

盛路通信 (002446.SZ) 通信系统设备行业

评级：持有 首次评级

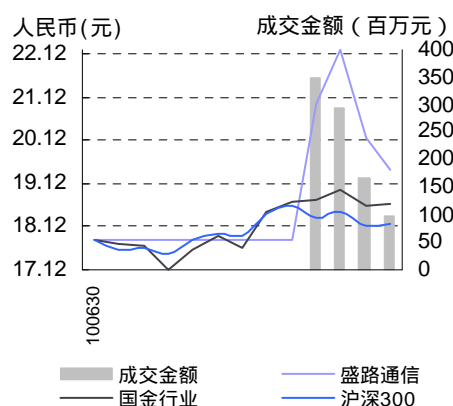
公司研究

市价(人民币)：19.45元
目标(人民币)：15.12-16.04元

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	20.80
总市值(百万元)	1,986.87
年内股价最高最低(元)	22.22/17.82
沪深300指数	2616.13
中小板指数	5298.39



未来稳步增长将依赖微波天线海外高速扩张

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.411	0.561	0.473	0.585	0.629
每股净资产(元)	1.80	2.34	6.32	6.63	7.11
每股经营性现金流(元)	0.55	0.78	0.43	0.77	0.89
市盈率(倍)	N/A	N/A	40.41	32.63	30.35
行业优化市盈率(倍)	30.61	48.43	48.43	48.43	48.43
净利润增长率(%)	8.19%	32.97%	16.05%	23.87%	7.49%
净资产收益率(%)	22.88%	23.32%	7.47%	8.84%	8.85%
总股本(百万股)	76.15	76.15	102.15	102.15	102.15

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **产品结构实现优化转型，核心业务确立，盈利能力居行业领先地位**
 - 公司抓住了运营商重组的机遇，确立了以微波天线，室外基站天线，室内分布天线以及终端天线为核心的完整的产业布局。同时公司将利用募集资金加快高性能微波天线发展，未来微波天线业务的海外扩张将作为公司主要利润增长点，利润占比将达到40%以上。
 - 公司在通信天线行业激烈的竞争中保持了稳定的毛利率和净利率水平，2007-2009年平均毛利率和净利率在28%和10.5%左右，处于行业的领先水平，稳定的毛利率和净利率也证明了公司在行业竞争中的核心竞争优势。
- **未来稳定增长将依赖微波天线的海外扩张和室内天线业务规模效应支撑：**
 - 公司微波天线业务近年实现了快速增长，2008-2009年增长率达到了35.33%、40.26%。公司微波天线产品在海外市场的紧俏主要源于其技术已与国外厂商相近，价格优势明显，产品种类丰富，定制化优势等因素，未来公司借助募投项目增加产能178%，将促进微波天线业务快速发展。公司利用生产线改造以及扩产实现了室内分布天线市场份额的巨大提升，从2007年的9.38%增长到2009年的29.12%。同时公司这方面业务的毛利率始终保持稳定，规模优势得到充分体现。未来市场规模有望继续增长。
 - 在2008年到2009年通信设备需求的高速增长期，公司室外天线业务和室内终端天线业务增长缓慢。2010年通信行业固定资产投资大幅下滑，5月同比下降30.87%。未来公司这两块核心业务可能的下滑将拖累公司总体业绩。
- **业绩预测与估值：公司目标价合理区间为15.12-16.04，建议持有。**
 - 我们预计公司10-12年营业收入分别为4.66亿、5.70亿和6.50亿，分别同比增长19%、22.3%和14.1%，实现EPS分别为0.473元、0.585元和0.629元，同比增长16.05%、23.87%和7.49%。
 - 综合现金流方法和相对估值法，我们认为公司目标价合理区间为15.12-16.04，建议持有。
- **风险提示**
 - 公司业务技术壁垒低。公司未来主要利润增长点微波天线业务受到技术，海外市场需求变动，汇率等影响不确定风险大。

陈运红 分析师 SAC 执业编号：S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

内容目录

公司盈利能力逐步提高，处于行业领先地位.....	6
高性能微波天线进军国际，未来将成公司主要利润来源.....	7
室内分布天线规模效益显现，大举侵占市场份额.....	8
室外基站天线与终端天线在通信设备投资高峰期增长缓慢，未来前景堪忧.....	9
募投项目强化公司竞争地位.....	10
业绩预测及估值建议.....	11
业绩预测.....	11
股票估值与定价.....	13
风险提示.....	14
附录：三张报表预测摘要.....	15

图表目录

图表 1：公司主要优势产品.....	4
图表 2：公司营业收入趋势（百万元）.....	4
图表 3：公司净利润趋势（百万元）.....	4
图表 4：盛路通信股权结构.....	5
图表 5：公司主要产品收入占比.....	6
图表 6：公司主要产品毛利润占比.....	6
图表 7：主要竞争公司毛利率比较.....	7
图表 8：主要竞争公司三项费用比较.....	7
图表 9：主要竞争公司三项净利率比较.....	7
图表 10：海外微波需求量和增速（万台）.....	8
图表 11：盛路通信微波收入和增速（万元）.....	8
图表 12：2010 年预测公司微波天线销售情况.....	8
图表 13：2012 年预测公司微波天线销售情况.....	8
图表 14：室内分布天线销量（万套）.....	9
图表 15：室内天线销售收入与增速（万元）.....	9
图表 16：电信固定资产投资（亿元）.....	9
图表 17：室外基站天线销售收入（万元）.....	10
图表 18：室内终端天线销售收入（万元）.....	10
图表 19：公司 IPO 募集资金投资项目（万元）.....	11
图表 20：公司 IPO 募投项目回报（万元）.....	11

图表 21：公司业务收入预测.....	12
图表 22：营业收入预测（百万元）.....	13
图表 23：EPS 预测（元）.....	13
图表 24：APV 定价.....	13
图表 25：可比上市公司估值参考.....	14

公司概况

- 盛路科技是国内领先的通讯配套设备生产厂商，主要从事生产各种通信天线。公司在室内分布天线和高性能微波通信天线领域的市场占有率位居国内同行业第一，并且在基站天线，微波天线和终端天线业务领域形成了自己独特的产品优势。

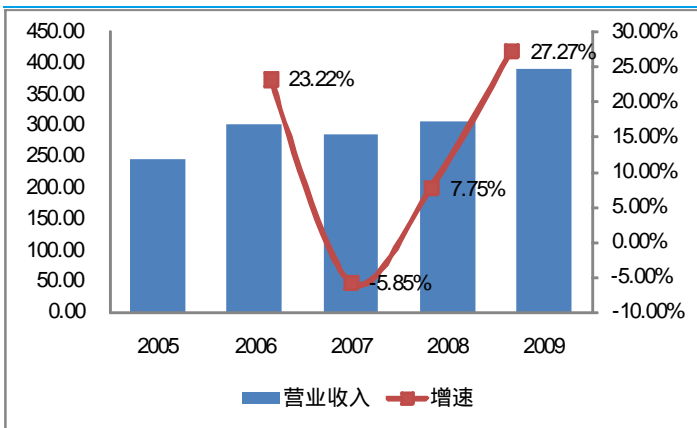
图表1：公司主要优势产品

产品种类	产品名称	科技成果鉴定的专家意见
通信基站天线	GSM900MHZ网络优化天线	该产品提高了G SM网络的覆盖能力，改善了网络性能，产品达到国内先进水平。
	TD-SCDMA智能天线	该产品已达到国内领先水平。2006年10月，该产品进入“国家火炬计划项目”。
微波通信天线	18GHZ高性能板状反射面天线	该系列产品已达到国际先进水平。
	短焦低轮廓超高性能天线	该天线由短焦距抛物面、溅散板式馈源和内凹圆锥形天线罩组合而成，已达国内领先水平
终端天线	CDMA/GSM/DCS/PCS/WCDMA五频终端固定台全向天线	该产品实现了宽频段工作和天线小型化，频段覆盖范围广，产品达到国内领先水平。
	CDMA2000固定台终端天线	该产品覆盖CDMA、WCDMA和GSM等频段，已达到国内领先水平。

来源：招股说明书

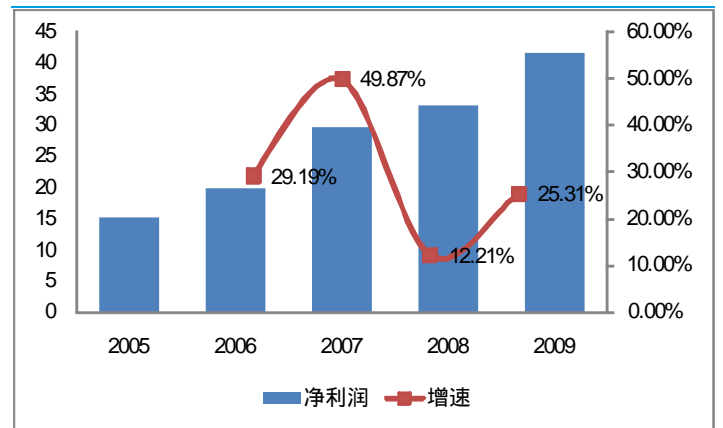
- 公司 2009 业绩呈现了高速增长，2009 年营业收入较上年增长 27.27%，净利润增长 25.3%；2009 年实现营业收入 39178.89 万元，净利润 4160.22 万元；高速增长主要来源于公司高性能微波天线在国际市场的开拓和室内分布天线产能的快速扩张。

图表2：公司营业收入趋势（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表3：公司净利润趋势（百万元）



- 公司此次发行 2600 万股，占上市后股本的 25.45%。公司前身是三水市盛路天线有限公司，公司股权主要由三大创始人杨华，李再荣和何永星分别持有公司 34.66%，29.97%和 29.04%，此外，由三大创始人以及其他投资人通过盛路投资公司间接持有公司 6.34%的股权。

图表4：盛路通信股权结构

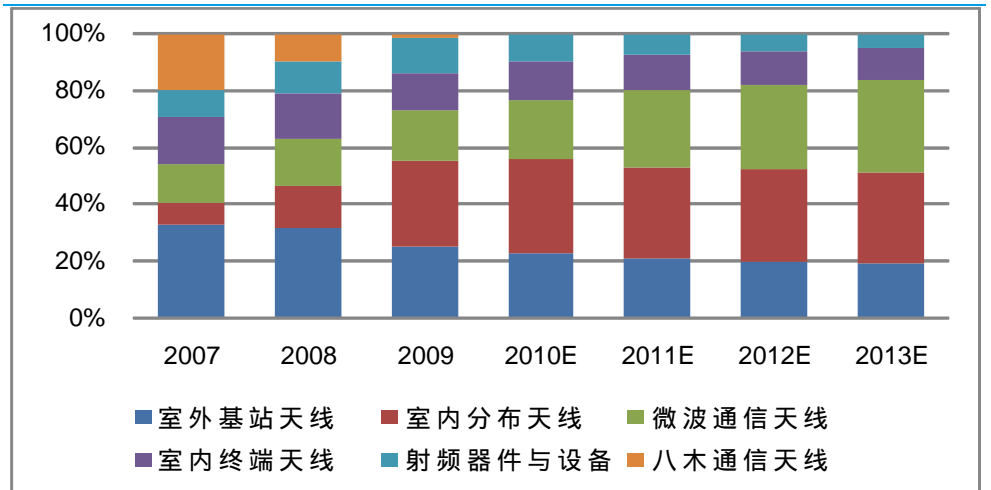


来源：招股说明书

公司产品结构实现优化转型，核心业务突出

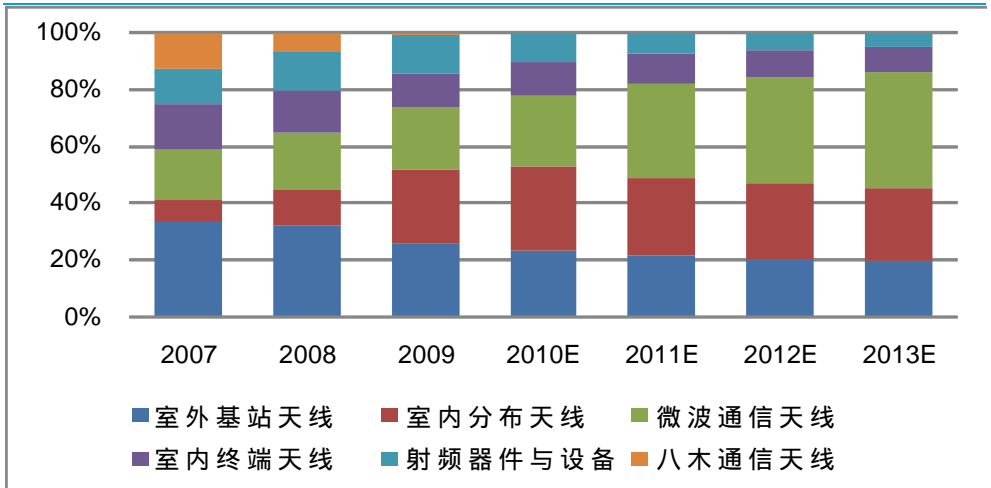
- **摒弃夕阳业务，公司成功改造生产线抓住产业机会：**原来占公司业务比较高的八木天线是用于固定电话远程传输的天线，随着固定电话用户的减少，运营商对八木天线的需求也急速下降，公司看准了市场像移动通信发展的方向，成功的从 2007 年开始将总计 150 万线的八木天线生产线改造成了室内分布天线生产线，抓住了三大运营商 3G 重组发展的机遇，并通过改造加扩产的举措将室内分布天线的市场份额从 2007 年的 9.38%扩大到 29.12%。一举跃居全国市场室内分布天线占有率第一
- **借助高性能微波天线成功进军国外市场，微波高速增长在即：**公司的高性能微波天线 90%出口，现已经与 NEC，华为，中兴等世界级通信系统设备商达成长期合作伙伴。公司的高性能微波通信天线通过了挪威 DNV 公司的 RoHS 体系认证，并且其后馈式微波天线填补了国内空白，成为 NEC 和意大利 SIAE 在华采购微波产品的首选。公司 2009 年利用加班加点利用 28000 套的产能生产出了 40000 万产品，反应出了公司微波产品的极度紧俏。预计公司募投扩产的 50000 套产能将促进公司高性能微波业务的高速发展。
- **四大核心业务突出，未来公司步入稳步发展轨道：**公司通过对自身业务的优化已经确立了室外基站天线，室内分布式天线，高性能微波通信天线和终端天线四大核心业务。其中微波天线业务海外市场的快速发展和室内分布天线的规模生产效益将成为公司未来收入的增长点。室外基站天线较高的技术门槛和稳定的替换需求将维持这块业务的稳定收入,同时终端天线的募投扩产提供的未来市场份额的增量将抵消未来终端天线毛利率的下降，总体维持一个平稳的收入利润量。公司射频设备业务技术方面没有独特优势，加上移动通信 3G 基站建设高峰已过，射频器件和设备将成萎缩状态。公司 2009 年八木天线业务已经基本边缘型业务，预计未来将被淘汰。

图表5：公司主要产品收入占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表6：公司主要产品毛利润占比

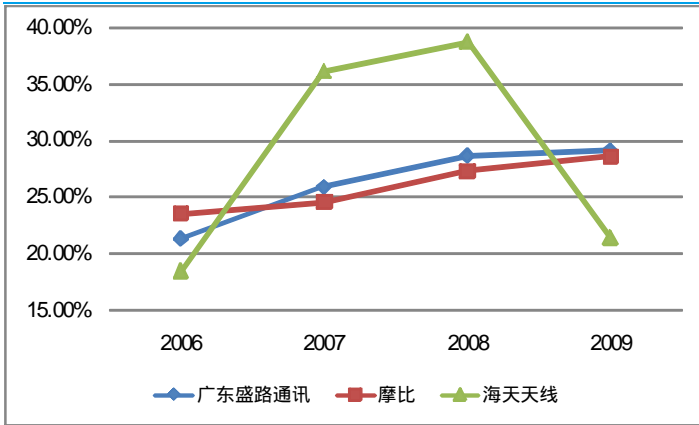


来源：招股说明书，国金证券研究所

公司盈利能力逐步提高，处于行业领先地位

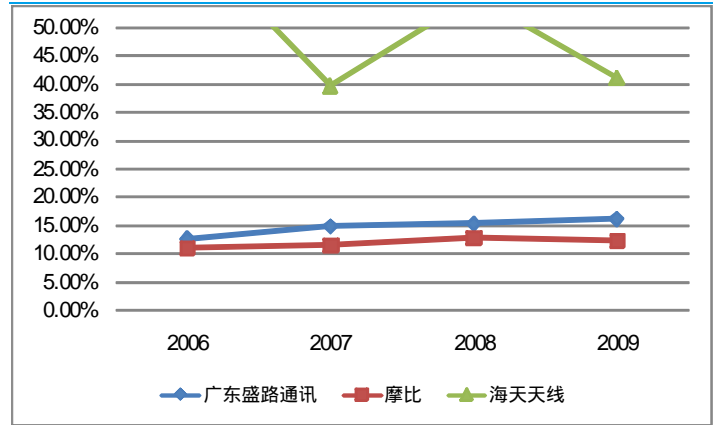
- 通信天线行业总体技术壁垒较低，公司在行业中主要竞争对手有西安海天，深圳中兴通讯子公司摩比，广东通宇公司，佛山健博通。其中西安海天与深圳摩比为港股上市公司。从盛路通信和其他两家上市公司的毛利率，费用率和净利率比较可以看出，公司处在竞争较为激烈的行业维持了稳定向上的盈利能力，公司与深圳摩比相对于行业内其他公司的竞争优势充分的得到了体现。未来天线行业将形成几家极具竞争力的公司垄断的局面。

图表7：主要竞争公司毛利率比较

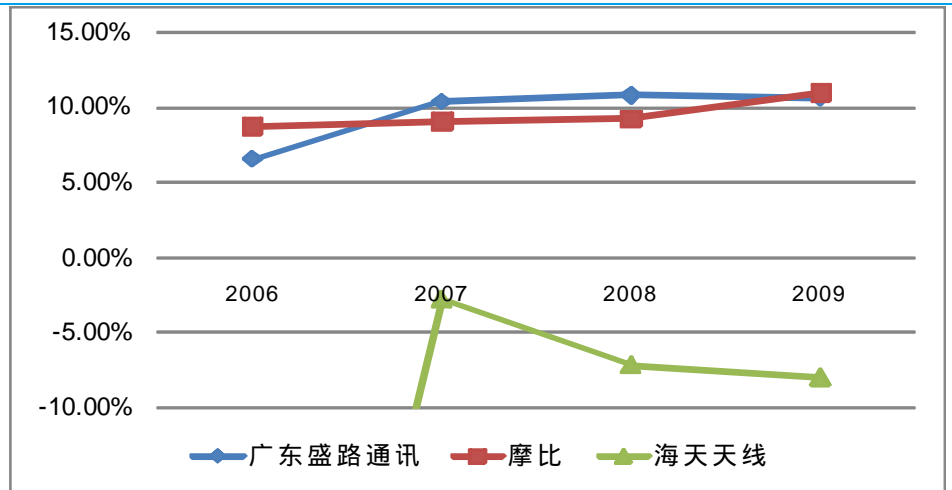


来源：招股说明书，国金证券研究所

图表8：主要竞争公司三项费用比较



图表9：主要竞争公司三项净利率比较



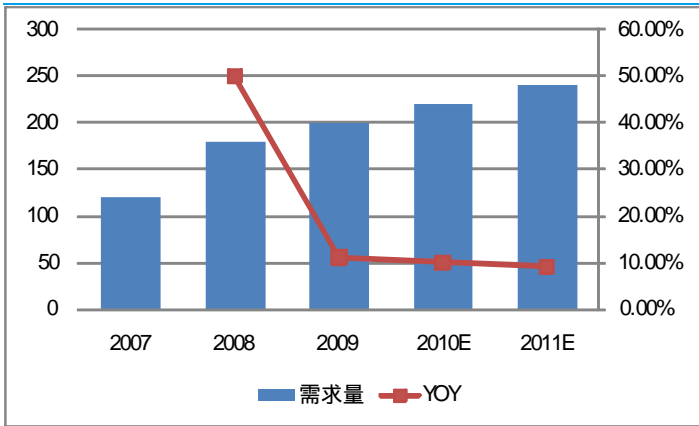
来源：招股说明书，国金证券研究所

高性能微波天线进军国际，未来将成公司主要利润来源

- **海外市场前景广阔，微波系统集成商订购需求巨大：**在中国因为土地国有化，国内光纤光缆企业多，因此中国大量采用光纤光缆作为通信的传送模式，而在海外大多数发达国家土地是私有化，因此绝大多数国家采用微波解决基础通信传输的达到了 70%以上。2009 年海外的微波天线需求达到了 200 万套，而公司通过自己产能的扩张和加班加点才完成了 4 万套，未来发展空间广阔。根据公司 2009 年的销售情况和与其他系统集成商的意向调查来看，2010 年各大已经存在合作关系的厂商对公司微波天线的需求量预计是 9.38 万套，预计 2012 年将达到 13.52 万套。
- **公司高性能微波技术达到国际先进水平，获多方认可：**公司在微波天线研究方面在国内具有很大的优势，其中包括设备一个 913.24 平方米的大型室内微波测试暗室、五个标准微波屏蔽室以及专业的微波技术研究人才。随着现代通信情况的日益复杂，对微波天线的要求也越来越高。公司的高性能微波天线已经在国内领先于其他天线生产厂商，并且在技术上紧追微波天线龙头美国 Andrew。其中后馈式超高性能微波天线产品为填补国内空白产品。公司海外微波出口销量国内第一，其产品已经获得微波通信天线集成商龙头 NEC 的认可，已经开始大批量采购，目前公司正在跟微波系统集成商爱立信商谈合作，这两个厂商大约占据了全球 50%的微波系统集成份额，除此之外公司还和华为，中兴以及多家海外公司签订了长期合作意向。

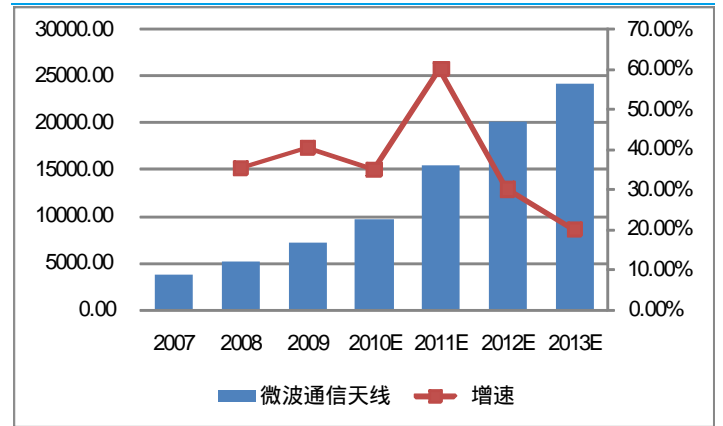
- **成本与定制化优势明显，募投扩产促进微波业务高速发展：**公司高性能微波天线的海外竞争优势在于其低廉的价格和定制化成本。2008 年公司微波天线平均价格从 2007 年的 3342 下降到了 1811，其产品价格在保证产品毛利率的同时，达到了国外厂商产品价格的一半。中国研究人员劳动成本的低廉也为公司开发多种定制化产品提供了成本的优势。价格的绝对优势以及技术水平的达标使得公司微波产品在 2009 年出现了严重的产能不足。经过募投扩大产能后，公司产能将从现在的 28000 万套扩大到 78000 万套，公司价格的优势以及海外需求量的巨大将在公司实现产能扩张后给公司微波天线业务带来高速发展。

图表10：海外微波需求量和增速（万台）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表11：盛路通信微波收入和增速（万元）



图表12：2010 年预测公司微波天线销售情况

客户名称	年总需求量 (万套)	公司所占份额	对公司年需求量 (万套)
NEC	80	5.50%	4.4
华为	10	30.00%	3
中兴	6	15.00%	0.9
意大利SIAE	4	12.50%	0.5
以色列CERAGON	5	10.00%	0.5
美国TRANGO	5	0.40%	0.02
印尼Transtel	3	0.67%	0.02
印尼PT	4	1.00%	0.04
合计	117		9.38

来源：招股说明书

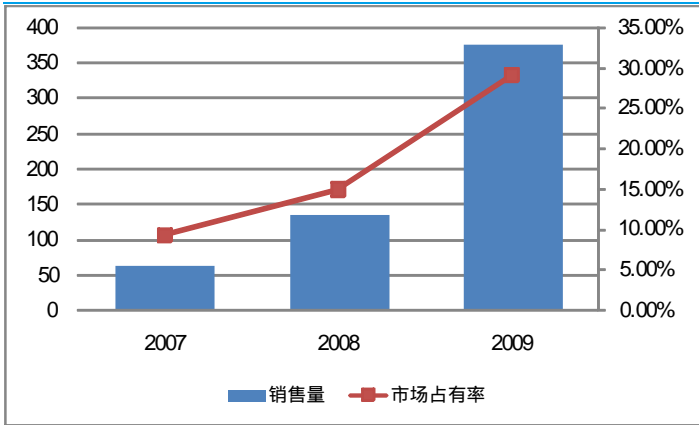
图表13：2012 年预测公司微波天线销售情况

客户名称	年总需求量 (万套)	公司所占份额	对公司年需求量 (万套)
NEC	115.2	5.50%	6.34
华为	14.4	30.00%	4.32
中兴	8.64	15.00%	1.30
意大利SIAE	5.76	12.50%	0.72
以色列CERAGON	7.2	10.00%	0.72
美国TRANGO	7.2	0.40%	0.03
印尼Transtel	4.32	0.67%	0.03
印尼PT	5.76	1.00%	0.06
合计	168.48		13.52

室内分布天线规模效益显现，大举侵占市场份额

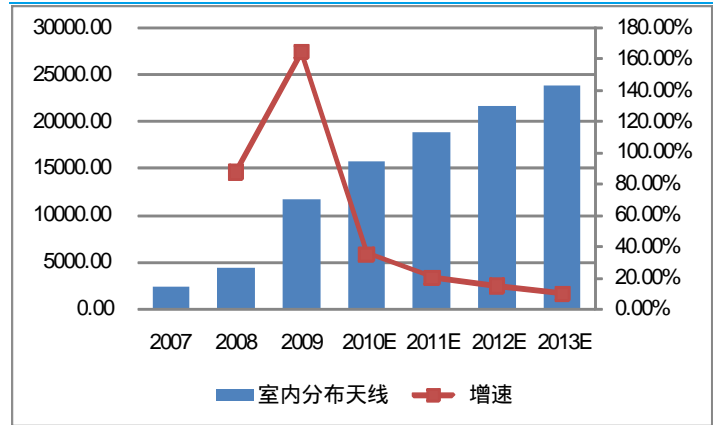
- **公司看清市场发展方向，抓住了 3G 发展机遇：**公司抓住了 2008 年三大运营商重组后对移动通信配套设备的巨大需求，战略性的将八木天线的生产线改装成了室内分布天线的生产线，同时在 2009 年建设高峰期的时候大力扩产室内分布天线，公司室内分布天线销售量从 2007 年的 63.8 万套急剧上升到 2009 年的 379 万套，市场占有率从 9.38% 上升到 29.12%，跃居国内市场份额第一，比市场占有率第二的健博通高 12.2% 个百分点。同时，在扩产的时候规模优势充分体现，毛利率略有上升，达到 25.42%。
- **3G 投资高峰期已过，公司竞争优势将维持业务增长：**随着 3G 投资建设高峰已过，未来 2 年室内分布天线的需求将有所下降，但公司拥有的规模优势将促使市场份额继续从小厂商向公司倾斜，市场份额的增加将维持公司室内分布天线的稳定增长，但像前几天的超高速增长已经不可能出现，预计 2010 年销售收入增长 35%，2011 年 15%。

图表14：室内分布天线销售量（万套）



来源：国金证券研究所

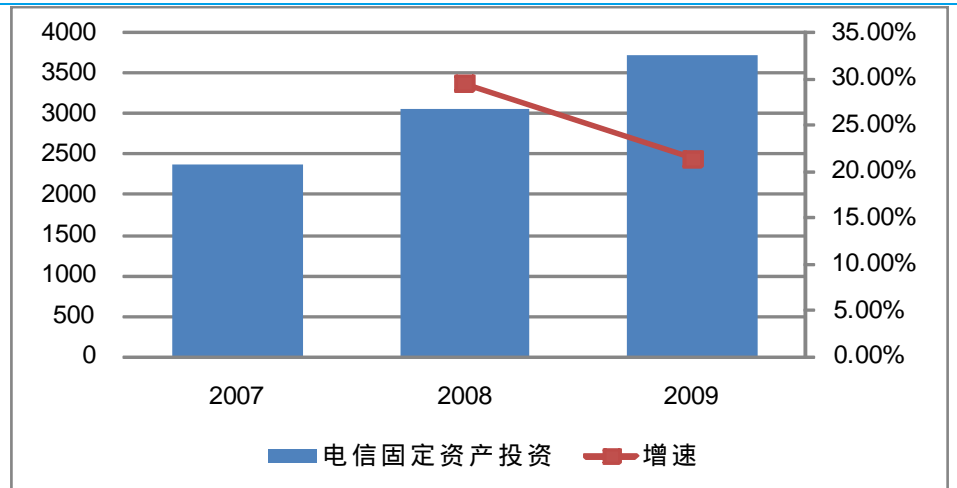
图表15：室内天线销售收入与增速（万元）



室外基站天线与终端天线在通信设备投资高峰期增长缓慢，未来前景堪忧

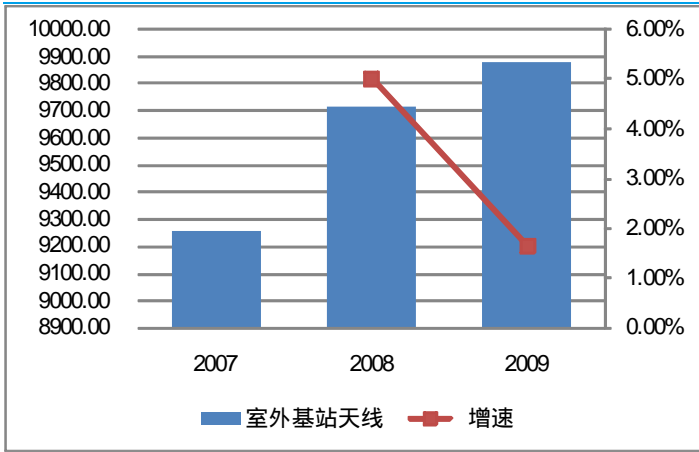
- 公司微波天线与室内分布天线在 2007 年-2009 年通信设备投资高峰期表现出了高增长，但公司室外基站天线与终端天线业务的增长率却远远低于电信固定资产投资规模的规模增长。2010 年通信行业固定资产投资额大幅下降，5 月固定资产累计投资同比下降 30.87%。公司这两块业务面临着业绩大幅下滑的总体市场风险。公司这两块业务在 2007 年到 2009 年期间的增长缓慢到底是产能方面的限制还是因为市场竞争力方面的问题需要公司 2010 年的业绩来验证。

图表16：电信固定资产投资（亿元）

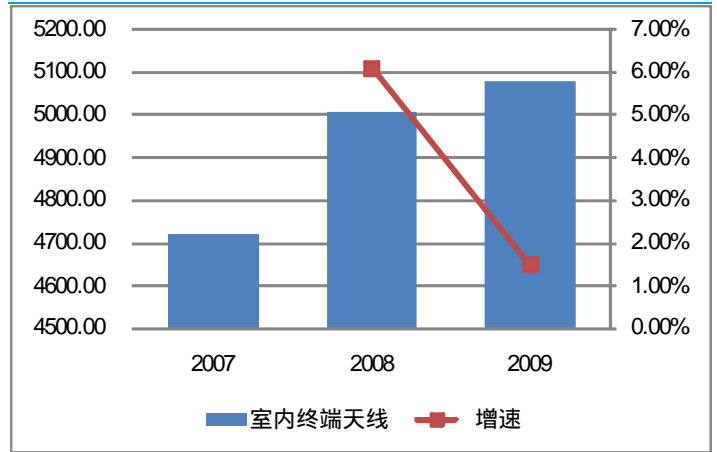


来源：国金证券研究所

图表17：室外基站天线销售收入（万元）



图表18：室内终端天线销售收入（万元）



来源：国金证券研究所

募投资项目强化公司竞争地位

- 公司高性能微波通信天线二期工程技术改造项目募集的资金将主要用于对微波天线各种不同型号天线的产能的扩张，扩产后产能增长率为178.57%。以用产能扩张来满足巨大的市场需求。同时，公司将继续高性能微波通信天线的研发，缩小与国际厂商 Andrew 和法国 RFS 的差距，并且提供更多的产品型号和定制化服务来提升公司微波产品总体竞争实力。
- 因为室外基站天线的技术含量高，应对的通信环境越来越复杂，公司为提高室外基站天线的竞争能力，移动通信基站改造项目所募集的资金将主要用于改善基站天线的通信能力如抗干扰，提高网络覆盖能力，并研究新型天线设计方案以提高网络通信效率。同时改善基站天线物理属性如抗风防水等能力。其次该项目募集资金将用于小量的产能扩张，预计产能增长率为11.13%
- 公司看好未来 3G 发展后手机终端的快速增长以及未来导航领域 GPS 对无线天线的巨大需求。因此终端天线技术改造项目所募集资金将主要用于终端天线产能的扩张，预计产能增长率为78.57%。
- 公司此次募投资金项目均是公司未来重点发展的核心业务，因此公司募集的资金以及超募资金将有利于公司巩固自己的核心竞争业务，并且加速了公司技术研发速度，加快了公司核心产品走向国际化的步伐。

图表19：公司 IPO 募集资金投资项目（万元）

序号	项目名称	募集资金投资额(万元)	扩建规模	固定资产投资金额(万元)	投产金额2010	投产金额2011	投产金额2012
1	高性能微波通信天线二期工程技术改造项目	7,500	募集资金新增微波产能5万套	5000		7500	
2	移动通信基站天线技术改造项目	3,750	室外新增4.5万副，室内40万副	2492	1952	1322	476
3	终端天线技术改造项目	3,400	拟建规模550万副/年	2300	1659	1434	307
4	增加公司流动资金	4,000					
合计		18,650		9792	3611	10256	783

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表20：公司 IPO 募投项目回报（万元）

序号	项目名称	年收入	净利润	IRR
1	高性能微波通信天线二期工程技术改造项目	13900	1722	35.50%
2	移动通信基站天线技术改造项目	6844	797.9	28.20%
3	终端天线技术改造项目	6325	700	27%
4	增加公司流动资金			

来源：招股说明书，国金证券研究所

业绩预测及估值建议

业绩预测

- 收入预测：**公司微波产能在 2010 年只能达产 50%多，并且募集资金后已到 10 年 7 月，2011 年全部达产，因此业绩增长 2010 年较 2011 年少。公司室内分布天线和终端天线达产快，特别是终端天线产能扩张大，因此 2010 年有较大增长。八木天线将停产，射频设备的销售也会小幅下降。

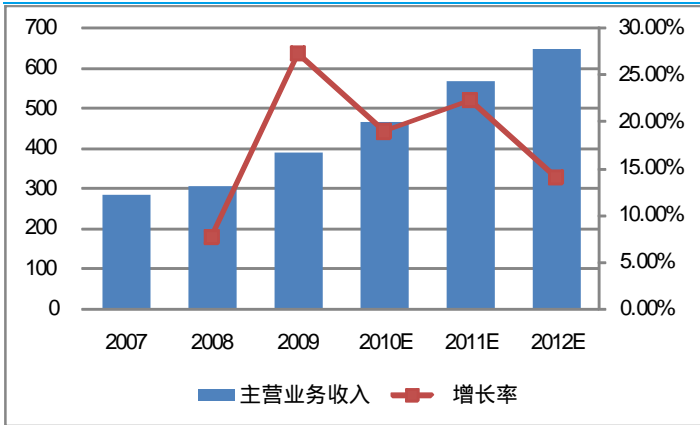
图表21：公司业务收入预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
室外基站天线						
销售收入(百万元)	92.55	97.18	98.79	107.19	116.84	122.68
增长率(YOY)	131.38%	5.00%	1.66%	8.50%	9.00%	5.00%
毛利率	26.57%	28.72%	29.60%	27.00%	27.00%	26.00%
销售成本(百万元)	67.96	69.27	69.55	78.25	85.29	90.78
增长率(YOY)	120.48%	1.93%	0.40%	12.51%	9.00%	6.44%
毛利(百万元)	24.59	27.91	29.24	28.94	31.55	31.90
增长率(YOY)	168.00%	13.50%	4.77%	-1.03%	9.00%	1.11%
占总销售额比重	32.48%	31.76%	25.28%	22.99%	20.49%	18.86%
占主营业务利润比重	33.40%	32.21%	25.76%	23.46%	21.21%	19.14%
室内分布天线						
销售收入(百万元)	23.54	44.15	116.66	157.49	188.99	217.33
增长率(YOY)	12292.05%	87.53%	164.21%	35.00%	20.00%	15.00%
毛利率	24.21%	24.21%	25.42%	23.00%	22.00%	21.00%
销售成本(百万元)	17.84	33.46	87.00	121.27	147.41	171.69
增长率(YOY)	12482.98%	87.53%	159.99%	39.38%	21.56%	16.47%
毛利(百万元)	5.70	10.69	29.65	36.22	41.58	45.64
增长率(YOY)	11730.11%	87.53%	177.42%	22.15%	14.78%	9.77%
占总销售额比重	8.26%	14.43%	29.85%	33.78%	33.14%	33.41%
占主营业务利润比重	7.74%	12.34%	26.13%	29.36%	27.95%	27.39%
微波通信天线						
销售收入(百万元)	37.78	51.13	71.72	96.82	154.91	201.38
增长率(YOY)	19785.11%	35.33%	40.26%	35.00%	60.00%	30.00%
毛利率	34.40%	34.77%	34.80%	33.00%	32.00%	32.00%
销售成本(百万元)	24.78	33.35	46.76	64.87	105.34	136.94
增长率(YOY)	17376.73%	34.57%	40.20%	38.73%	62.39%	30.00%
毛利(百万元)	13.00	17.78	24.96	31.95	49.57	64.44
增长率(YOY)	26873.49%	36.79%	40.38%	28.02%	55.15%	30.00%
占总销售额比重	13.26%	16.71%	18.35%	20.77%	27.17%	30.96%
占主营业务利润比重	17.65%	20.52%	21.99%	25.90%	33.33%	38.67%
室内终端天线						
销售收入(百万元)	47.20	50.08	50.81	60.98	70.12	73.63
增长率(YOY)	24743.37%	6.09%	1.48%	20.00%	15.00%	5.00%
毛利率	25.53%	25.68%	25.93%	23.00%	22.00%	21.00%
销售成本(百万元)	35.15	37.22	37.64	46.95	54.70	58.17
增长率(YOY)	24686.79%	5.87%	1.13%	24.75%	16.49%	6.35%
毛利(百万元)	12.05	12.86	13.18	14.02	15.43	15.46
增长率(YOY)	24909.91%	6.71%	2.46%	6.44%	10.00%	0.23%
占总销售额比重	16.57%	16.36%	13.00%	13.08%	12.30%	11.32%
占主营业务利润比重	16.36%	14.84%	11.61%	11.37%	10.37%	9.28%
射频器件与设备						
销售收入(百万元)	28.56	34.51	48.55	43.70	39.33	35.40
增长率(YOY)	-28.59%	20.82%	40.69%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	31.40%	34.69%	32.26%	28.00%	27.00%	26.00%
销售成本(百万元)	19.60	22.54	32.89	31.46	28.71	26.19
增长率(YOY)	-36.43%	15.02%	45.93%	-4.34%	-8.75%	-8.77%
毛利(百万元)	8.97	11.97	15.66	12.24	10.62	9.20
增长率(YOY)	-2.25%	33.48%	30.84%	-21.88%	-13.21%	-13.33%
占总销售额比重	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
占主营业务利润比重	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
八木通信天线						
销售收入(百万元)	55.27	28.96	4.32	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)	38.17%	-47.60%	-85.07%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利率	16.88%	18.75%	18.69%	18.69%	18.69%	18.69%
销售成本(百万元)	45.94	23.53	3.52	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)	49.03%	-48.78%	-85.06%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利(百万元)	9.33	5.43	0.81	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)	1.67%	-41.80%	-85.12%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
占总销售额比重	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.00%	0.00%
占主营业务利润比重	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

来源：国金证券研究所

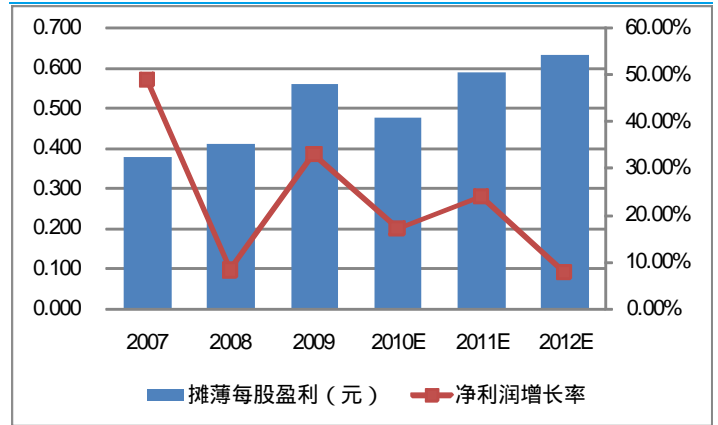
- **毛利率预测**：公司微波产品和室外天线因为其技术壁垒高，特别是微波产品需求量大，因此毛利率比较稳定，其他产品技术壁垒低，随着竞争日益激烈毛利率会慢慢下降。
- **营业收入与 EPS 预测**：公司 10-12 年实现营业收入分别为 4.66 亿、5.70 亿和 6.50 亿，分别同比增长 19%、22.3%和 14.1%，实现 EPS 分别为 0.473 元、0.585 元和 0.629 元，同比增长 16.05%、23.87%和 7.49%。

图表22：营业收入预测（百万元）



来源：国金证券研究所

图表23：EPS 预测（元）



股票估值与定价

- 公司属于通信设备类公司，我们综合了上市中可比的通信设备类公司的2010和2011年平均PE，我们给予公司10年32倍，11年27倍PE，合理价格区间为15.12-16.04元。
- 采取APV现金流方法，假设资产贴现率为8.68%，永续增长率为3%，获得公司的合理价值为15.31元。
- 综合两种方法，我们认为公司股票的合理价格在15.12-16.04元。

图表24：APV 定价

I. APV

每股价值	15.31	TV增长率	3.0%
企业值	1,186.13	Ka	8.68%
股票价值	1,166.13	债务	20.00
		投资	0.00
		少数股东权益	0.00

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	-9.67	17.17	23.99	50.14	33.12	46.35	63.34	86.05	100.02	96.37	1,748.44	2,255.32
ITS	0.10	0.00	0.01	0.02	0.08	0.14	0.22	0.31	0.42	0.55	10.06	11.91
PV(FCF)	-8.90	14.53	18.69	35.95	21.84	28.13	35.38	44.22	113.63	116.96	760.79	1,181.23
PV(ITS)	0.09	0.00	0.00	0.01	0.05	0.08	0.12	0.16	0.00	0.00	4.38	4.90

来源：国金证券研究所

图表25：可比上市公司估值参考

公司简称	股价	EPS		PE	
		2010E	2011E	2010E	2011E
中兴通讯	20.6	1.03	1.39	20.01	14.82
烽火通信	24.7	0.72	1.01	34.20	24.37
光迅科技	30.54	0.80	1.13	38.05	27.04
武汉凡谷	13.18	0.58	0.67	22.81	19.82
恒宝股份	17.06	0.33	0.45	51.70	38.29
东信和平	15.62	0.31	0.38	50.21	40.90
亨通光电	26.79	1.10	1.21	24.35	22.14
中天科技	18.68	1.05	1.16	17.79	16.17
中利科技	29.58	1.10	1.23	26.89	24.01
永鼎光缆	8.95	0.53	0.56	16.89	16.08
日海通信	35.33	1.05	1.21	33.65	29.26
动力源	8.12	0.21	0.25	38.67	32.48
新海宜	17.1	0.59	0.68	28.98	25.20
键桥通信	17.74	0.37	0.41	47.95	43.59
梅泰诺	22.69	0.61	0.67	37.20	33.82
均值				32.62	27.20

来源：国金证券研究所

风险提示

- 通信天线产品的总体技术含量较低，市场竞争比较激烈，公司未来产品的毛利率随着市场总体需求量变化和竞争对手发展情况其不确定性大，因此公司销售和毛利率变动引起整体业绩大幅下滑的风险较大。
- 公司未来的业绩增长的主要增长点来源于微波天线业务的加速扩张，但公司微波主要面向海外市场，其技术，海外市场需求，汇率等多种因素的不确定性给未来公司微波天线业务的高速持续发展带来了较大的不确定风险。特别是近期欧洲债务危机可能将影响未来公司通讯设备的出口需求。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	286	308	392	466	570	650	货币资金	28	39	73	475	476	498
增长率	7.8%	27.3%	19.0%	22.3%	14.1%		应收款项	128	114	155	180	220	251
主营业务成本	-212	-220	-278	-343	-421	-484	存货	50	53	64	75	92	106
% 销售收入	74.2%	71.3%	70.9%	73.5%	73.9%	74.4%	其他流动资产	2	3	2	5	6	7
毛利	74	88	114	123	149	167	流动资产	209	209	294	736	794	862
% 销售收入	25.8%	28.7%	29.1%	26.5%	26.1%	25.6%	% 总资产	66.8%	64.9%	68.1%	81.0%	79.7%	78.8%
营业税金及附加	-1	-2	-1	-2	-3	-3	长期投资	0	0	0	1	0	0
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	91	98	123	147	169	189
营业费用	-15	-18	-24	-28	-34	-39	% 总资产	29.1%	30.6%	28.5%	16.2%	16.9%	17.3%
% 销售收入	5.4%	5.7%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	12	14	14	23	32	40
管理费用	-25	-29	-38	-44	-54	-62	非流动资产	104	113	138	173	203	232
% 销售收入	8.6%	9.3%	9.7%	9.5%	9.5%	9.5%	% 总资产	33.2%	35.1%	31.9%	19.0%	20.3%	21.2%
息税前利润 (EBIT)	32	40	51	49	58	63	资产总计	312	322	431	908	997	1,093
% 销售收入	11.3%	13.0%	13.0%	10.5%	10.1%	9.6%	短期借款	22	10	20	0	0	0
财务费用	-1	-1	-1	5	10	10	应付款项	176	167	220	234	288	330
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	-1.1%	-1.7%	-1.5%	其他流动负债	6	5	11	28	32	36
资产减值损失	2	0	-2	0	0	0	流动负债	204	182	251	262	320	366
公允价值变动收益	-1	-2	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	3	2	0	0	0
% 税前利润	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	207	185	253	262	320	367
营业利润	32	37	47	54	67	73	普通股股东权益	105	137	178	646	677	726
营业利润率	11.1%	11.9%	12.1%	11.5%	11.8%	11.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	0	3	3	3	3	负债股东权益合计	312	322	431	908	997	1,093
税前利润	34	37	50	57	70	76	比率分析						
利润率	11.9%	12.0%	12.8%	12.2%	12.3%	11.6%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-5	-6	-8	-9	-11	-11	每股指标						
所得税率	15.1%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.380	0.411	0.561	0.473	0.585	0.629
净利润	29	31	43	48	60	64	每股净资产	1.385	1.796	2.342	6.325	6.625	7.111
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.180	0.548	0.780	0.429	0.774	0.886
归属于母公司的净利润	29	31	43	48	60	64	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.137	0.143
净利率	10.1%	10.2%	10.9%	10.4%	10.5%	9.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.42%	22.88%	23.32%	7.47%	8.84%	8.85%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	9.26%	9.73%	9.65%	5.31%	6.00%	5.88%
净利润	0	31	42	48	60	64	投入资本收益率	21.49%	22.95%	21.70%	6.42%	7.22%	7.31%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	11	16	18	23	29	主营业务收入增长率	-5.85%	7.75%	27.27%	18.99%	22.31%	14.07%
非经营收益	0	1	1	-3	-3	-3	EBIT增长率	29.97%	23.61%	27.40%	-4.03%	17.88%	8.81%
营运资金变动	0	1	1	-20	-1	0	净利润增长率	48.83%	8.19%	32.97%	16.05%	23.87%	7.49%
经营活动现金净流	0	45	59	44	79	91	总资产增长率	16.38%	2.91%	34.12%	110.63%	9.74%	9.68%
资本开支	-44	-21	-34	-50	-50	-55	资产管理能力						
投资	2	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	133.3	132.9	111.2	130.0	130.0	130.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	79.8	85.6	76.7	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-42	-21	-34	-51	-50	-55	应付账款周转天数	263.8	246.8	208.9	210.0	210.0	210.0
股权募资	5	0	0	433	-15	0	固定资产周转天数	92.8	103.4	114.7	114.3	107.4	105.7
债权募资	22	-12	10	-22	0	1	偿债能力						
其他	-1	7	-8	-1	-13	-14	净负债/股东权益	-6.15%	-21.02%	-29.48%	-73.56%	-70.32%	-68.43%
筹资活动现金净流	26	-5	2	410	-28	-13	EBIT利息保障倍数	31.3	47.4	46.0	-9.7	-5.8	-6.2
现金净流量	-16	18	27	403	1	22	资产负债率	66.25%	57.47%	58.65%	28.88%	32.11%	33.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室