

盛路通信：天线领域的“小华为”

看 2011 年海外、国内双管齐下

报告关键点：

- 📖 成长中的“小华为”：公司在微波天线领域部分产品已经可以和世界第一的安德鲁公司匹敌，目前国际份额仅1.8%，未来多年将会享受“进口替代”盛宴；
- 📖 多条“护城河”确保2011年业绩：诺西、爱立信、中国联通等重要新客户的突破，涉猎系统集成，产能瓶颈的根除，海外扩张；
- 📖 质朴严谨、志存高远的管理团队：行业历练20年，早年即将目标瞄准海外、力争“世界第三”，并逐年储备资源，不断提升管理水平与视野。

报告摘要：

- **产业格局：国外平稳增长，国内看微波与室内覆盖**
 - 海外的微波天线市场巨大，2012年市场容量约为80亿美金，每年以8%的平稳速度增长；
 - 国内市场的微波、室内天线增长较快，且两者未来三年依旧可保持20-30%的增长，稍遇重大项目（如军网、专网微波应急指挥，运营商应对恶劣自然环境的主备用方案等），就可能远超预期。
- **盛路通信：天线领域中，追赶者到领导者的蝶变期**
 - 在全行业来看，盛路通信具有较好的“综合成绩”：股东结构、地缘优势、公司治理、产品特点、客户资源、海外经验；
- **三问公司：市场大不大，技术难不难，竞争力强不强？**
 - 市场确保：多条护城河确保市场空间巨大。客户群突破（联通、诺西、爱立信）、产能提升（2009年因为产能掣肘主动放弃订单）、涉猎系统集成领域、海外主动扩张；
 - 门槛相当：该行业最大的门槛是资质和客户。可从行业主要竞争对手最少的都有10年公司经验得到反映；
 - 综合竞争力提升：公司在拓展海外意愿、研发投入、管理提升等方面与当年华为同出一辙，综合竞争力不断提升。
- **投资建议**

2010-2012年，公司的收入增长率为16.2%、44.4%、45.3%，利润增长率为31.4%、46.4%、43.6%，对应EPS为0.54元、0.78元、1.12元。由于明年业绩正向弹性较大，我们给予2011年40-45倍的PE，对应价格区间为31.2元-35.1元。相比目前21.98元的价格有42%-60%的溢价空间，首次给予买入-A评级。
- **风险提示**

国际对手的反应、技术追赶的速度、国际化经验的积累。

评级：**买入-A**

上次评级：

目标价格：**35.00 元**

期限：6 个月 上次预测：

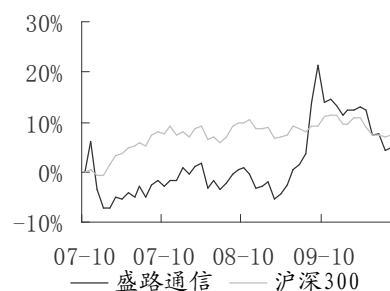
现价：21.98 元

报告日期：**2010-09-24**

市场数据

总市值(百万元)	2,245.32
流通市值(百万元)	457.18
总股本(百万股)	102.15
流通股本(百万股)	20.80
12个月最高/最低	18.65/26.25 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.72	1.29	12.17
绝对收益	6.85	4.92	4.92

研究员

黄文戈	行业分析师
010-66581635	huangwg@essence.com.cn
证书编号	S1450210030004
王学恒	行业分析师
021-68765357	wangxh2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	307.8	391.8	455.1	657.3	954.8
Growth(%)	7.8%	27.3%	16.2%	44.4%	45.3%
净利润	31.3	41.6	54.7	80.0	114.9
Growth(%)	8.2%	33.0%	31.4%	46.4%	43.6%
毛利率(%)	28.7%	29.1%	29.2%	29.6%	29.9%
净利润率(%)	10.2%	10.6%	12.0%	12.2%	12.0%
每股收益(元)	0.31	0.41	0.54	0.78	1.12
每股净资产(元)	1.34	1.75	7.07	7.85	8.98
市盈率	76.8	57.8	44.0	30.0	20.9
市净率	17.6	13.5	3.3	3.0	2.6
净资产收益率(%)	22.9%	23.3%	7.6%	10.0%	12.5%
ROIC(%)	9.8%	12.1%	11.6%	13.6%	13.5%
EV/EBITDA	-	-	34.6	25.7	18.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

1. 天线产业的格局：国外平稳增长，国内看微波与室内覆盖

1.1. 天线产品的分类

通信天线按照天线在通信网络中的应用，可分为网络覆盖类天线、通信传输类天线和终端接收类天线。其中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) 室外天线：室外基站天线主要有机械全向天线、预制电下倾全向天线、单极化定向机械天线、双极化定向机械天线、双极化定向预制电下倾天线和双极化定向电调天线等；

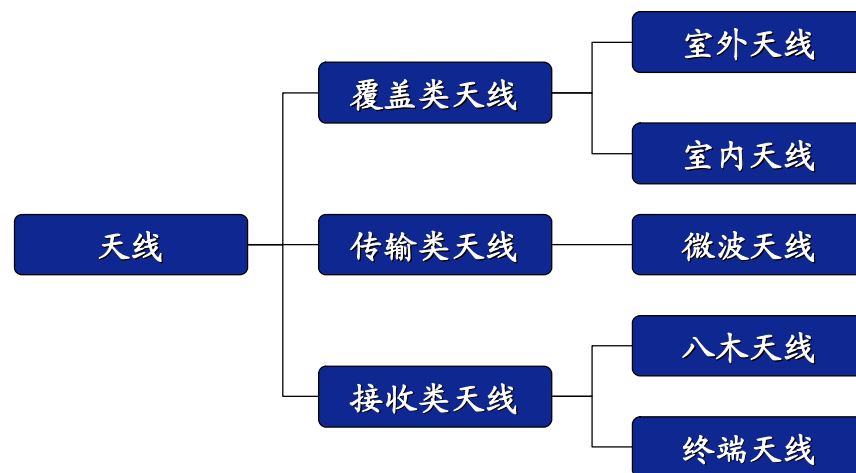
2) 室内天线：室内分布天线主要有吸顶天线、壁挂天线、对数周期天线等。此外，还有一些用于特殊情况下的天线；如用于覆盖地铁和隧道的，泄漏电缆、无线直放站常用的栅格抛物面天线等；

3) 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。高性能和超高性能微波通信天线在克服电磁干扰、保证通信质量方面效果更好；

4) 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；

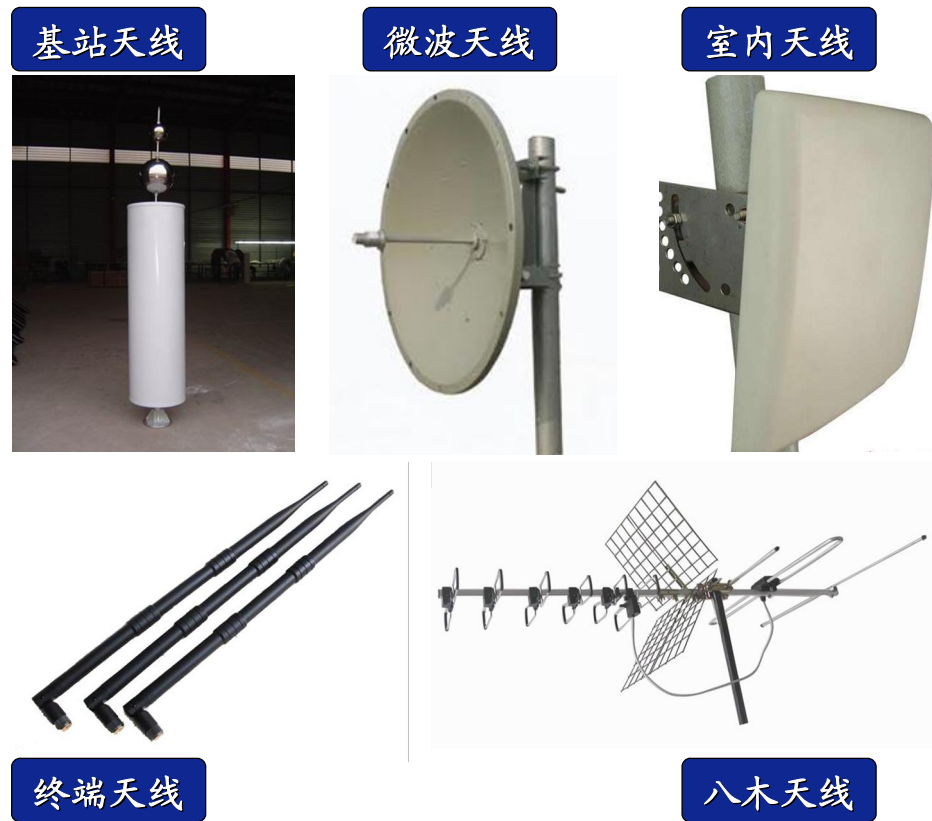
5) 八木天线：八木天线主要是通过通过与固定电话相连，架于室外用于接收和传送信号，实现固定电话的远距离无线传输。由于新技术如 TD 无线座机在快速普及，该类天线的市场需求在逐步下降。

图 1 天线的分类



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 2 天线产品图例



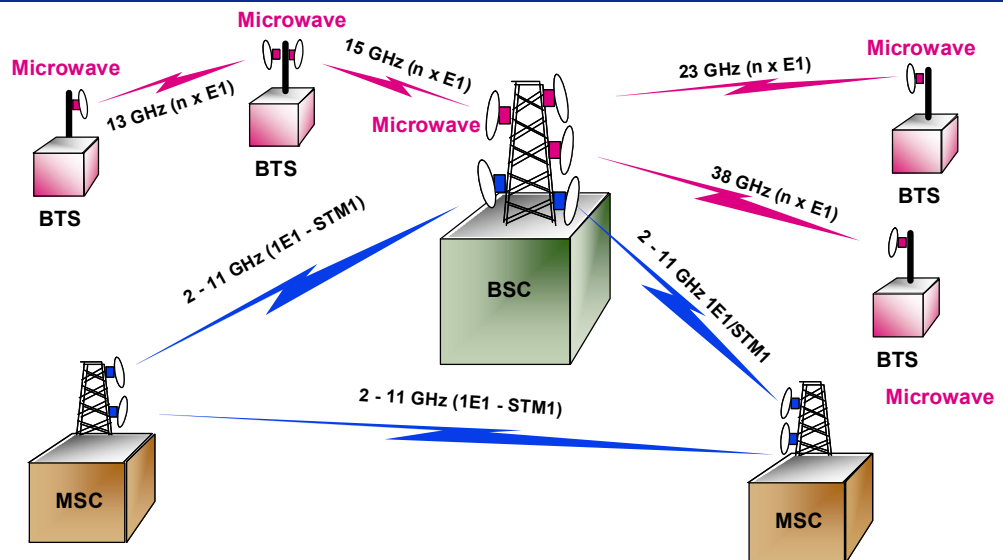
资料来源：互联网，安信证券研究中心

1.2. 海外市场：微波天线市场巨大，平稳增长

简单来说，微波是一种电磁波，微波射频为 300MHz ~ 300GHz，是全部电磁波频谱的一个有限频段。

微波通信区别于有线通信（如光纤），被广泛应用于无线传输领域。

图 3 微波通信原理示意图



资料来源：安信证券研究中心

与有线传输相比，微波通信最大的特点是部署简单，成本低，不需要投入较高的成本在基站、基站控制器、移动交换机之间做大规模的土建工程和埋放光缆。其不足

也主要有三:

- 1) 对于特殊天气、特殊地形的抗干扰能力不如有线传输;
- 2) 做大容量数据接入和有线方式比仍有较大差距;
- 3) 后期的维护成本相对较高(如雨雪等恶劣天气的维护)。

微波传输在土地私有化国家是唯一经济型选择,微波天线在发达国家应用比较广泛,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。近年来,印度、印尼、巴基斯坦、越南等新兴国家移动通信业发展迅速,成为微波传输系统集成商的重要市场。

从全球市场看,2008 年全球数字微波通信市场规模约为 60 亿美元,美国微波专业公司哈里斯公司经调研后预计:受益于全球移动带宽的普及与升级,微波通信将在未来 4 年保持 8%的增速,到 2012 年将达到 80 亿美元左右的市场规模。

表 1 海外微波天线的需求情况

微波天线(万套)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
国外市场需求	120	180	200	400	520	680
增长率		50%	11%	100%	30%	31%

资料来源:招股说明书(华夏工程顾问有限公司,天高来福信息咨询有限公司),安信证券研究中心
注 1: 2010 年后,表中统计口径不同(09 前的国外市场需求数据为高性能微波天线市场容量,10 后数据为微波天线市场容量)

相比盛路通信的产能,海外微波是巨大的。公司的微波天线销售收入在 2007-2009 年,仅占全球市场份额的 0.9%, 1.6%和 1.8%。

1.3. 国内市场: 微波、室内天线增长较快

1.3.1. 微波天线

2008 年 5.12 大地震,中国移动 6039 公里光缆被毁坏,4457 个基站停止工作。四川的通信严重堵塞,灾区通信完全中断,面对严峻形势,中国移动表示,对比国外经验,中国移动未来将采用微波、卫星等多种通信传输方式。我国通信网络的现实问题是光纤使用较多,灾害发生时很容易损坏,因此光纤与微波、卫星传输手段一定要并存,这是网络建设必须考虑的因素。

2008 年中国移动打破依靠光缆传输的惯例,各省分公司开始采购微波,微波中继传输市场呈现出复苏的迹象。2009 年受电信重组、3G 发牌以及国家拉动内需的积极作用,微波天线市场规模持续增长,近三年保持了较快增长。

表 2 国内微波天线的需求情况

微波天线(万套)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
国内市场需求	3.5	5.7	10.8	15.8	25.4	40.6
增长率		63%	89%	46%	61%	60%
主要厂家产能	2.9	6.8	10.5	12	23	36

资料来源:招股说明书,安信证券研究中心

用户正成为驱动运营商进行网络与业务变革的推动者,随着视频、游戏、SNS 等数据业务日受青睐,3G 运营、宽带提速、移动互联网战略正渐入佳境。而全球颇具智慧的运营商绝不会忽视一个数据:3G 时代,70%的业务量将发生在室内,而这其中 90%为数据业务。但全球运营商也面临一个共同的问题:3G 有限的覆盖水平和高昂的建设成本使其不得不借助 Wi-Fi 这样的新技术来补盲和扩容,以进一步满足带宽需求、提升用户体验。

1.3.2. 室内天线

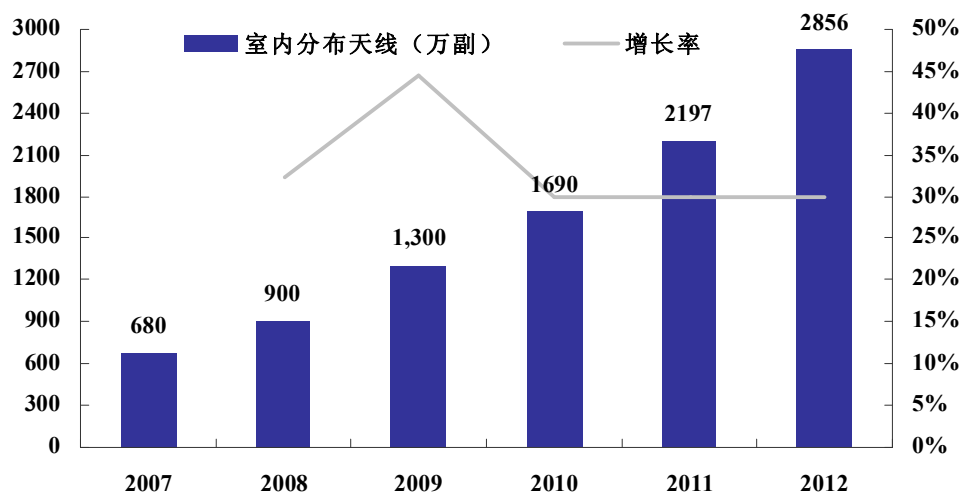
未来三年,我们预测,室外基站的增量会有所减少,但室内基站(BBU+RRU)的数量依旧会有较大程度的增加。

根据日本 NTT Docomo 的经验(这个数据也在行业里被广泛引用): 3G 时代, 70% 的业务量将发生在室内, 而这其中 90% 为数据业务。

截至 2010 年中, 国内 3G 用户仅为 2520 万, 预计明年年底将达到 1.2-1.5 亿。这均需要具有大吞吐量的数据接入设备支持。

我们估计, 未来 2-3 年内, 室内覆盖的投资增长约为 30% 左右。

图 4 室内分布天线成长情况



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

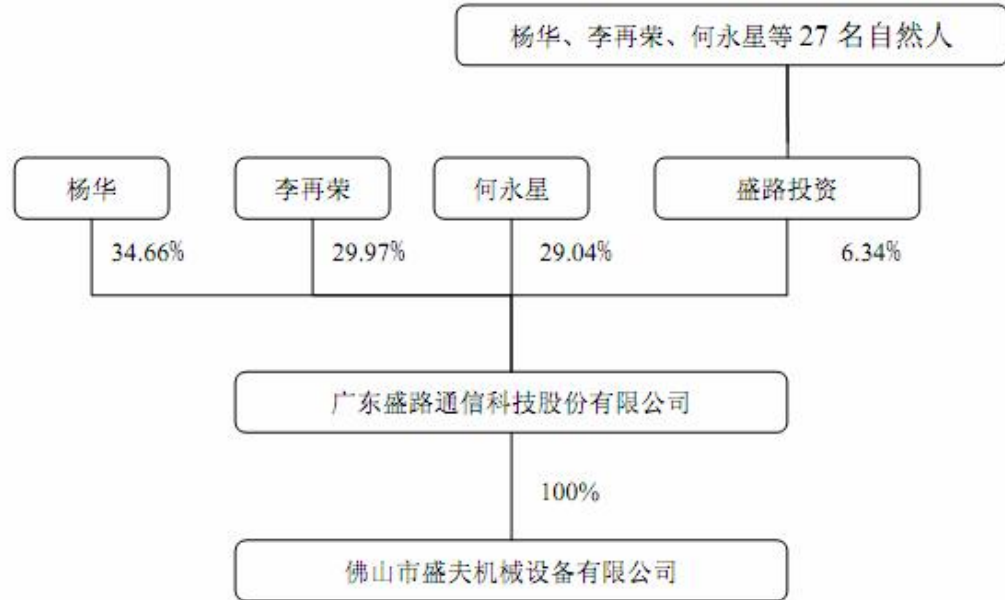
2. 盛路通信：天线领域中，追赶者到领导者的蝶变期

2.1. 股东结构

2.1.1. 股东结构

公司股东及公司对外投资形成的子公司、参股公司的具体组织结构如下：

图 5 公司的股东结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.1.2. 高管团队

1、杨华，男，45岁。1989年毕业于西安电子科技大学电磁场专业，2004年清华大学EMBA研修班结业。杨华是中国天线技术联合会成员，广东省电子协会理事，美国IEEE学会会员，在国内外学术刊物上发表过多篇学术论文，是天线行业的专家和企业。现任公司董事长兼总经理。

2、李再荣，男，47岁。2004年6月清华大学EMBA研修班结业。1985年至1990年，就职于汨罗市制冷阀门厂任经营厂长，1990年至1998年就职于广州中立制冷配件公司任业务经理，1998年11月至2004年3月担任三水市盛路天线有限公司副董事长兼副总经理，2004年3月至2006年6月担任佛山市三水盛路天线有限公司副董事长兼副总经理，2006年6月至2007年6月担任广东盛路天线有限公司副董事长兼副总经理，2007年6月至今担任广东盛路通信科技股份有限公司副董事长、副总经理、董事会秘书。

3、何永星：男，46岁。2006年6月至今就读中山大学MBA研修班。1980年起就职三水市三虎水泥厂、三水市石膏矿。1998年11月至2004年3月担任三水市盛路天线有限公司董事兼副总经理，2004年3月至2006年6月担任佛山市三水盛路天线有限公司董事兼副总经理，2006年6月至2007年6月担任广东盛路天线有限公司董事兼副总经理，2007年6月至今担任广东盛路通信科技股份有限公司董事、副总经理。何永星先生曾主持的多项科技成果获得佛山市高新技术产品及佛山市科学技术进步奖。

2.2. 行业竞争地位

从通信天线细分市场看，国内参与的企业较多，但其中真正具有自主研发、较大生产能力的专业天线生产企业不多。规模较大的专业通信天线企业主要有西安海天、西安普天、通宇、健博通、摩比等。海外份额最大的两家供应商，为美国的安德鲁和

法国的 RFS。

1、西安海天 (HK 8227): 西安海天天线科技股份有限公司 (简称“海天天线”), 成立于 1999 年 10 月, 是集移动通信基站天线、TD-SCDMA 系统设备的研发、生产、销售、整体解决方案、工程服务为一体的中外合资股份制上市公司。公司年报显示, 2008、2009 年, 海天销售收入为 1.5 亿元、1.9 亿元, 净利润为-2100 万元和-2650 万元。

2、西安普天: 是中国普天集团下属从事微波、移动、卫星通信天线及相关通信产品研发、生产、销售、安装和服务的股份制高新技术企业, 是国内最早研制生产通信天线的厂家;

3、广东通宇: 成立于 1996 年, 是国内成立较早的移动通信基站天线制造商, TD-SCDMA 产业联盟成员。公司拥有 150 多名产品研发人员和获得国家专利 22 项。在 TD 天线领域处于行业领先地位;

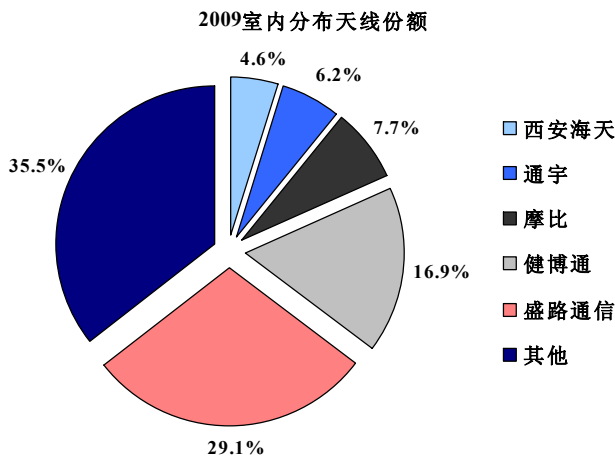
4、深圳摩比 (HK0947): 成立于 1999 年, 是移动通信射频产品研发、生产和销售的国家级高新技术企业, 总部位于深圳市高新科技产业园, 在陕西省西安市、江西省吉安市分别设有研发生产基地。2008、2009 年, 公司的营业收入为 6.7 亿元、9.8 亿元, 利润分别为 6193 万元、10747 亿元, 摩比为中兴通讯关联公司。

5、佛山健博通: 佛山市健博通电讯实业有限公司创建于 1985 年, 现有员工 500 余人。该公司主要生产 CDMA、GSM 和 PHS 基站天线、直放站天线、WLAN 天线、无线公话天线以及功分器、耦合器等, 并代理日本 DIAMOND、美国 BIRD 和 TELEWAVE 功率计、假负载和避雷器等。

6、安德鲁公司: 安德鲁是标准普尔 500 公司之一, 成立于 1937 年, 总部设于美国伊利诺州韦彻斯特。主要为全球电信基础设施市场提供创新的基础通信设备和解决方案, 产品覆盖射频系统的所有领域, 自 1987 年在苏州建厂, 但其高性能微波天线产品的成本和售价均较高。

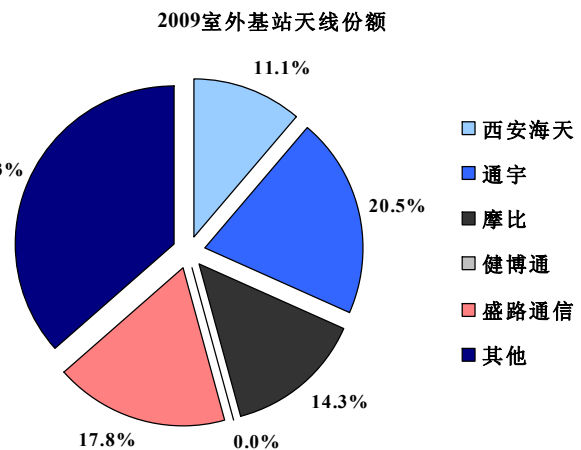
7、RHS: 法国安弗施无线射频系统 (RFS) 公司是全球领先的电缆、天线系统及有源、无源射频调节产品的设计制造商, 为无线通信基础设施提供整体解决方案。1999 年 1 月, 安弗施无线射频系统 (上海) 有限公司正式在上海松江工业园区注册成立。

图 6 2009 年室内分布天线份额



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 7 2009 年室外基站天线份额



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

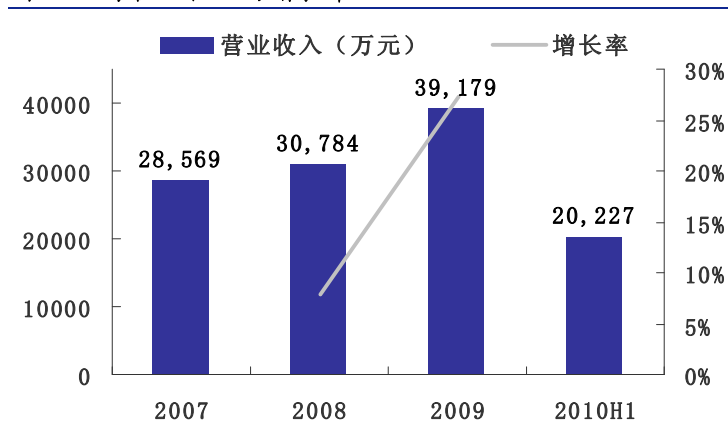
在国内, 公司在 2009 年已经占据了国内室内分布天线近 30% 的市场份额; 在室外基站天线领域, 公司取得了 17.8% 的市场份额 (第一为通宇)。

对于全球市场, 研发、制造高性能微波通信天线的公司, 只有 6 家主要供应商: 美国 Andrew、法国 RFS、西安普天、盛路通信、摩比、通宇。其中 Andrew、RFS 和西安普天是盛路通信在高性能微波天线领域的主要竞争对手。Andrew 和 RFS 能够大批量生产高性能微波通信天线, 而且在有限的几个频段内实现了超高性能。公司在微波天线领域, 2009 年实现了全球 1.8% 的市场份额, 还远远小于 Andrew 和 RFS, 公司的目标是在未来数年, 实现全球第三的战略目标。

2.3. 企业主要经营数据

2008年之前，由于通信企业都在等待3G的到来，因此营业收入表现的“不温不火”，进入2009年，由于三大运营商均加强了网络的投资建设，使得一度紧缩的市场骤然升温。公司2009年销售收入达到3.9亿元，较2008年增长28%。

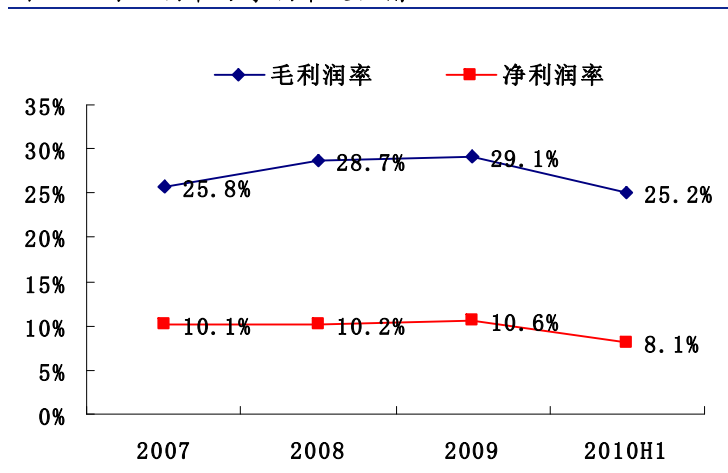
图8 公司营业收入与增长率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司的毛利率在2008、2009年分别为28.7%与29.1%。（2010年上半年为25.2%，毛利率的下滑属于季节性因素，历史上中国移动的招标普遍发生于下半年，因此全年基本会维持2009年水平）。预计公司在未来2-3年内，毛利率不会出现较大波动，基本维持在2009年水平。

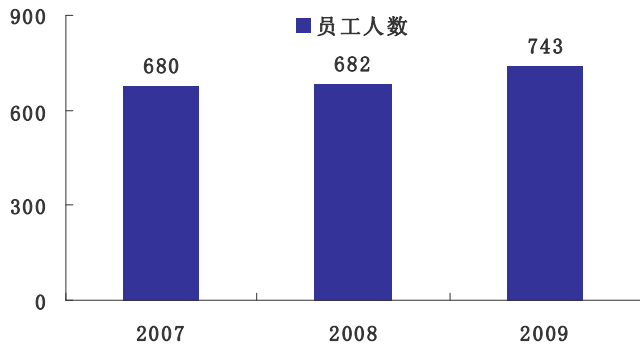
图9 公司毛利率与净利率变化情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

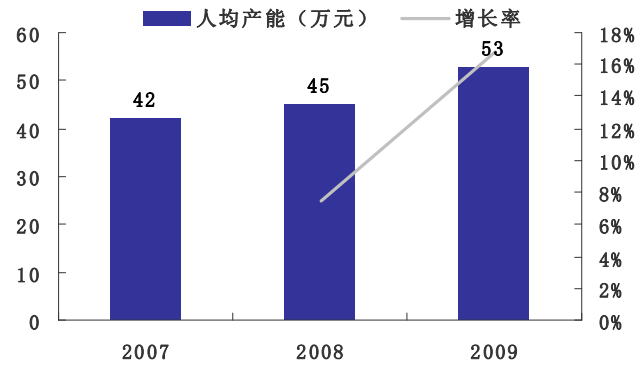
值得一提的是，在少量增加员工的同时，公司的销售收入同比有较大幅度的增加。以人均产能（营业收入/员工人数）来衡量，2007-2009年，公司的人均产能分别为42万、45万、53万，并在2009年实现16%的年度增长。我们认为，这和公司的管理水平与运营效率的提升是密切相关的。

图 10 公司员工人数变化情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

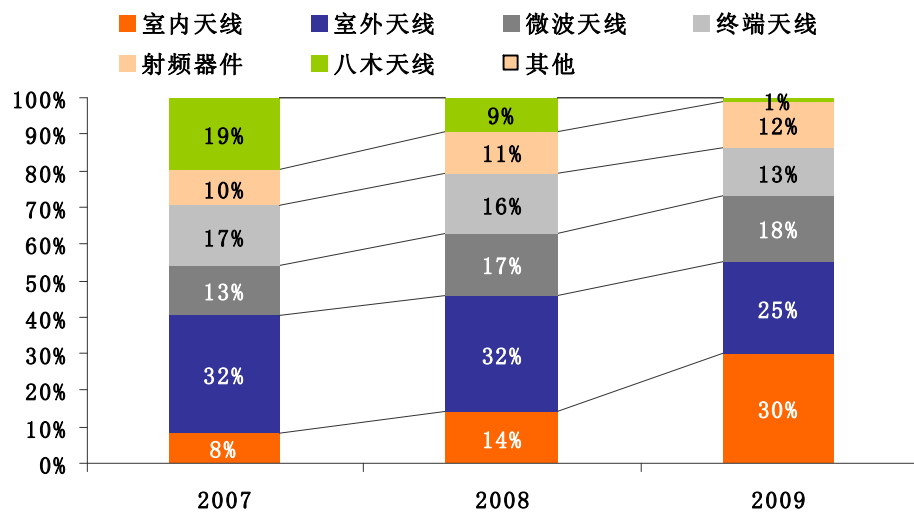
图 11 公司人均产能变化情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

从产品收入构成情况来看，室内天线增长快速，于 2009 年占公司营收 30%，我们预计未来室内覆盖依旧是通信行业 2-3 年的重点，因此看好该领域的成长；室外天线占比有所下降；微波天线增长本应更加显著，主要受制于 2009 年产能严重不足（产能利用率为 142.96%）；八木天线由于技术含量一般，市场竞争激烈，公司决定退出该市场。

图 12 公司产品线收入占比变化情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.4. 我们的三点主要设问：明后年的看点在哪里？

1、**市场大不大？** 2009 年、2010 年是运营商“投资大年”，2011 年之后，基本可以判断运营商的固定资产投资（Capex）将会下滑，这是否会成为公司发展的掣肘？如果是，公司未来的潜在增长空间从何而来？

2、**技术难不难？** 天线作为通信的配套产品，是否具有较大的研发难度或者准入门槛？换句话说，未来是否存在目前未预见的竞争对手会进入该领域而颠覆产业格局？

3、**竞争力强不强？** 从长期来讲，公司的主要竞争能力表现在哪些方面？欲成为“世界第三”，挑战又在哪里？

以下，将围绕三点问题一一简述我们的观点。

3. 海外、国内市场多管齐下

3.1. 市场确切：明年运营商 CAPEX 下滑对盛路通信营收影响微乎其微

我们判断，明年运营商 CAPEX 下滑，对盛路通信的影响并不大。公司已经为此打造了三条“护城河”，具体如下：

第一，客户群的扩展。

在 2010 年上半年前，公司在国内的主要客户是优化集成商（如华为、中兴、三维、国人、京信等），公司的营业收入约有 60% 来自该类客户；其余 40% 来自中国移动的集采。

1、随着 2010 年 IPO 后，公司的现金流得到了根本改善，公司开始进入联通市场（考虑到之前与移动相比较回款周期偏长），该市场的重要性不亚于中国移动：我们预计，2010 年，联通的基站规模约达到 40 万个左右，相比中国移动约 60 万已经呈现规模相当的格局；

2、国际市场上，公司与美国 Hyperlink、NEC 公司已有多年的合作关系。2007 年，公司的(18GHZ)高性能微波通信天线产品实现向日本 ANTEN 公司、印度 Reliance 批量销售。2009 年又成功推进与意大利 SIAE、美国 TRANGO 等客户的合作，并获批量订单；同时已开始与爱立信、RFS、诺西等公司进行商务考察与交流。

预计明年，公司将成为全球主流电信设备供应商，包括爱立信、诺西、华为、中兴等的天线设备提供者。根据招股说明书，NEC、爱立信占据全球约 50% 以上的微波天线市场份额，公司去年供应 NEC 约 3.4 万副微波天线，若能将诺基亚西门子、爱立信两个巨大客户囊括进来，则会为公司的微波产品销量“插上翅膀”；

3、海外拓展。公司明年计划跟随华为布局海外市场，在发展快速的国家与地区设立海外仓储和服务机构（如俄罗斯、非洲、印度、南美），这样会增强对华为、中兴甚至海外运营商的货品支撑和服务，进一步提高其市场份额。

第二，产能的提高。

我们注意到，2009 年，公司的微波天线的产能利用率已经达到 143%，这导致了即便市场较好，公司也没有能力承接更多项目。随着募集项目的投入，公司计划在 2011 年底，实现微波天线产能达到 7.8 万套，约是 2009 年的 2.8 倍。届时，将彻底改变需求高但供给不足的不利局面。

表 3 2009 年公司的产、销与产能利用率

项目	基站天线	微波天线	终端天线	射频器件与设备	八木天线
产能	4,000,000	28,000	7,000,000	400,000	100,000
产量	4,480,889	40,029	7,842,729	310,591	84,607
销量	4,052,140	38,326	7,585,531	411,780	98,842
产能利用率	112.02%	142.96%	112.04%	77.65%	84.61%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

第三，其他领域的积极准备。

公司计划正在申请系统集成资质。可以预见的未来，公司将成为某些省份的系统集成商。届时，公司将由后台走向前台，即，将自己的天线、射频等产品集成为运营商提供综合解决方案。

3.2. 门槛相当：天线行业的门槛并不低

或许，当我们目测天线产品外观的时候，都会或多或少觉得该产品不属于高技术门槛的产品，市场竞争会相当激烈。但是，我们忽略了如下一个结果：盛路通信及其竞争对手如西安海天、普天、摩比发展、佛山健博通等，每家都有至少都有 10 年以上的从业经历。实际上，该行业的准入门槛核并不低，表现在以下几个方面：

1) 通信行业的特征：通信行业 B2B 产品要求相对较高，一般都会采用入网评测，再小批量采购，再大批量采购，这需要 1-2 年的时间；

2) 认证华为、NEC、爱立信等国际知名企业的周期相对较长，如爱立信认证全球供应商周期约为一年，该过程要考核公司的各个环节；此外，还包括产业认证如

TLC 认证、国际认证如 ISO 认证、区域认证如欧盟的 RoHS 认证等；

3) 产能不可能一次到位。由于产品线较多，且每个产品线的产能不可能一次投入到位，任何企业都会经历产能冗余-不足-扩充-不足的循环，而这个循环的周期至少在 3-5 年。

3.3. 竞争力的攀升：世界第三的目标，成长中的“小华为”

经过十年的发展，公司已经成为与国际接轨、具有一定自主知识产权、一定自主创新能力及发展潜力的企业。公司发展的战略目标是“成为在国际通信天线中高端领域具有较大影响力的企业”。公司的短期目标是：争取用 2-3 年时间，努力成为中国通信天线行业高端产品领域最具影响力的企业之一，用 7-9 年左右时间，使“盛路”天线成为通信天线中高端领域国际知名品牌之一。同时，公司的经营目标预计到 2012 年，公司年销售收入将突破 8 亿元（招股说明书）。

公司在如下几个方面，与当年华为有相似之处：

1、拓展海外市场的意愿：公司目前海外收入约占总的 30%，且正在积极部署海外市场，期望在 2-3 年的时间，实现海外收入占比超过 50%；

2、研发的投入：公司计划在海外设立研发机构，且预计两年之内研发人员数量大幅增加；

3、管理的夯实：同华为类似，公司要求管理者和基层员工，每年达到一定数量的管理或培训，且在 2005 年引入 SAP 的 ERP 系统，为与海外运营商的系统对接打下良好的基础。

4、技术的提升：公司拥有实用新型专利技术的 3G 移动通信基站天线研发成功后很快批量生产并供应给日本本土的移动通信运营商，成为我国率先打入日本市场的移动通信基站天线，填补了国产移动通信基站天线对日出口的空白。正在形成天线领域从“进口替代”到“蚕食国外”的新局面。

根据公司的目标，我们做一假设：公司将在 8 年的时间，成为仅次于 Andrew、RFS 的微波设备供应商，居世界第三。

表 4 市场份额的提升与公司市场增长率的关系

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
高性能微波天线容量（亿美元）	6	6	7	8	8	9	10	10
公司市场份额	1.8%	2.5%	3.4%	4.8%	6.6%	9.2%	12.8%	17.7%
公司微波销售收入（亿美元）	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.8	1.2	1.8
增长率		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%

资料来源：安信证券研究中心

核心假设：

1) 美国哈里斯公司经调研后预计微波市场规模以年 8% 的增幅增长；

2) 假设公司 7 年后，排行第三，份额约为 17% 左右（三四定律，即第一名为第三名份额的 4 倍）；

3) 高性能微波天线市场容量由于属于细分市场，没有统一数据，以公司 2009 年市场份额 1.8% 反除约为 6 亿美元，其结果不影响观察 CAGR；

则，对应的公司收入的 CAGR 约为 50%。但一般规律是，最初几年的增速可能远大于平均增速。

4. 投资建议

4.1. 可比公司估值

参考同行业可比公司，对比如下。

表 5 可比公司估值

代码	证券简称	价格	月涨幅	毛利率	净利率	10EPS	10PE	11PE	12PE	PB	PS
主设备/光设备											
000063.SZ	中兴通讯	26.54	6.84%	32.6%	4.5%	1.08	24.6	19.2	15.1	3.6	1.20
600498.SH	烽火通信	34.17	5.59%	27.7%	7.4%	0.83	41.3	31.6	25.4	4.6	2.91
600522.SH	中天科技	23.85	3.70%	24.5%	10.3%	1.25	19.1	17.1	13.7	4.5	1.96
600487.SH	亨通光电	33.44	11.50%	27.7%	11.7%	1.27	26.4	22.8	18.7	4.1	2.66
002089.SZ	新海宜	19.00	-2.81%	42.6%	20.1%	0.55	34.3	24.8	19.4	5.4	9.52
002313.SZ	日海通讯	41.37	-1.92%	31.0%	10.6%	1.12	36.9	26.4	19.9	4.8	5.43
网络优化/服务											
002115.SZ	三维通信	15.23	-4.87%	34.7%	11.8%	0.49	31.4	23.4	18.3	4.8	3.51
300050.SZ	世纪鼎利	65.98	-22.07%	62.2%	34.0%	1.55	42.5	30.3	22.7	5.0	18.55
300025.SZ	华星创业	22.60	-11.41%	45.7%	17.0%	0.52	43.2	30.7	20.9	6.8	10.44
002446.SZ	盛路通信	21.98	3.39%	29.1%	10.6%	0.51	42.8	33.2	27.0	3.6	5.68

资料来源: wind, 安信证券研究中心

4.2. 投资建议

我们对盛路通信的 2011 年-2012 年的增长做出如下假设:

- 基站天线:** 得益于室内覆盖未来 3 年内稳定的成长 (20-30%), 以及公司开始进入中国联通市场, 未来 2-3 年, 在此领域可有 30% 的复合增长;
- 微波天线:** 明年存在“井喷”的可能性 (增幅 80%-100%, 后年 60%), 理由是得益于诺西、爱立信的认证、追随华为的海外扩张、以及产能瓶颈被有效解决。
- 室内终端天线:** 公司募集资金项目将有效的扩充产能, 预计未来该部分 CAGR 约为 20%-30%;
- 射频器件与设备:** 基本和历史同比增速相同, 30%;
- 八木天线:** 退出市场;
- 系统集成:** 假定公司明年能够在系统集成方向有所突破 (如一个省), 营业收入预估为 3000 万元, 2012 年进入两个省, 每个省稍有放大 (5000 万元一个省), 同比三维通信的销售毛利率, 约 30%;

对于 2010 年, 公司有两个不利因素会影响收入和利润。

- 受到华为、中兴印度事件影响, 公司的微波产品订单数量大幅少于年初华为、中兴计划订单量, 但随着华为、中兴印度事件的明朗, 明年公司的微波销售会大幅提升至前期华为、中兴承诺水平, 此外, 多客户效应 (NEC、诺西、爱立信等) 也会确保未来公司依赖某些设备商的情况得到根本改善;
- 由于移动的订单滞后 (约 10 月份签订合同, 以往都是在 6、7 月份), 以及电信、联通的订单都推后至四季度, 从合同金额来看, 公司依然保持历史增速增长, 但销售收入的确认需要至少 3 个月的滞后, 因此会对全年的业绩造成较大的不利影响。因此, 今年公司的收入增长比例并不会太高, 约为 15-20% 之间。

2011 年, 三个超预期事件

- 收购预期:** 一般来说, 涉猎系统集成有两种方案: 或自建服务机构, 或收购现有本地服务公司, 若公司采用后者方案且收购价格合理, 可能会对 EPS 有一定增厚;
- 微波天线超预期:** 招股书中提示, 按照 NEC、华为、中兴等公司的招标文件, 原计划 2010 年、2012 年微波天线的采购量为 9.4 万套, 13.5 套, 估算 2011 年约为 11.5 万套, 以 2009 年单价 1900 元/套, 合计约 2.1 亿元, 即可能大幅超于我们的预期, 实现超 100% 的增长, 对 EPS 增厚约 0.19 元, 以上未考虑公司将认证的诺西、爱立信等国外集成商带来的销售收入;
- 份额向公司快速集中:** 由于盛路通信的上市将快速的增强公司的品牌与综合竞争能力, 因此, 我们估计, 公司将很有机遇获得行业的几个竞争对手的更多份额, 如海天、普天、摩比、通宇等。

2010-2012 年, 公司的收入增长率为 16.2%、44.4%、45.3%, 利润增长率为 31.4%、

46.4%、43.6%，对应 EPS 为 0.54 元、0.78 元、1.12 元。由于明年业绩正向弹性较大，我们给予 2011 年 40-45 倍的 PE，对应价格区间为 31.2 元-35.1 元。相比目前 21.98 元的价格有 42%-60%的溢价空间，首次给予买入-A 评级。

表 6 公司收入预测

营业收入	2007	2008	2009	2010	2011	2012
基站天线(万元)	11610	14134	21545	24777	32210	41873
增长率		22%	52%	15%	30%	30%
微波通信天线(万元)	3778	5113	7172	8606	15491	24785
增长率		35%	40%	20%	80%	60%
室内终端天线(万元)	4720	5008	5081	6098	7317	8781
增长率		6%	1%	20%	20%	20%
射频器件与设备(万元)	2856	3451	4855	5827	7575	9847
增长率		21%	41%	20%	30%	30%
八木天线(万元)	5527	2896	432	100	0	0
增长率		-48%	-85%	-77%		
其他(万元)	35	18	21	20	20	20
增长率		-49%	16%	-4%	0%	0%
系统集成与工程服务				0	3000	10000
增长率						233%
合计	28527	30619	39107	45427	65613	95306
增长率		7%	28%	16%	44%	45%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 7 营业成本预测

营业成本	2007	2008	2009	2010	2011	2012
基站天线	8586	10274	15656	18004	23406	30427
微波通信天线	2479	3335	4676	5611	10100	16160
室内终端天线	3515	3721	3764	4517	5420	6504
射频器件与设备	1959	2254	3289	3947	5131	6670
八木天线	4594	2353	352	81	0	0
其他	28	14	20	16	16	16
系统集成	0	0	0	0	2100	7000
合计	21161	21952	27756	32176	46172	66777
		4%	26%	16%	43%	45%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 8 毛利率预测

毛利率	2007	2008	2009	2010	2011	2012
基站天线	26%	27%	27%	27%	27%	27%
微波通信天线	34%	35%	35%	35%	35%	35%
室内终端天线	26%	26%	26%	26%	26%	26%
射频器件与设备	31%	35%	32%	32%	32%	32%
八木天线	17%	19%	19%	19%	19%	19%
其他	20%	20%	6%	20%	20%	20%
系统集成				30%	30%	30%
综合毛利率	26%	28%	29%	29%	30%	30%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.3. 风险提示

4.3.1. 国际对手的反应

公司的最大国际竞争对手为安德鲁和 RFS，目前具有市场主导权。若两家公司关注到并且针对来自中国的竞争采取较为有效的市场策略，如在亚洲其他地区设立生产基地，并且主动的拉低价格，将会对公司的市场拓展带来较大压力。

4.3.2. 技术追赶的速度

尽管公司在高性能微波天线领域已经积累了一定的技术优势，但毕竟专利数量和当年华为步入海外之际还有一定差距。这取决于公司以何种方式（研发中心的地点、招聘规模、薪酬水平与激励机制）经营研发队伍。若不能够综合处理好以上问题，将不能够实现快速缩小与国外同行技术差距的目标。

4.3.3. 国际化的经验积累

国际化需要时间积累。尽管公司目前已经有 30% 左右的销售收入来自海外，但多为 OEM，若实现海外设立办事机构，独立运作，将会遇到跨域文化壁垒、贸易保护壁垒等挑战。若公司不能够快速适应这些挑战，海外扩张速度将会低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-9-10
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	307.8	391.8	455.1	657.3	954.8	成长性					
减: 营业成本	219.5	277.6	322.4	462.6	669.0	营业收入增长率	7.8%	27.3%	16.2%	44.4%	45.3%
营业税费	2.1	2.2	2.3	3.3	4.8	营业利润增长率	15.2%	26.3%	32.3%	48.2%	44.8%
销售费用	17.6	24.1	29.6	42.7	62.1	净利润增长率	8.2%	33.0%	31.4%	46.4%	43.6%
管理费用	28.7	38.1	44.1	63.8	92.6	EBITDA 增长率	16.4%	26.1%	5.5%	45.5%	45.3%
财务费用	0.8	1.1	-4.7	-8.0	-8.4	EBIT 增长率	14.1%	26.4%	19.4%	46.3%	48.7%
资产减值损失	0.4	2.2	0.2	2.3	3.4	NOPLAT 增长率	7.3%	32.9%	18.8%	44.4%	47.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.5%	24.9%	22.7%	48.0%	30.8%
投资和汇兑收益	-2.1	-0.2	-	-	-	净资产增长率	29.7%	30.4%	305.0%	11.1%	14.3%
营业利润	36.6	46.2	61.2	90.7	131.3	利润率					
加: 营业外净收支	0.5	2.9	3.2	3.5	3.8	毛利率	28.7%	29.1%	29.2%	29.6%	29.9%
利润总额	37.1	49.1	64.3	94.1	135.2	营业利润率	11.9%	11.8%	13.4%	13.8%	13.8%
减: 所得税	5.8	7.5	9.6	14.1	20.3	净利润率	10.2%	10.6%	12.0%	12.2%	12.0%
净利润	31.3	41.6	54.7	80.0	114.9	EBITDA/营业收入	15.7%	15.5%	14.1%	14.2%	14.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.2%	12.1%	12.4%	12.6%	12.9%
货币资金	38.7	72.6	547.7	555.9	793.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	93	97	99	80	66
应收帐款	111.3	133.9	168.1	242.8	352.7	流动营业资本周转天数	275	252	268	251	252
应收票据	2.9	21.0	23.7	34.2	49.7	流动资产周转天数	244	231	439	482	433
预付帐款	3.3	2.1	2.4	2.9	3.5	应收帐款周转天数	134	113	119	109	109
存货	52.7	64.0	75.1	107.7	155.8	存货周转天数	61	54	55	50	50
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	371	346	560	598	530
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	397	363	387	366	347
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	22.9%	23.3%	7.6%	10.0%	12.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	9.6%	5.6%	6.7%	7.1%
固定资产	87.2	123.1	126.1	165.1	186.5	ROIC	9.8%	12.1%	11.6%	13.6%	13.5%
在建工程	11.3	-	22.2	73.3	50.0	费用率					
无形资产	11.2	13.7	12.8	11.9	11.1	销售费用率	5.7%	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%
其他非流动资产	3.1	1.0	6.0	6.0	6.0	管理费用率	9.3%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
资产总额	321.6	431.3	984.1	1,199.9	1,609.2	财务费用率	0.3%	0.3%	-1.0%	-1.2%	-0.9%
短期债务	10.0	20.0	-	24.9	155.6	三费/营业收入	15.3%	16.2%	15.2%	15.0%	15.3%
应付帐款	154.1	177.7	207.5	297.8	430.7	偿债能力					
应付票据	9.9	38.1	35.3	50.7	73.3	资产负债率	57.5%	58.6%	26.6%	33.1%	43.0%
其他流动负债	8.3	14.8	16.5	21.7	29.9	负债权益比	135.1%	141.8%	36.2%	49.5%	75.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.15	1.17	3.15	2.39	1.97
其他非流动负债	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	速动比率	0.85	0.91	2.86	2.12	1.74
负债总额	184.8	253.0	261.7	397.5	691.9	利息保障倍数	44.52	42.88	-12.15	-10.34	-14.69
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	76.2	76.2	102.2	102.2	102.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	60.6	102.2	620.2	700.2	815.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	136.8	178.4	722.4	802.4	917.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	31.3	41.6	54.7	80.0	114.9	EPS(元)	0.31	0.41	0.54	0.78	1.12
加: 折旧和摊销	11.0	13.9	7.7	10.7	12.8	BVPS(元)	1.34	1.75	7.07	7.85	8.98
资产减值准备	0.4	2.2	0.2	2.3	3.4	PE(X)	76.8	57.8	44.0	30.0	20.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.6	13.5	3.3	3.0	2.6
财务费用	1.2	1.3	1.1	-4.7	-8.0	P/FCF	-462.2	-67.2	-37.1	-15.6#####	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	7.8	6.1	5.3	3.7	2.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	34.6	25.7	18.6
营运资金的变动	0.5	0.0	-19.8	-9.8	-13.8	CAGR(%)	36.8%	40.3%	45.7%	45.4%	47.2%
经营活动产生现金流量	41.8	59.4	38.2	75.3	108.9	PEG	2.1	1.4	1.0	0.7	0.4
投资活动产生现金流量	-21.2	-34.5	-37.0	-100.0	-10.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-4.6	2.3	474.0	32.9	139.1	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律焯	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyve@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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：200122

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