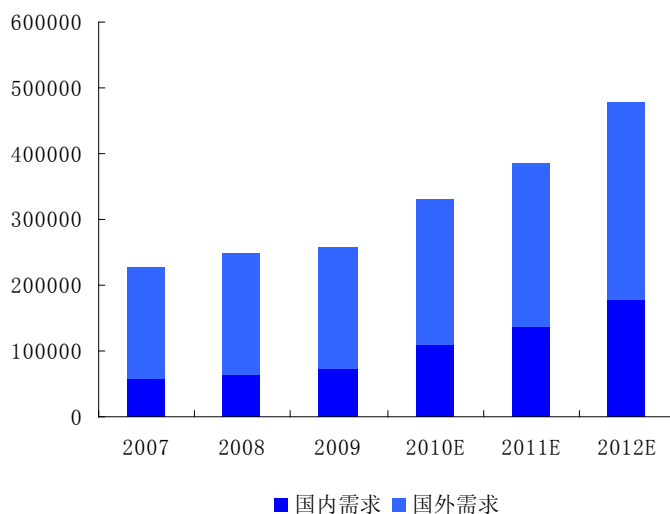
数据来源：公司招股说明书

### 1.3 终端天线市场需求可观

终端天线品种繁多，目前常见的终端天线有：手机天线、数字电视天线、网卡天线、GPS 天线等。随着人们生活水平提高而对信息传递的需要，通信市场需求不断扩大，各种电子产品的数字化、无线化发展迅速，终端用小型天线市场需求持续增长。

具体来看，手机天线和导航天线市场需求比较可观。中国手机产销量持续快速增长，尤其是近年来 3G 智能手机销量大幅增长，对手机天线的需求比较大；另外，以全球定位系统为代表的导航应用产业已成为当今世界公认的八大无线产业之一。我国导航应用市场规模近年来以每两年翻一番的速度急剧增长。据统计，目前我国车载 GPS 的安装率不到 10%（日本等为 50%）。随着汽车保有量增加和安装率提升，仅车载导航天线的需求量非常大。

图 5:终端天线市场需量 (万副)

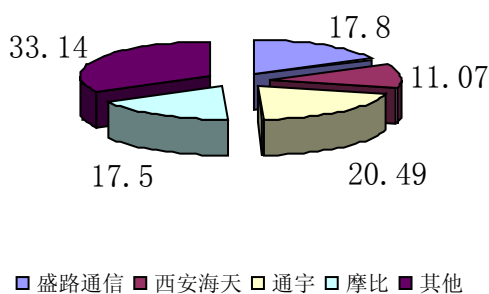


数据来源：公司招股说明书

## 2. 公司处于市场领先地位

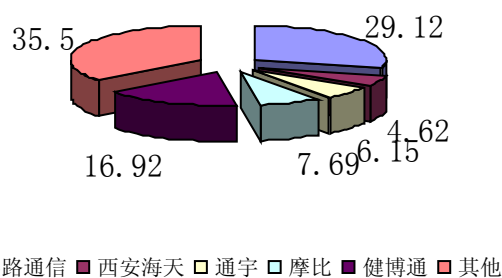
公司是国内规模最大的通信天线制造商之一。2009 年公司生产各类通信天线 1244.83 万副，销售各类通信天线 1177.48 万副。2009 年室外基站天线、室内基站天线、微波天线、终端天线等产品的市场占有率分别为 29.12%、17.8%、1.77% 和 1.04%，均居国内同行业前列。

图 6: 2009 年室外基站天线市场结构 (%)



数据来源：公司招股说明书

图 7: 2009 年室内基站天线市场结构 (%)



数据来源：公司招股说明书

与行业其他企业相比，公司在技术、市场、成本等方面具有一定优势。

公司是行业内为数不多的拥有省级企业技术中心和省级工程技术研究中心资质的企业，并设立博士后科研工作站。2008 年被广东省相关部门认定为 2008 年第一批高新技术企业。近三年来公司研发投入占销售收入的 5% 以上。

公司已经与中国移动、华为、中兴等运营商和系统集成建立了配套协作关系。2007-2009 年连续三年公司在中国移动和中国电信招标的中标份额名列前茅。在国际市场上,公司与美国 Hyperlink、NEC 公司已有多年的合作关系。2007 和 2009 年先后又成功与日本 ANTEN、印度 Reliance、意大利 SIAE、美国 TRANGO 等公司合作并或批量订单。

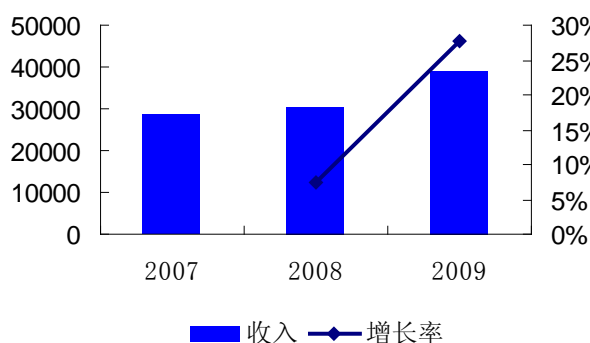
公司通过技术革新和工艺优化,产品中减少铜材用量,而以价格相对稳定的铝材替代,从而大大降低了材料成本,保证在产品价格下降的情况下产品毛利率保持相对稳定。

### 3. 经营分析

#### 3.1 公司业务持续增长

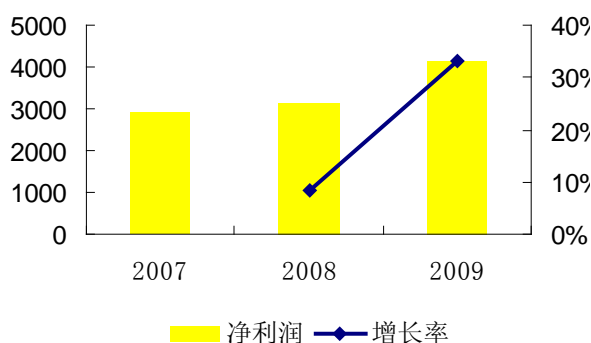
2007-2009 年公司营业收入复合增长率为 17.1%,净利润复合增长率达到 19.96%。2008 年公司营业收入增长相对缓慢,主要原因是“村村通工程”目标已基本完成以及台式终端天线对八木天线的替代导致八木天线销量大幅下降。

图 8: 2007-2009 公司收入及增长情况 (%)



数据来源: 公司招股说明书

图 9: 2007-2009 年公司净利润及增长情况 (%)



数据来源: 公司招股说明书

分产品来看,基站天线和微波天线产品销售持续增长,是公司收入主要来源。2009 年由于国内 3G 网络建设,用于移动通信的基站天线需求大增,2009 年公司基站天线销售收入同比增长 52.4%,占总收入比重由上年 45.9%提升至 55%;2007 年公司研发成功的微波通信天线开始量产,公司开始进入通信天线制造的高端领域。2008 年和 2009 年微波天线销售收入分别增长 35.33%和 40.26%。

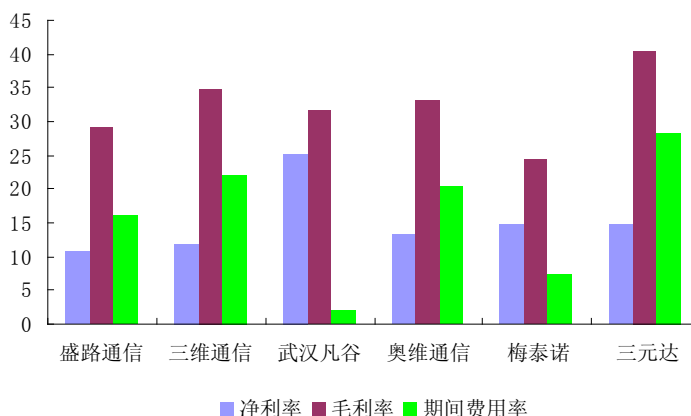
#### 3.2 公司毛利率保持稳定

2009 年公司毛利率为 29.03%。近年来公司综合毛利率保持相对稳定,主要是基站天线、微波天线等主要产品毛利率保持稳定。

与国内同行业公司相比,毛利率略低一些。产品毛利率较低主要原因:一方面反映出产品技术含量,如公司微波天线毛利率相对较高,而八木天线毛利率较低,另一方面部分公司收入包含有服务收入。预计随着公司微波天线等技术含量

较高的产品销售比重扩大，产品毛利率还可能提高。公司期间费用率虽低于奥维通信、三维通信等，但明显高于武汉凡谷、梅泰诺。

图 10：业务相近公司毛利率、净利率和期间费用率对比



数据来源：WIND 信达证券

## 4. 募投项目分析

本次公开发行股票募集资金投资于高性能微波天线、基站天线和终端天线等项目。募投项目重点解决公司产能问题，市场前景良好。因为：

公司产能利用率和产销率持续高位运行，产能不足已成为制约公司发展的瓶颈。以微波天线、基站天线为例，2009 年产能利用率分别为 143%、112%，产销率分别为 96%、90%。因此仅靠加班、提高管理水平挖掘产能潜力已经不能满足产能不足的问题，需要扩大产能。

表1：公司产能利用率和产销率情况

		2007	2008	2009
产能利用率	微波天线	105.85	96.64	142.96
	基站天线	88.94	98.29	112.02
	终端天线	100.97	104.85	112.04
产销率	微波天线	71.19	104.33	95.75
	基站天线	110.90	82.13	90.43
	终端天线	101.73	99.71	96.72

数据来源：公司招股说明书

公司客户需求量大，有能力消化募投项目新增产能。本次募投项目达产后产能扩张明显，但根据目前产品占有率和未来市场规模计算，产能并不过剩。以微波天线为例，达产后产能为 7.8 万套，但 2010 年来自公司现有客户的需求估计量 9.38 万套，而且还没有考虑潜在客户 Ericsson 的需求。



表2:公司产能和对公司需求对比

	原产能	新产能	2010年对公司需求量
微波天线（万套）	2.80	5.00	9.38
室外基站天线（万副）	400.00	44.50	496.00
终端天线（万副）	700.00	550.00	1145.00

数据来源：公司招股说明书

## 5. 盈利预测和估值

### 5.1 盈利预测

我们预测公司 2010-2012 年公司净利润为 0.56 亿元、0.70 亿元和 0.88 亿元，增长率分别为 33.4%、25.4%和 25.7%，对应的 EPS 为 0.54 元、0.68 元和 0.86 元。盈利预测假设如下：

- 我们认为公司未来几年业务收入将保持快速增长，预计 2010-2012 年公司主营收入增长率分别为 28.6%、25.1%和 23.8%。分产品看，室内基站天线近年来增长较快，2010 年仍将较快增长；微波天线客户需求旺盛，产能扩大后也将快速增长；
- 产品毛利率保持稳定。2007-2009 年公司产品价格相对平稳，毛利率保持稳定，因此预计未来三年公司保持稳定。如果考虑微波天线等技术含量较高的产品销售比例持续扩大，毛利率未来还有可能提高。

表3：公司主要产品销售收入增长率预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
室内基站天线	87.6%	164.4%	50.0%	30.0%	20.0%
室外基站天线	5.0%	1.6%	5.0%	3.0%	3.0%
微波通信天线	35.3%	40.3%	40.0%	40.0%	40.0%
室内终端天线	6.1%	1.5%	10.0%	20.0%	30.0%
其他	-24.4%	-16.6%	27.5%	28.0%	28.5%
合计	7.34%	27.71%	28.56%	25.05%	23.82%

数据来源：公司招股说明书 信达证券

### 5.2 估值

目前已上市与公司业务相近通信设备公司 2010 年平均市盈率约 38 倍，我们认为公司合理的估值区间为 35-45 倍，对应价格为 18.9-24.3。另外，根据 2010 年第二季度中小板新上市公司首发市盈率间于 32-77 倍（按照 09 年 EPS 计算），大部分处于 50 倍左右，因此预计公司发行价 20.5 元左右。



表4：业务相近上市公司估值对比

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	首发市盈率(摊薄)	发行日期
002089.SZ	新海宜	49.17	29.87	26.24	
002115.SZ	三维通信	40.36	28.08	28.59	
002194.SZ	武汉凡谷	25.04	19.60	29.97	
002231.SZ	奥维通信	80.84	68.34	29.17	
002281.SZ	光迅科技	53.98	43.33	35.37	2009-8-10
002313.SZ	日海通讯	51.98	33.34	74.22	2009-11-24
002417.SZ	三元达	58.72	45.36	54.05	2010-5-19
300038.SZ	梅泰诺	50.59	37.74	61.90	2009-12-24
	平均	51.34	38.21		2009-12-24

数据来源：WIND 信达证券

**风险提示：**公司客户主要是通信运营商和系统集成商，由于存在较多供应商的竞争，使得公司与运营商、系统集成商的合作中处于弱势地位，在付款条件、服务内容和范围、定价能力等比较被动。

表5：盈利预测表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	392	504	630	780
营业成本	278	359	447	553
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	24	30	37	46
管理费用	38	47	60	74
财务费用	1	1	0	-0
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	46	63	80	101
营业外收入	3	2	2	3
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	49	65	82	103
所得税	8	10	12	15
净利润	42	56	70	88
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	42	56	70	88
EBITDA	61	77	94	114
EPS (元)	0.41	0.54	0.68	0.86

数据来源：信达证券

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心  
邮编：100031  
传真：0086 10 63081102