

2010年08月25日

TMT - 通讯设备

公司深度研究报告

收盘价: 19.85 元

目标价: 32.0 元

# 盛路通信(002446)

## 走出去, 才发现天空如此广阔

**投资评级: 买入 (首次评级)**
**TMT 研究组: 吴炳华**

执业证书编号: S0890210070002

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

**联系人:**

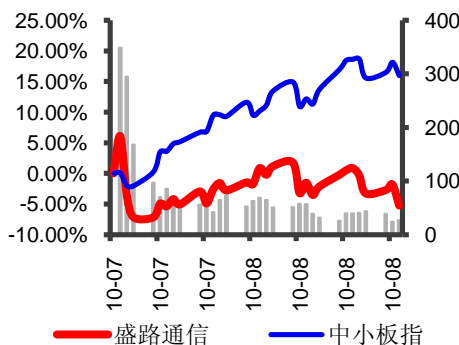
电话:

邮箱:

### 公司基本数据

总股本(万股)	10215
流通 A 股/B 股(万股)	2080
资产负债率(%)	30.9
每股净资产(元)	6.12
市净率(倍)	3.43
净资产收益率(加权)	8.3%
12 个月内最高/最低价	23/18.65

### 股价走势图



### 相关研究报告

### ◎独到见解:

- 1、我国的微波天线市场占比仅为 5%，而以国内公司的竞争优势，未来微波天线占比将达 40%-50%。因此，我国微波天线业的成长空间有 10 倍以上。
- 2、公司在国内微波天线子行业的先发和技术优势明显，该项业务在未来 3-5 年有望复制华为和中兴外贸收入的高增长，收入年均复合增长将达 100%，因此其长期成长空间基于行业。

### ◎投资要点:

◆ **公司业务结构持续优化。**公司主营通信天线及射频产品，属于通信设备制造业。主导产品为通信基站天线、高性能微波通信天线、终端天线等，其中高性能微波天线的毛利率最高，盈利能力最强。过去三年微波天线业务增长迅速，公司的收入结构得以优化，未来公司微波天线领域的爆发式增长将继续优化公司的业务结构。

◆ **天线需求保持旺盛，微波天线子行业面临爆发式增长。**国内通讯基站投资经过 08 和 09 年的高速增长后未来将出现回落，室外基站天线的增速也随之回落。但受益于 3G 的网络覆盖室内基站天线仍将保持 30% 的高速增长，终端天线因为移动互联网终端设备的广泛应用而保持 10% 以上的持续增长。国内微波天线领域则因为其特殊性而在未来 5 年左右迎来爆发式增长。

◆ **公司微波天线业务与华为和中兴外贸的黄金阶段相似。**公司微波天线（市场主要在国外）产品系列齐全、技术和国际水准接近，而售价仅为国外同类产品的 40% 左右，其背景与华为和中兴外贸的黄金阶段极为相似。明显的性价比优势和公司逐渐丰富的外贸经验将驱动微波业务的爆发式增长，微波业务 100% 的年均复合增长有望保持 3 年以上。

◆ **未来业绩持续高增长概率高。**预计公司 2010 年-2012 年的收入和净利润分别 4.74 亿、6.47 亿、9.06 亿和 0.52 亿、0.82 亿、1.19 亿。EPS 分别为 0.52 元、0.80 元和 1.17 元，对应的 PE 估值为 40.5 倍、26.2 倍和 18.0 倍，优势不明显。高增长可期，PEG 估值合理定价 32 元，给予首次买入投资评级。

◎ **风险提示:** 经营能力、技术水准和贸易保护主义或是公司的三个风险源。

主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	392	474	647	906
同比增速(%)	27%	21.1%	36.5%	40.0%
净利润(百万)	41.6	51.8	82.2	119.4
同比增速(%)	33.0%	24.5%	58.8%	45.3%
每股盈利(元)	0.55	0.51	0.80	1.17
市盈率(倍)	38.53	38.92	24.68	16.98

## 内容目录

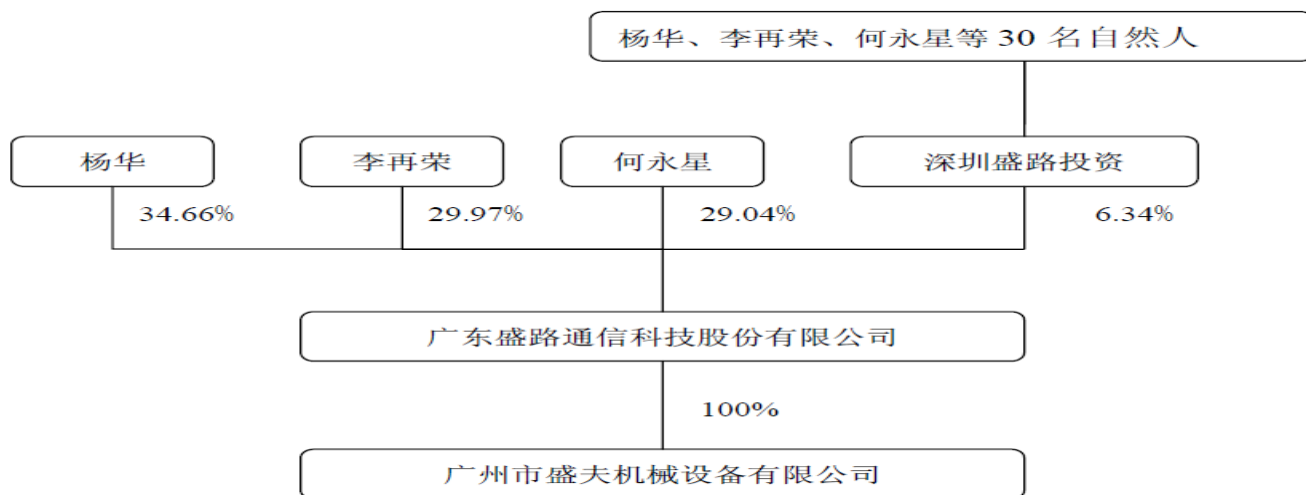
<b>1. 管理高效，业务结构持续优化</b> .....	3
1.1 机制灵活、管理高效.....	3
1.2 业务结构将持续优化.....	4
<b>2. 天线需求旺盛，微波天线面临重要机遇</b> .....	5
2.1 国内微波天线的增长空间巨大.....	5
2.2 基站天线冷暖不一，但整体依然稳健增长.....	7
2.3 通讯消费需求的多样性持续助推终端天线市场的发展.....	8
<b>3. 微波天线面临爆发增长，公司持续引领国内天线市场</b> .....	9
3.1 技术先行，引领国内企业微波天线国际化.....	10
3.2 经验丰富，国际市场试水阶段行将结束.....	11
3.3 资源充足，抢占市场份额的准备已经就绪.....	12
3.4 爆发将至，复制华为中兴鼎盛时期即将启程.....	13
<b>4. 公司预测和估值</b> .....	15
4.1 核心假定.....	15
4.2 财务预测.....	15
4.3 估值比较和合理定价.....	16
<b>5. 风险分析</b> .....	16

## 1. 管理高效，业务结构持续优化

### 1.1 机制灵活、管理高效

广东盛路通信科技股份有限公司前身为三水市盛路天线有限公司，成立于 1998 年 12 月 23 日。主营通信天线及射频产品，属于通信设备制造业。主导产品为通信基站天线、高性能微波通信天线、终端天线等。最初由 5 位自然人合伙，此后虽然经过多次股权的变更，直到最后引入深圳盛路投资，但是在过去的 12 年中公司的实质持股人全为自然人，盛路投资也是由包括当前三大自然人股东在内的 30 位自然人持股。因此公司始终为纯自然人控制的民营企业，公司的这种民营体制在一定程度上决定公司高效灵活的运作体制。

图 1：上市前公司的股权为 30 位自然人拥有



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

这种纯自然人持股的民营体制造就公司管理的高效率，多年来公司在通信行业练就了快速的市场反应能力。这种灵活机制、管理高效的能力体现在以下几次机会：**一是政策把握精准**。2004年底，公司抓住国家“村村通工程”政策的出台，快速调整策略，大幅度投入八木天线，结果赢得2005年业绩的快速增长，而且当年八木天线收入占比达公司收入的55%。**二是市场认识前瞻**。管理团队准确地意识到通信天线的发展趋势，早在2005年公司就加大了对高附加值的基站天线、高性能微波通信天线的研发力度，提高了自主创新，并将技术优势转化为产品优势，顺利完成从低端产品到高端高附加值产品的升级，竞争力得以提高，高端产品进入国际市场，业绩稳步提升。2007-2009年，基站天线的销售收入分别增长73%、21.74%、52.44%；收入占比达公司的55%，这再次体现公司管理层超前的市场反应能力。**三是国际蓝海先行**。公司国际化视野迎来微波天线的国际市场蓝海先行的优势，其不但重视吸取国际先进的管理理念，而且在顺利通过国家级“标准化良好行为企业”AAAA级认证同时赢得多项质量和环境的国际认证体系。为公司的产品进入国际市场扫除各种障碍，

微波通信天线2007年实现销售收入3778万元，2008年和2009年实现销售收入同比增长分别为35.33%和40.26%。借助国际市场，公司未来增长将加速，而这恰好是公司的最大亮点，走出去，公司会发现原来天空是如此广阔。

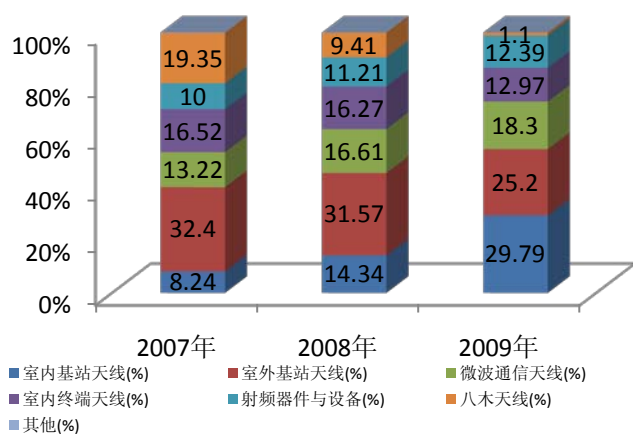
公司 IPO 后的股权结构虽然发生变化：杨华 25.84%、李再荣 22.34%、何永星 21.65%、深圳盛路投资 4.72%，公众持股 25.45%。但公司的核心管理层仍为公司的自然人股东，因此我们判断公司未来高效灵活的管理能力将持续体现。

## 1.2 业务结构将持续优化

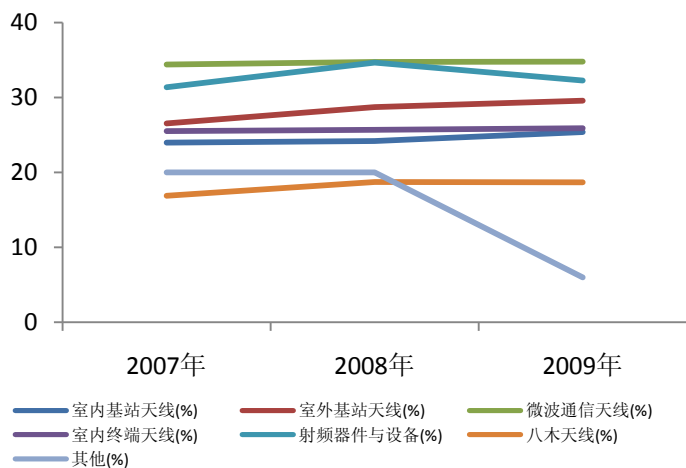
公司经营通讯设备，主要业务包括天线和射频器件，其中天线是核心业务，占比达 87.6%。天线主要分为四大类：基站天线、微波天线、终端天线和八木天线，其中基站天线细分为室内和室外两种。此外公司还有射频器件和设备产品及其他，两者占比目前为 12.6%。

图 2：公司业务结构和各业务的毛利率情况

### 一、产品结构构成



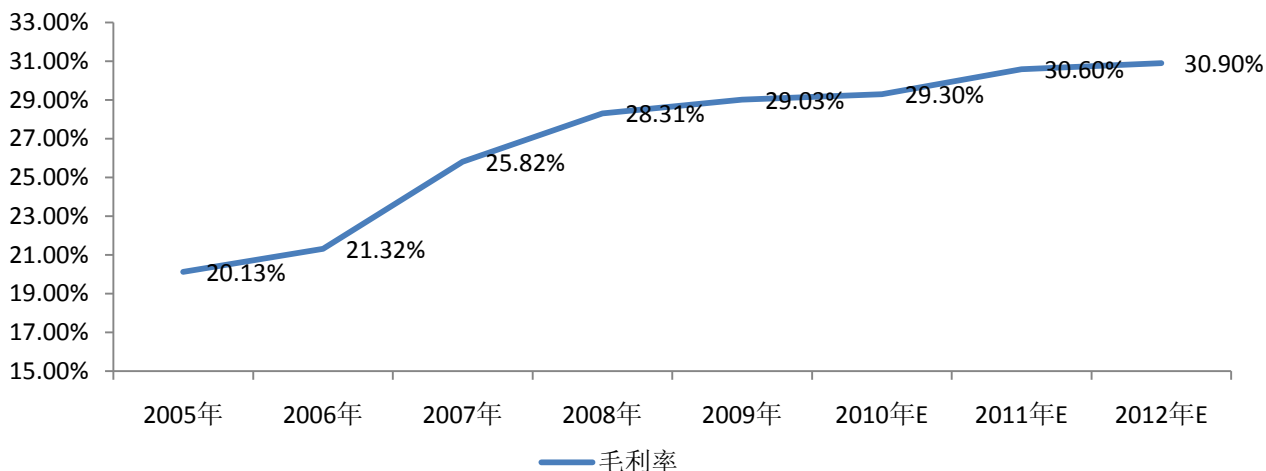
### 二、各产品的毛利率水准



资料来源：公司招股书、华宝证券研究所

上图已经显示公司业务结构出现了大幅度改善，特别是毛利率水准高的基站天线和微波天线的收入占比持续增加，从而带动了公司整体毛利率的持续上升。由于微波天线是公司毛利率最高的业务，而且公司未来募投项目的重心即是微波天线，这不但再次体现公司对行业的前瞻性把握，同时也暗示公司未来的绩效依然有持续上升的空间。过去五年公司的毛利率已经出现大幅度上升，根据我们对公司业务特别是微波天线业务的预测，未来三年公司的整体毛利率水准有望由现在的 29.1%逐步上升到 30.9%；同时由于公司的规模效应显现将导致公司的经营效益进一步提高。公司的经营净利润将由目前的 10.6%逐步提高到 13.2%。

图 3: 公司业务结构持续优化, 经营绩效还将逐年上升



资料来源: 招股说明书、华宝证券研究所

## 2. 天线需求旺盛, 微波天线面临重要机遇

天线行业属于通讯设备制造业的细分子行业, 其未来前景和通讯业的发展紧密关联。全球通信设备制造业经过近二十年的历程, 目前仍处于高速发展期, 市场容量仍大。一方面由于通讯业地区发展的不平衡促使发展中经济体加大对通讯业的投入, 提振通讯业增速; 另一方面当前全球性的通讯网络升级推进通讯业的需求增长。因此作为通讯设备子行业的天线行业必然持续地从中受益, 天线需求继续保持旺盛。

按其在通讯网络中的作用天线大致可分为三类: 网络覆盖类的基站天线、通信传输类的微波天线和接收类的终端天线。各类天线可进一步划分: 基站天线主要分为室外基站天线和室内分布天线(即室内基站天线)两种; 微波天线按照技术性能可分为普通型微波通信天线、高性能微波通信天线和超高性能微波通信天线; 终端天线, 主要包括手机天线、无线网卡天线、移动数字电视天线、GPS 天线等。从国内的角度讲, 国内通讯基站投资经过 09 和 10 年的高速增长后未来增速将出现回落, 室外基站天线的增长也随之回落, 但受益于 3G 的网络覆盖室内基站天线仍将保持 30%左右高速增长。终端天线因为移动互联网终端设备的广泛应用而保持 10%左右持续增长。而国内微波天线领域则因为其特殊性而在未来 5 年左右将迎来爆发式增长。

### 2.1 国内微波天线的增长空间巨大

通信传输分为三类, 光纤传输、微波传输和卫星传输。在国外, 由于土地私有微波传输是唯一经济型选择, 美国 70%的长途电信、日本全国 50%的长途电话和 90%的电视传输均采用数字微波传输, 英国、德国、意大利、瑞典等国也高达 95%以上采用微波解决基础传输, 因此海外微波天线市场巨大, 这与国内主要依靠光纤传输有很大的区别。

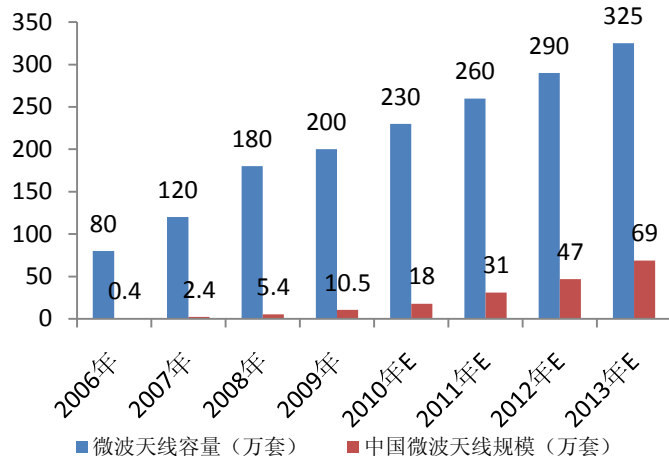
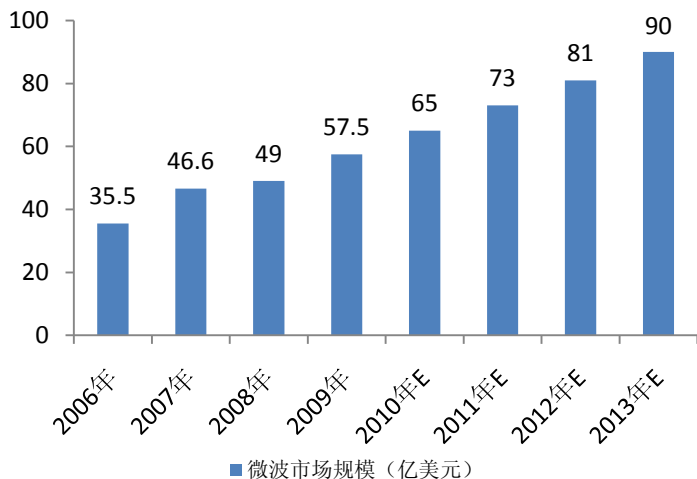
Infonetics 的数据显示: 微波通讯设备(其中微波天线占比略超 1/4)市场规模在过去的 4

年里平均复合增长高达 18%，由 2006 年的 35 亿美元快速增长到 2009 年 57.5 亿美元。2010 年一季度的数据显示微波市场规模达到 14 亿美元，虽然较 09 年四季度有 10% 的下滑，但是较 09 年同期有 15% 的增长，我们预计微波通讯设备市场在未来 3 年仍将保持平均 12% 左右的复合增长，2013 年市场规模达到 90 亿美元，其中微波天线市场规模超过 21 亿美元。

图 4：微波市场规模和微波天线容量及预测

一、微波市场规模增长（单位：亿美元）

二、国内微波天线增长大幅度超越整个市场的增长（万套）

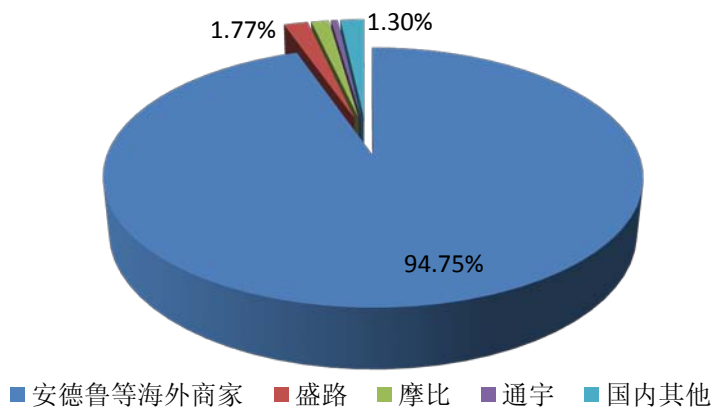


资料来源：Infonetics、招股说明书、华宝证券研究所

全球看，微波天线近几年的产销量规模持续高速增长，虽然受金融危机影响 09 年整体增速出现一定的下滑，但是依然维持 10% 以上的增长。未来随着微波通讯的广泛应用，微波天线产销量规模将持续大幅度增长（图 4、二）。

在我国，微波天线市场因为国内一直以光纤光缆传输为主体，因此微波天线的发展相对迟滞，直到 2006 年我国才开始有批量微波天线生产，之后大幅度增长。截止 2009 年我国微波天线规模为 10.5 万套，全球比例略超 5%（图 5）。

图 5：本土天线企业占世界微波天线市场的份额很小（2009 年）



资料来源：招股说明书、华宝证券研究所

由于微波性能好，传输容量大等优点，国内微波天线应用逐步推广；另外，国内本土天线厂商经过持续的进口替代后，在微天线领域的技术也不断与国际水准接近，而国内的成本优势依然明显。目前的本土微波天线市场与中国主设备商（华为、中兴）在上世纪末面临的国际市场环境极为相似。因此中国微波天线高速增长时期将在较长时期内延续，而且其主要市场在海外。我们预计 2013 年前后中国微波天线将占全球的 20% 左右（图 4、二）。

从更长远的角度判断，我们认为中国微波天线市场占比仅 5% 的份额与中国通讯主设备商占比 42%（2009 年）份额极不相称。因此长期看本土微波天线市场有望抢占世界市场的 40%-50%，静态看本土微波天线有 8-10 倍增长空间，这还没有考虑微波天线本身还处于快速度增长时期的因素，因此微波天线业未来的增长空间将超过 10 倍。

## 2.2 基站天线冷暖不一，但整体依然稳健增长

在基站天线领域，目前国内天线厂家已经基本完成了进口替代的过程，国内需求的基站天线超过 70% 由国内商家供应，而这在 2000 年之前国外品牌占主导地位。未来我国天线厂商面对的是国际大市场的比拼，虽然基站天线市场整体增速趋缓，但依靠其高性价比国内基站天线增速仍可快于国际市场，实现稳健增长。

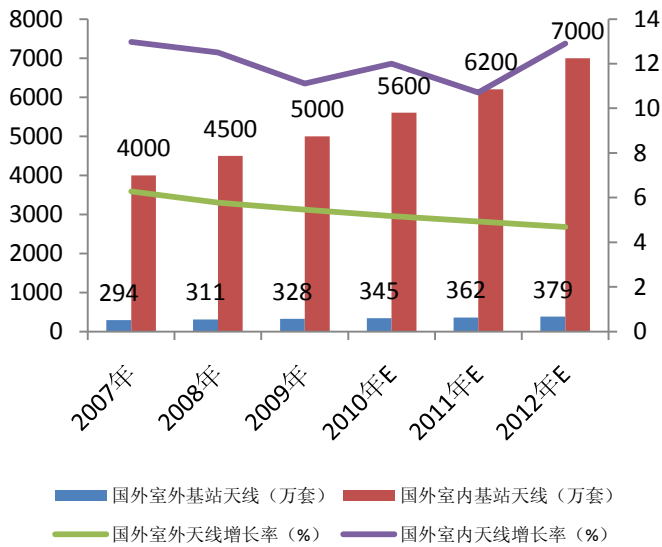
覆盖类天线基站天线分为室外基站天线和室内分布天线两类。这两类天线目前和未来的景气度高低有较大的落差：

**海外市场**，室外基站天线增速明显低于室内基站天线，最近三年室内基站天线的增速是室外基站天线的两倍以上。由于发达国家的通信发展到相当的成熟程度，因此通信室外基站的需求主要包括其新需求和发展中国家通讯网络建设的需求。而对信号质量需求的提高和网络的持续升级则对贴近于用户端的室内基站天线需求保持较强劲的增长。预计未来三年国外市场室内、外基站复合增长分别为 11% 和 5%（图 6、一）。

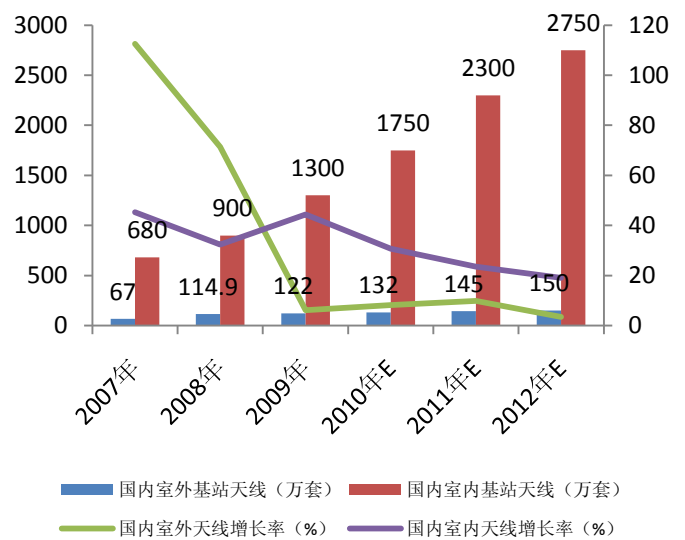
**国内市场**，由于电信投资的周期性对室外基站建设产生显著的影响，因此与室外基站关联密切相关的室外基站天线的需求也具有明显的周期性。经过 08 和 09 年目前电信投资的高速增长，基站集中建设将不断减缓，未来基站天线的增速将出现回落，甚至在个别年份可能出现负增长。室内基站天线在室外基站天线大幅度增加时具有建设的滞后性，而 3G 网络信号覆盖效果和范围因为室内基站天线的滞后影响而没有达到理想状态。因此国内也将持续针对贴近用户和满足客户需求而加大室内天线的投资。据此，我们认为国内室内、外基站天线需求未来三年复合增速分别为 31% 和 8%（图 6、二）。

图 6: 国内外基站天线市场需求及预测

一、海外室外、室内基站天线市场需求及增长率



二、国内室外、室内基站天线市场需求及增长率



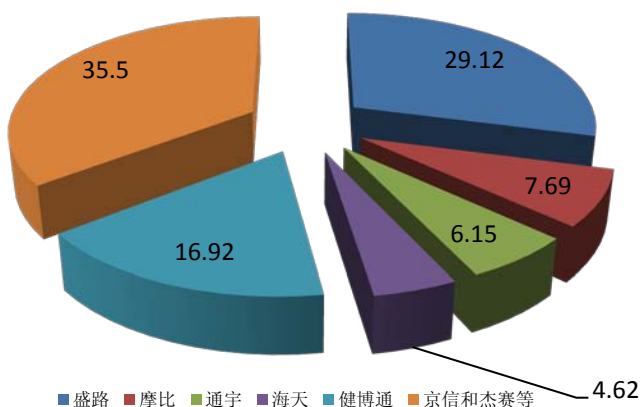
资料来源: 招股说明书、华宝证券研究所

资料来源: 招股说明书、华宝证券研究所

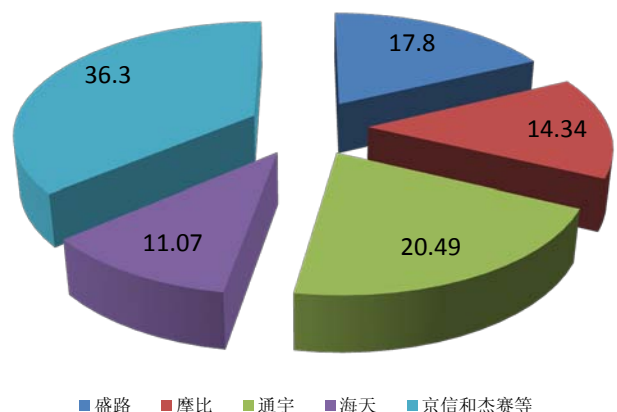
基站天线国内市场已经占全球份额四分之一左右, 考虑到天线市场国产化率在 70-80%, 本土企业的全球份额也在 20%以上, 因此面临全球竞争的中国厂商虽然具有较好的性价比优势, 但未来成长的空间相对于微波天线较小, 所以行业增长趋于稳定。另外, 国内市场的格局相对稳定, 且具有相当的集中度 (图 7), 前四大或五大厂商占比均超过 63%, 因此竞争格局相对稳定, 单个公司远远超越行业增长的概率相对较低。

图 7: 国内室内外基站天线市场份额图 (2009 年)

一、国内室内基站天线的市场格局 (%)



二、国内室外基站天线的市场格局 (%)



资料来源: 招股说明书、华宝证券研究所

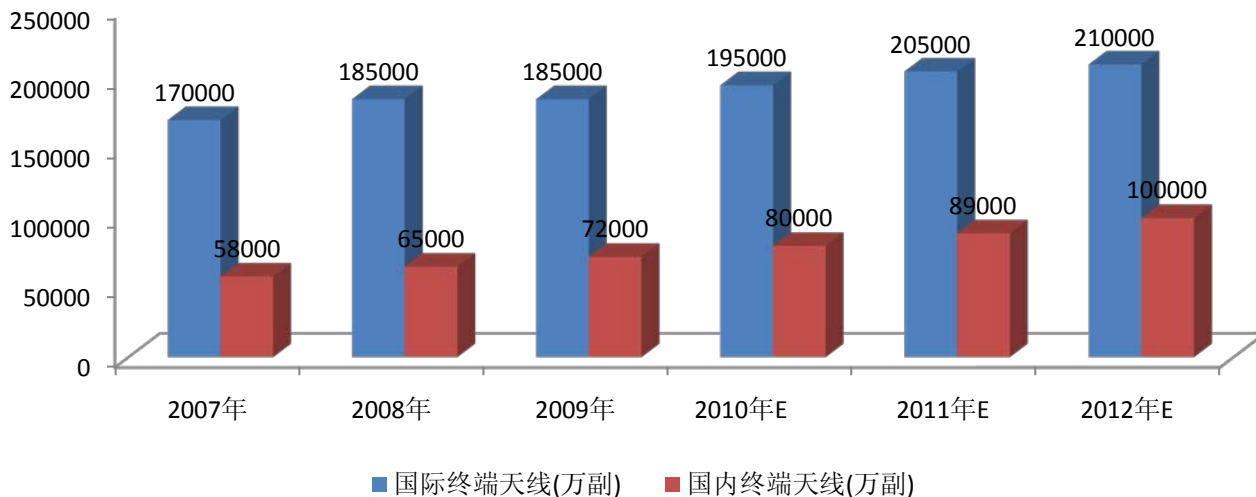
### 2.3 通讯消费需求的多样性持续助推终端天线市场的发展

在终端天线领域, 我国厂商早在 07 年就已经覆盖了国内的需求, 09 年国内产能 8 亿副,



而实际的需求是 7.2 亿副，因此国内终端天线实际已经处于净出口状态。海外市场近几年的增长已经变得缓慢，预计未来的增长难以超过 10%，国内因为终端的升级换代和需求的多样化以及终端应用(如手机等)仍有提升空间，因此市场容量依然有望出现持续超过 10% 的增长率。我们预计未来三年国内外行业需求的复合增长率分别为 5%和 11% (图 8)。

图 8: 终端天线国外和国内市场容量及预测



资料来源：招股说明书、华宝证券研究所

由于终端天线厂商竞争充分，市场分散，因此大多数公司的市场份额极低，即使是较大的天线厂商。如盛路通信市场占比仅 1.04%，而摩比天线、通宇和健博通等规模相对较大的天线厂的市场占比尚不足 1%，市场份额集中在 0.4%-0.6%之间。因此在竞争充分，同时相对成熟的终端天线领域任何公司均难以大幅度提升自身的市场份额。我们判断大多数公司的增长将随着市场出现稳步增长。

### 3. 微波天线面临爆发增长，公司持续引领国内天线市场

盛路通信长期以来领跑国内天线市场，其中室内基站天线国内占比近 30%，位居市场第一；室外基站天线占比 17.8%，处于第二；终端天线占比虽然较低，但位置居于前列。始于 05 年研发的微波天线在 07 年产生收入，并经过三年的国际化经验积累后 09 年的收入较 07 年增长接近一倍，同时，公司也是该领域市场份额最大的国内微波天线企业。横向分析公司天线的各个领域，显示其国内天线行业的领导地位业已确立。

纵观公司的历史：从抓住八木天线国家政策的机遇迎来大发展，到加大研发基站天线后出现的基站天线业务的持续大增长，直到现在着力于高性能微波天线业务可以判断公司领跑国内天线市场并非偶然，其内在机制是公司保持常胜的关键。如今，公司加大投入的微波天线业务即将进入爆发时期，这种爆发时期与华为和中兴外贸的鼎盛时期具有异曲同工之妙。因此盛路通信的微波天线业务复制华为和中兴海外业务的高速增长长期近在眼前。凭借

微波天线业务的高速增长，未来公司在天线领域将维持强势的竞争地位，持续成为国内天线业的领跑者。

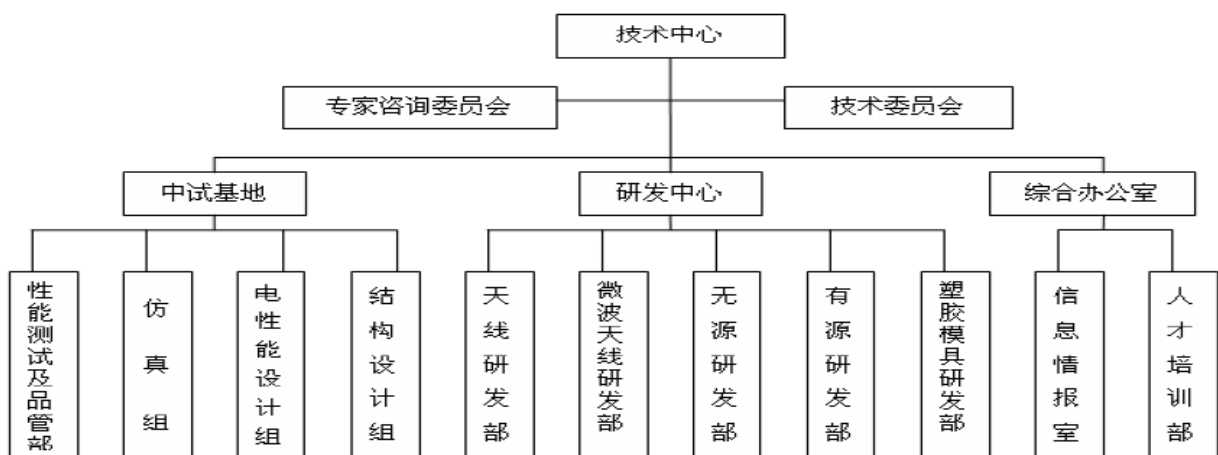
### 3.1 技术先行，引领国内企业微波天线国际化

顺应公司技术升级和产品更新换代，公司早在 2005 年就已对微波天线进行研发。经过一定技术储备后公司 07 年该业务产生收入，到 09 年该业务的收入较 07 年接近翻番，而其中 80% 以上的收入来源与国外。微波天线深入国际化持续依赖于公司技术领先：公司在微波领域的人才储备、研发设施、创新机制、研发成果和未来研究方向等方面表现优异，领先国内并持续缩短与国外优秀厂商的差距，成为国内企业微波天线国际化的领路人。

**人才先行、设施先进。**引进技术专家，持续扩充研发队伍：06 年就聘任美籍华人汪宁清博士为高级顾问和技术专家，凭借其 with NEC 充分的技术交流使公司产品进入当前第二大微波系统供应商 NEC。加大对研发团队的建设，持续增加研发人员，在收入规模不断扩大的同时保持研发投入/收入比在 5% 以上。先进的微波天线配套实验设施：公司拥有一个 900 余平方米的大型室内微波测试暗室、五个标准微波屏蔽室、一套标准远近场测试系统、一套 3D 暗室测试系统，主要研发测试设备 57 台。是华南地区最好、达世界水平的微波试验场。

**完善的研发创新体制。**坚持自主研发和“引进—吸收—创新”的技术改造之道，不断提高公司的技术水平，引领行业发展方向，形成以市场推动的、具有创新能力的技术创新体系。公司技术中心专门配备微波天线研发部及配套的机制。

图 9：公司的研发创新组织架构



资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

技术成果部分达到国际先进水平。经过技术研发的积累，公司部分微波天线技术达到国际先进水平。其中 18GHZ 高性能板状反射面天线和短焦低轮廓超高性能天线已达到国际先进水平。其中因为短焦低轮廓超高性能天线技术的领先优势使公司 09 年成为意大利 SIAE 公司在国内微波天线的唯一首选供货商。公司目前生产的微波天线系列产品已经覆盖国际上最常用的频段（6GHZ-40GHZ）。

表1: 公司微波天线系列产品已经覆盖最常用的频段

微波天线系列	后馈式单极化超高性能系列天线。工作频段: 7GHZ-38GHZ。 批量生产阶段 天线口径: 0.3m/0.6m/0.9m/1.2m/1.8m	批量生产阶段
	后馈式双极化超高性能系列天线。工作频段: 7GHZ-38GHZ。 批量生产阶段 天线口径: 0.3m/0.6m/0.9m/1.2m/1.8m	批量生产阶段
	微波天线合路器	中试阶段

资料来源:招股说明书、华宝证券研究所

**研发方向紧跟前沿。**国际上微波天线的发展方向是智能化、低噪声、高性能和高频段等。公司的研究方向具有前瞻性,已经在现已掌握的微波技术基础上,重点向40GHZ、60GHZ、70GHZ 高频扩展。着手高端卫星通信天线、微波雷达天线的研发。主要包括:工作频段40GHz以上微波天线、波导缝隙阵列天线、满足ETSI Class4的极高性能天线、高增益天线、并着手高端卫星通信天线、微波雷达天线的研发。

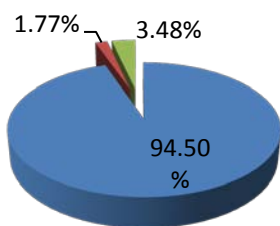
### 3.2 经验丰富, 国际市场试水阶段行将结束

公司在微波天线领域的5年经验让盛路清楚了微波天线市场的特点,意识到市场潜力并清楚自己在市场的定位。微波天线国内外市场的差异决定了市场的潜力在海外,因知己知彼盛路有能力打破市场的竞争格局;而对于目标市场盛路将实现全面覆盖。因此盛路国际市场试水阶段行将结束,挤占微波天线的市场份额如箭在弦。

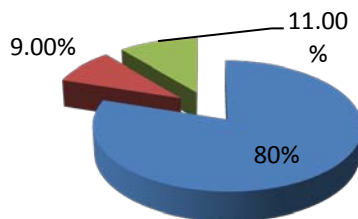
**打破市场竞争格局。**面对国内外市场的竞争对手,公司清楚自己的优劣势,而目前微波天线的市场竞争格局与中国通讯主设备市场占比42%很不相称。因此未来中国微波天线领域的市场空间巨大。当前虽然微波天线制造企业较多,但是具有自主开发能力,能够研发、制造高性能微波通信天线的公司,全球仅有6家:美国Andrew、法国RFS、西安普天、盛路通信、摩比、通宇。因此海外高性能微波天线市场的竞争格局就是这几家公司微波天线厂商之间的竞争。而相对国内竞争对手的技术和市场经验优势与相对于国外竞争对手的成本优势将造就盛路成为打破微波天线领域国外厂商占主导地位的市场格局的旗手。市场在2020年前后将最终演变成的市场格局是:中国厂商占比40%左右,其中盛路通信的占比有望达20%(图10)。

图 10: 未来微波天线市场格局的演变历程和各阶段盛路的占比

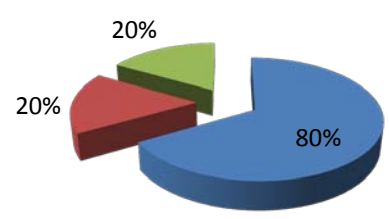
一、2009年微波天线竞争格局



二、2013年微波天线竞争格局



三、2020年微波天线竞争格局



■ 安德鲁等海外厂商 ■ 盛路通信 ■ 中国其他厂商

资料来源:招股说明书、华宝证券研究所

**全面覆盖目标市场。**从地域角度分微波通信天线的目标市场分为国内和国外市场。其在国内运用起步较晚，08 由于雪灾、地震对电缆和光纤的破坏使微波天线市场逐步趋好，但整体的市场规模仍小。而在国外因为微波传输是唯一经济型的信号传输方式，因此微波天线的主要市场在海外。公司微波天线主要出口，产品已覆盖国内外市场。从用户公司角度分，全球微波天线的需求者主要由微波通信设备商构成。公司已经开拓了包括 NEC、华为、中兴、Hyperlink、TRANGO、ANTEN、Relianc 和 SIAE 等用户。且公司因后馈式微波天线品种技术的优势成为日本 ANTEN 公司和意大利 SIAE 公司在华采购高性能微波天线唯一首选的供应商。公司已经开拓了除爱立信和诺西外的主要微波通信设备商，而两者的市场需求占比较高，合计 40%左右。现在盛路正积极与这两家公司进行商务洽谈，力争今、明两年完成爱立信和诺西的供应商资格认证。而一旦诺西和爱立信成为公司的客户，公司微波天线业务将出现爆发式增长。

**表 2: 目标市场厂商的需求占比及盛路的覆盖情况**

微波天线下游厂商	盛路目标客户覆盖情况
爱立信(24%)	尚未成为盛路的客户，这也是盛路最大的潜在客户。商务洽谈之中，11 年望成为公司目标客户。
NEC (23%)	已经为其批量供货，长期的合作者，随着合作的深入供货比重将不断提升。
华为 (19%)	中国本土的系统集成商，在性能达到的条件下，成本将是主要的考量因素，而盛路具有优势。
诺西 (17%)	尚未成为其供货对象，积极开拓之中，今年有望获得其供应商资格。
SIAE (3%)	应经成为其高性能微波供应商，盛路已成为其中国国内首选供应商。
CERAGON (3%)	已经为其供货商，未来有望持续深入合作。
其他 (11%)	多数厂商直接或间接成为了盛路的客户。

资料来源：华宝证券研究所

**挤占海外市场份额如箭在弦。**公司相对于国内竞争对手的优势是技术，而性价比优势是相对于海外竞争者的最大优势，性价比的悬殊必然引致下游客户不断转移订单。因此盛路抢占海外竞争对手的市场份额已如箭在弦。

### 3.3 资源充足，抢占市场份额的准备已经就绪

过去几年公司微波天线业务产能利用率接近或远超 100%，因此天线业务的发展主要受限于产能和资金。现在公司已经基本解决了原来资源不足的问题，我们认为公司在资源非常充足的支撑下微波天线业务受市场推动将不断抢占海外市场。其抢占市场份额的准备基本就绪：首先，公司重点投向是微波天线领域；其次，公司生产场地和产能足以支撑微波天线未来两年的持续翻番；再次，即使公司达产后仍不能满足市场需求，公司也有能力高效率地大幅度增加产能应付市场的需求。

**重点投向微波天线彰显公司长期战略意图。**公司共四个募投项目，但微波天线业务投向超过计划额的三分之一；而在 3 个产品项目中更是超过一半投向微波天线；另外只有微波天线业务才称为二期工程，另外的项目核心是改造。这可以看出公司计划：募资的重点是微波天线项目。这彰显了公司未来战略意图志在微波天线的大发展，同时这也是符合公司技

术升级，产品更新换代的业务结构持续优化的战略的。

表 3：公司募资的战略意图在微波天线项目

募投项目序号	募投项目名称	资金计划投入额（占比）
1	高性能微波通信天线二期工程技术改造项目	7500 万（40.2%）
2	移动通信基站天线技术改造项目	3750 万元（20.1%）
3	终端天线技术改造项目	3400 万元（18.2%）
4	增加公司流动资金	4000 万元（21.5%）
合计		18650 万元（100%）

资料来源：招股说明书、华宝证券研究所

**资源已经开始向微波天线业务倾斜。**公司资源已经开始有意识地向微波天线业务聚集。人力上，公司新招大学生和有经验的研究技术人员，重点研究微波天线技术；生产上公司除了老厂房 30 亩，新厂房有 120 亩，生产面积达 60000 平方米，微波天线达产后产能足够较现在增长 4-5 倍；同时销售上分两批人马，一批重点跟踪原有客户的扩展，另一批专盯尚未取得供应商资格的诺西和爱立信，预计今、明两年将产生效果。由此可见，公司实质已经在研发、生产和销售等各方面在人力、物力和财力上加大对微波天线的投入。

**超募资金将流向微波天线业务。**短期看，公司的微波天线募投计划资金足够支撑公司业务的持续高增长；但长期看，公司的产能是不能应付微波天线市场对公司的需求的。因此，我们判断以公司惯有的高效和灵活机制，公司在处理超募资金方面将大有可为。微波天线业务的最终的产能有望在募投计划产能达产后的基础上再翻两番。

总之，公司各方面的资源准备非常充分，已经为公司的微波天线抢占国际市场份额做足了准备，其市场份额的提升即将加速。

### 3.4 爆发将至，复制华为中兴鼎盛时期即将启程

经过分析公司微波天线业务的发展以及目前盛路微波天线业务所处的背景，我们发现其特征和与华为与中兴海外业务进入爆发期前夜极为相似。虽然公司的微波业务并不可等同于华为和中兴的通讯主设备业务，但其相似背景将一定程度推动盛路微波业务的高速增长。

**盛路当前环境和华为海外业务的高速增长期前夕相当。**盛路通信至少在以下几个方面与华为中兴海外业务爆发的前夜相似：1、技术水准和技术差距；2、成本优势和盈利水准；3、国际化前期准备和试水期；4、管理效率和机制；5、面临国际市场竞争格局。各项详细对比见表 4。

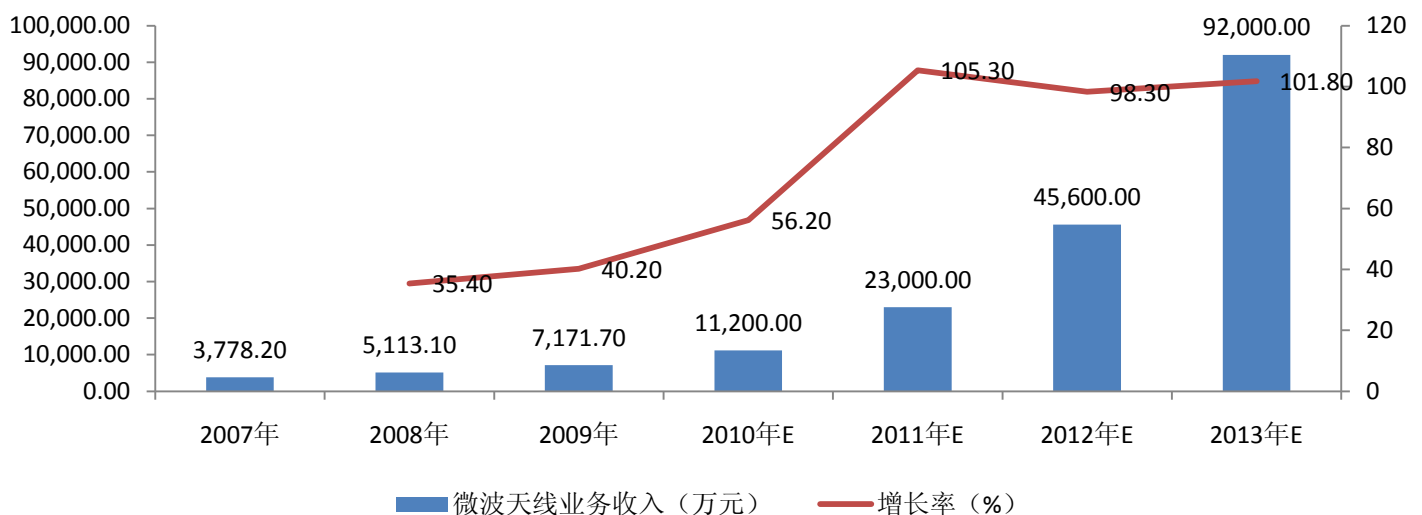
表 4: 盛路和华为与中兴海外业务爆发的特征对比

公司	管理机制	技术水准	成本优势	海外市场试水期	国际市场占有和主要竞争对手	高速爆发期
华为	民营性质管理高效机制灵活	部分产品水准与国外接近, 技术差距在不断缩短。	产品售价较国外竞争对手低 50% 左右, 成本优势明显, 同时公司还享有较好的毛利率, 盈利能力较强。海外竞争对手盈利持续下降	1996 年-1999 年之前有一定的技术储备, 公司在 1999 年产生 1 亿美元收入 (人民币 7 亿元左右), 4 年市场试水期。	国内主设备商占全球市场低于 5%; 主设备商的海外主要竞争对手: 爱立信、阿朗和诺西 (后来合并)、北电 (后来倒闭) 等几家。	2000 年-2005 年公司 2005 年收入达到 225 亿元人民币, 期间收入总规模增长 32 倍, 复合增长率超过 100%
中兴	国有体制管理效率相对偏低	与华为相似	与华为相似	1996 年-2000 年经过 5 年的国际市场试水期, 公司在 2001 年收入 4.09 亿元人民币, 落后于华为	与华为相似	2001 年-2005 年 2005 年的海外收入达 80 亿元人民币, 是 2001 年近 20 倍, 复合增长率超过 100%
盛路	民营体制管理高效机制灵活	生产的微波天线系列产品性能达到国际先进水平, 超高性能产品系列仍有一定差距, 但公司正在加强研发, 缩短技术差距	产品售价仅为国外竞争对手的 40%, 而微波天线的毛利率达 35%, 海外竞争对手毛利不及公司, 未来将持续受到冲击	2007 年-2009 年前期有技术准备阶段, 2007 年微波天线业务收入 3700 多万元, 2009 年近 7200 万, 复合增长近 40%, 3 年积累国际市场经验	国内微波天线市场占全球市场份额仅为 5.25%; 高性能微波天线主要的海外竞争对手安德鲁、RFS, 国内有西安普天、摩比和通宇 5 家公司	2010 年-2013 年 E 公司未来 3-5 年微波天线业务收入将实现持续翻番, 2012 年微波天线的业务有望达公司整体收入的一半 4.5 亿-4.8 亿元之间

资料来源: 华为中兴的国际化战略比较, 华宝证券研究所

微波天线业务未来增速大幅加快, 占比持续上升。盛路通信的微波天线业务面临行业的大发展机会, 同时由于公司的技术和市场经验的竞争力明显优于国内其他企业, 因此长期成长空间较行业成长的空间更大。

图 11: 盛路通信微波业务未来将持续大幅度增长



资料来源: 招股说明书、华宝证券研究所

而由于公司自身在微波天线领域的人力、物力和财力等的各项准备充分，因此公司的微波天线业务基本能够复制华为和中兴国际化增速最快的阶段，达到海外业务复合增速超过100%，并且这种速度保持3-5年时间。伴随公司微波天线业务的大幅度增长，微波领域的收入占比将持续上升，预计在2012年公司的收入将近一半来自微波天线业务。

## 4. 公司预测和估值

### 4.1 核心假定

核心假定：1、微波天线业务：基于公司在资源准备、技术领先（相对于国内企业）和高性价比（相对于海外竞争对手）的优势、市场开拓和产能的扩张根据判断结论公司的微波天线业务在未来3年复合增长率为100%。2、基站天线业务：由于电信投资的周期性，室外基站天线的需求市场增速下滑，公司随行业保持8%左右的复合增速；但室内天线业务因为靠近终端信号优化以及补网的需要仍将保持30%左右的复合增长。3、其他业务增速和行业保持一致。4、公司毛利率水准：微波天线依然最高，持续保持35%的水准；室外基站天线29%，室内基站天线26%，其他业务保持过去三年的平均水准。5费用情况：营业费用率6.2%，管理费用率9.8%，均略高前三年的高位。财务费用因为IPO融资前三年保持负值。

### 4.2 财务预测

表 5：财务预测表

(单位：万元)

年份	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	39179	47406	64710	90594
营业成本	27761	33535	44937	62598
营业税金及附加	220	284	388	544
营业费用	2414	2868	3915	5481
管理费用	3810	4646	6342	8380
财务费用	110	-80	-400	-300
资产减值损失	220	50	100	80
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	-19	0	0	0
营业利润	4625	6103	9428	13812
营业外净收支	288	150	250	250
利润总额	4912	6253	9678	14062
所得税	752	944	1461	2123
净利润	4160	5179	8216	11938
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4160	5179	8216	11938
EBITDA	6121	6913	10099	14799
EPS (元)	0.55	0.51	0.80	1.17

资料来源：华宝证券研究所

根据我们的核心假定,我们预测公司 2010-2012 年收入分别为 4.74 亿元、6.47 亿元和 9.06 亿元。分别增长 21.1%、36.5%和 40.0%。实现净利分别为 0.518 亿元、0.822 亿元和 1.194 亿元, EPS 分别为 0.51 元、0.80 元和 1.17 元。较上年分别增长 24.5%、58.7%和 45.3%。

### 4.3 估值比较和合理定价

2010 年-2012 年公司的 PE 估值分别为 38.92 倍、24.68 倍和 16.98 倍, 相对于可比公司的 13 家通讯设备类公司其 PE 估值具有优势, 特别是 2011 年动态 PE 估值优势明显。

在我们选取的 13 家通讯设备类的公司中有一些共同特点: 1、小市值(总市值在 20-40 亿元之间); 2、中小板公司的个股, 股本相对较小; 3、具有较好的成长性; 4、多数是次新股。因为以上原因我们认为他们之间可比性较强, 具体情况见表 6。

表 6: 可比公司 PE 估值水准横向比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
300078.SZ	中瑞思创	63.78	0.89	1.25	1.7	88.56	51.0	37.51
002017.SZ	东信和平	18.21	0.23	0.37	0.58	79.17	49.21	31.39
002089.SZ	新海宜	17.69	0.37	0.56	0.77	47.81	31.58	22.97
002115.SZ	三维通信	14.31	0.37	0.5	0.66	38.67	28.62	21.68
002231.SZ	奥维通信	12.95	0.24	0.17	0.2	53.95	76.17	64.75
002281.SZ	光迅科技	31.82	0.6	0.78	1.04	53.03	40.79	30.59
002313.SZ	日海通讯	37.93	0.69	1.12	1.5	54.97	33.86	25.28
002417.SZ	三元达	20.68	0.41	0.53	0.65	50.43	39.01	31.81
002446.SZ	盛路通信	19.85	0.41	0.51	0.8	48.41	38.92	24.68
300038.SZ	梅泰诺	22.46	0.52	0.66	0.79	43.19	34.03	28.43
300098.SZ	高新兴	36.7	0.86	1.008	1.25	42.67	36.40	29.36
300025.SZ	华星创业	25.13	0.59	0.53	0.72	42.59	47.41	34.90
300081.SZ	恒信移动	31.26	0.62	0.89	1.16	50.41	35.12	26.94
	平均值	27.15	0.52	0.68	0.91	53.4	41.7	31.6

资料来源: WIND 资讯、华宝证券研究所

公司 PE 估值具有优势是一方面, 而公司属于小盘成长股则是另一方面。我们坚持认为小盘、小市值的公司以 PEG 估值最合理。公司仅 1 亿股本, 同时总市值仅仅 20 亿元, 因此以 PEG 估值更为合理。鉴于公司高成长的概率极高, 我们认为公司 2011 年的动态 PEG 在 0.55-0.65 之间较为合理。公司对应的参考估值为 32.34 元-38.22 元。保守估值我们认为公司的合理价位为 32 元。

## 5. 风险分析

综合分析公司的业务我们认为公司的主要风险来源于以下几个方面:

- 1、随着公司规模扩张, 公司的人力、物力和财力均将出现大幅度增长, 特别是经过 IPO 融资后这种急剧的扩张考验管理层的经营能力, 公司管理层是否有足够的应对这



种局面并有足够的野心侵占海外微波天线的市场有待持续跟踪，因此管理能力不足或成为公司微波天线业务持续大幅度增长羁绊。

- 2、公司微波天线领域的技术目前国内处于领先地位，同时在微波天线系列产品中部分已经和国际水平相当，另一部分仍在追赶过程中，因此公司微波天线领域的技术是否能够保持这种国内领先，并持续缩短与国际最先进的技术之间的差距考验公司的技术开发能力。因此技术不能满足市场前进的步伐或成为公司进军国际市场的掣肘。
- 3、随着国内微波天线领域规模的扩张，特别是市场占比接近一定程度（如 30%或更高时。目前仅 5%的市场份额并不会引起贸易保护主义肆行），行业受到贸易保护主义的阻碍或导致公司微波天线业务的增长速度，进而导致公司整体业务增长受阻。



**机构业务部咨询经理**

地区	姓名	电话	手机
上海	陈康菲	021-50122485	13917175055
北京	程楠	010-67085220	15901391234
深圳	袁月	0755-36659385	15816896912

**投资评级的说明**

## - 行业评级标准

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%；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上；

## - 公司评级标准

买入：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在5-15%；

中性：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在-5-5%；

卖出：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于某种原因，不能对该公司做出股票评级；或研究员的研究尚未覆盖该公司的情况。

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。