安信证券
ESSENCE SECURITIES

公司分析 盛路通信(002446)

维持评级

通信设备Ⅲ/通信设备

寻找下一个具备潜力的物联网公司

—微波景气，天线延展空间巨大且可期

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 35.00 元

期限: 3 个月 上次预测: 35.00 元

现价: 30.12 元

报告日期: 2010-12-22

报告关键点:

- 公司作为微波天线领域的“小华为”，正在复制华为的成长之路：进口替代与海外扩张。
- 一切无线连接的基础之一，是天线！那是万亿数量级的市场。

报告摘要:

➢ 从现实的角度，长期的进口替代一直会是公司的看点

盛路通信的2009年的微波天线的产量仅为4万套，因此市场份额仅为1.8%。随着中国制造的工艺进步以及全球通信供应链向国内转移，加之公司作为该领域的唯一A股上市公司可能在竞争中占有一定的先发优势和资本优势，其市场份额提升空间巨大。我们假设公司可瞄准世界第三的位置定位自身（次于安德鲁和RFS），市场份额目标在18%左右（三四定律，即在成熟市场，第一名是第二名的两倍，是第三名的四倍），则在未来的几年，摆在眼前的是10倍的市场份额提升空间。

➢ 从未来的角度，一切无线连接的基础是天线，那是万亿数量级的市场

PC连接时代，亿台量级的市场，催生了微软、谷歌；

移动连接时代，十亿台量级的市场，催生了中国移动，苹果；

微处理器和传感器时代，千亿级、万亿级的市场，每个连接背后都有天线，公司是否可能是下一个受益者？

➢ 投资建议

我们看好公司的长期稳定的增长。鉴于公司明年、后年高速增长可期，同时伴有物联网布局的可能性，加之公司的市值仅 30 亿元，未来增长具有很大的空间，维持原“买入-A”评级，3 个月目标价 35 元，对应 2011 年 46 倍市盈率。

➢ 风险提示

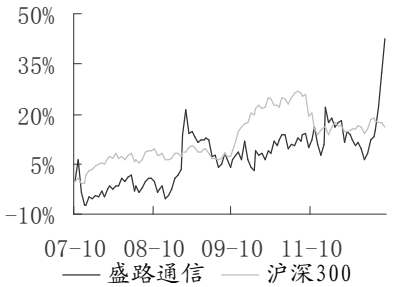
国际对手的反应及时，挑起价格战；

人民币大幅升值以及不可预期的区域保护主义。

市场数据

总市值(百万元)	3,054.37
流通市值(百万元)	777.40
总股本(百万股)	102.15
流通股本(百万股)	26.00
12 个月最高/最低	18.65/30.47 元
十大流通股东(%)	8.86%
股东户数	9,666

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	28.72	24.79	49.14
绝对收益	28.71	36.03	42.72

研究员

侯利 行业分析师
021-68763972 houli@essence.com.cn
证书编号 S1450209070220

王学恒 报告联系人
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	400.7	638.3	957.5
Growth(%)	*7.8%*	*27.3%*	*2.3%*	*59.3%*	*50.0%*
净利润	31.3	41.6	43.8	77.9	120.4
Growth(%)	*8.2%*	*33.0%*	*5.3%*	*77.8%*	*54.6%*
毛利率(%)	28.7%	29.1%	29.5%	30.0%	30.8%
净利润率(%)	10.2%	10.6%	10.9%	12.2%	12.6%
每股收益(元)	0.31	0.41	0.43	0.76	1.18
每股净资产(元)	1.34	1.75	6.96	7.73	8.91
市盈率	97.6	73.4	69.7	39.2	25.4
市净率	22.3	17.1	4.3	3.9	3.4
净资产收益率(%)	22.9%	23.3%	6.2%	9.9%	13.2%
ROIC(%)	9.8%	12.1%	9.6%	14.0%	13.5%
EV/EBITDA	-	-	53.1	33.9	23.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

盛路通信：三季报点评 2010-10-22

盛路通信：天线领域的“小华为” 2010-09-28

敬请参阅报告结尾处免责声明

1. 作为国内市场“天线第一股”的长期看点是什么？

1.1. 长期的进口替代——我们之前的推荐逻辑

我们之前的推荐逻辑是：公司作为微波天线领域的“小华为”，正在复制着华为的成长之路：进口替代与海外扩张。

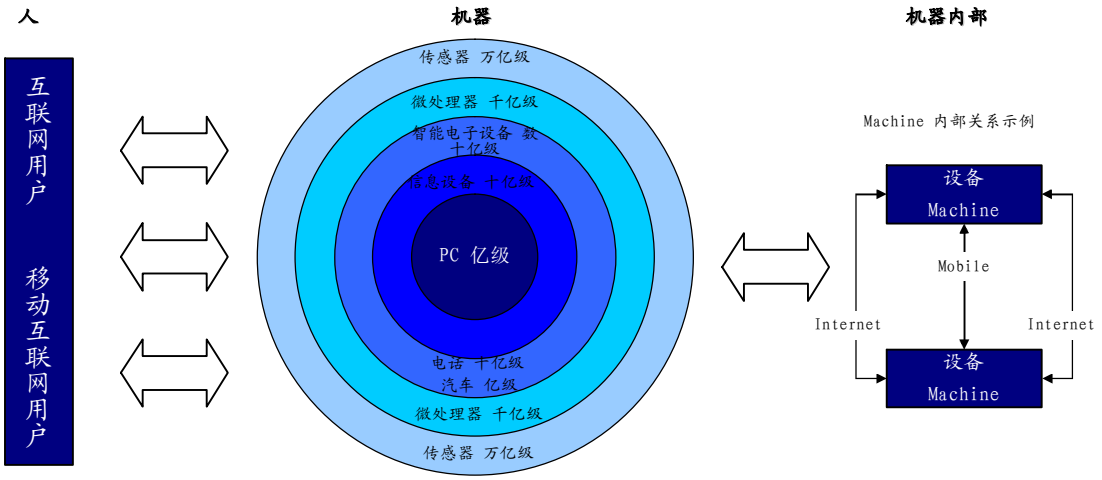
随着公司的微波技术在超高频领域不断突破，即与安德鲁、RFS 等国际厂商的差距在缩小的同时，依托 NEC、华为、中兴，以及潜在的诺西、爱立信形成配套扩张。同时，我们推测，公司未来可能会复制华为十年前的海外市场扩张策略，即，独立走出海外，以海外设立办事机构或分公司或者寻求代理合作机构的方式。

在《天线领域的“小华为”》中，我们分析，全球每年微波需求量约为 300 万套左右，盛路通信的 2009 年的微波天线的产量仅为 4 万套，因此市场份额仅为 1.8%。随着中国制造的工艺进步以及全球通信供应链向国内转移，加之公司作为该领域的唯一 A 股上市公司可能在竞争中占有一定的先发优势和资本优势，其市场份额提升空间巨大。我们假设公司可瞄准世界第三的位置定位自身（次于安德鲁和 RFS），市场份额目标在 18%左右（三四定律，即在成熟市场，第一名是第二名的两倍，是第三名的四倍），则在未来的几年，摆在眼前的是 10 倍的市场份额提升空间。

1.2. 一切无线连接的基础是天线，那是万亿级规模的市场

当 PC 遍布全球的时候，我们看到了数以亿级的互联网用户和巨大的市场，这里催生了微软、Google、Facebook 这些伟大的公司。但，这和“无线连接”无关，也和天线无关。

图 1 迄今为止，人类眼中的“一切无线连接”规模是万亿级的



资料来源：互联网，安信证券研究中心

当电话、智能电子设备达到数以十亿级时，催生了 AT&T、中国移动、Motorola、苹果一个又一个伟大的公司。这开始和“无线连接”有关，即和天线有关。

当芯片级微处理器应用开始滋生，萌芽，我们的视野是千亿量级的微处理器。这里即将催生的不是一个个伟大的公司，而是一个更大的、看不到边际的物联网产业。例如无线抄表的回传模块，智能交通的定位导航，智能城市的每一个摄像头...物联网的初级阶段大多应用都基于此。这和“无线连接”有关，即和天线有关。

可期的不远的将来，“当地球上的每一粒沙子”都可管理，信息社会跨入到传感器网络。催生的将是更加浩瀚、数以万亿级（超过地球人口 1000 倍）的物联网大生态环境。例如，每一头牲畜、家禽的食品溯源，每一条河流的污染监测传感探头，每一个超市物品的商品码...我们迄今还不能够清楚推测这些将成就哪些公司成为下一

个谷歌、下一个苹果、下一个物联网产业中的胜出者…但有一点是毋庸置疑的，这和“无线连接”有关，因为每一个可识别、可管理的物品背后，都有天线的存在！

下表罗列了一些国内已经存在并且可能快速发展的物联网应用领域及场景。

表 1 国内的物联网应用正在起步，领域已经遍布诸多行业

智能建筑	设备监控与管理	**智能家居**	灯光照明控制
	节能控制		家庭安防
	建筑群系统集成		家庭环境监控
	智能小区		可视对讲
			家电控制
消防	应急联动	**公共安全**	城市照明监控
	自动喷淋		电视信号控制
	火灾现场实时监控		城市应急服务
	消防救援定位		市民身份识别
	火情数据实时分析		灾害恢复
	远程调度		
环境保护	污染排放点实时监测	**节能**	能耗数据采集
	污染报警		能源使用大户监控
	大气监控		能源使用超标报警
	噪声监控		
	废水、废气监控		
水务	水质、水量监测	**电力**	远程抄电表
	大坝安全监测		用电实时监控
	水资源调度		重要电力节点监控
	突发性污染报警		
煤矿	通风设备管理	**石化**	油井监测
	瓦斯浓度监测		异常情况报警
	险情预警		生产监控
			储运监控
智能化运输	商用车队营运　紧急车辆监控与派遣	**工业自动化**	工厂监控
	车队管理　车辆安全监控		环境与防灾监控
	自动货物辨识　汽车导航		工程安全监控
	公共运输动态信息		大楼/物业监控
	交通控制与管理		公共事业监控（水/电/油/气）
农业	农作物灌溉监测	**林业**	森林防火
	土壤空气情况监测		森林灭火
	牲畜和家禽的环境状况监测		森林勘察业务
	温室控制		
	跟踪家禽、牲畜		
数字化医疗	医疗设备监护	**金融**	实时金融信息集成
	临床设备信息的自动获取、归档、分析		交易监控
	计算机辅助诊断		
	病程记录		
遥感勘测	火山和冰川监测	**军事**	敌军兵力和装备的监控
	森林生态环境监测		战场的实时监视
	地震监测		目标的定位
	海洋突发性事件的监测与预警		战场评估
	农作物动态监测、农业灾害预报、监测和评估		核攻击生物化学攻击的监测和搜索
空间探索	星球表面监测	**气象**	短期降雨、中期降水预报
	地球站与空间站之间的通信		监测设备远程控制
	空间站之间的通信		洪水预报
移动 POS 终端	旅游订票　物流配送	**供应链自动化**	订单数据传送

	送货服务　商业零售		货物跟踪、定位
	宾馆住宿、酒楼用餐		货品识别
	金融、电信、邮政、石化、市政客 户服务厅自助服务终端		系统集成
			库存优化供应链自动化

资料来源：互联网，安信证券研究中心

如此浩瀚的市场，同盛路通信的关系是什么？为什么不是别人？我们这样理解：

1、起点不同：一个完整的物联网方案包括平台/软件、芯片、天线、电路部分。历史上，物联网标的公司可以是软件/集成公司（从方案入手）、可以是芯片设计公司（从芯片入手），公司则是在射频、天线领域积累了十几年，有稳定的设计、研发和制造能力，对于射频应用的理解是扎实的，从天线设计和制造入手将成为公司的独特看点；

2、定位不同：在未来的天线产业布局中，公司的技术沉淀使其更容易走“上层”路线。例如，选择超高频段（860-960MHz），读错率要求极低的某些领域应用如超市物流、海关应用、国防建设等，或为下游 RFID 标签或物联网方案企业提供标签天线与读写器天线的通用制造。这些都能够较之普通的低频段（13.56M）、读错率要求不高的应用如门禁、员工 ID 等有更高的技术门槛以及综合毛利率；

以此，在未来的若干年中，我们似乎可以预见到公司将一方面做大微波天线、基站天线、室分天线的同时，另一方面，也会沿着物联网的发展道路前行：终端天线、微处理器域天线、传感器域（RFID）天线，以及和以上领域相关的配套设备如无线读写器、甚至打包提供整体解决方案。

尽管，我们不能够清楚的预测具体的每个切入点和实施方式，但我们认为，将一切“无线连接”的需求，通过天线设计、制造的方式去渗透的大演进脉络是较为客观的。

2. 2010 年的业绩预测以及 2011 年的主要看点

2.1. 2010 年业绩微幅下调 0.02 元，全年 EPS 0.43 元

我们在《三季报点评》中曾经分析到：2010 年，三大运营商的集采由以往的三季度推迟到四季度：历年来，移动的招标一般多发生在 6、7 月份，而今年推迟到了 10 月份，因此，公司前三季度同比业务略有下滑属于正常。

由于运营商需求从基本面来说，2010 年依旧保持较为快速的增长（20%-30%），且盛路通信今年也将成为联通的供应商，因此，我们坚定的认为，对于订单数量而言，2010 年，依旧可以保持较为稳健的成长，但收入确认大都发生在 2011 年。

2.2. 2011 年业绩微幅上调 0.01 元，全年 EPS 0.76 元

公司在 12 月 21 日的公告中，调整了组织架构，主要事业部为微波事业部、基站事业部、室（内）分（布）事业部和终端事业部。

我们分析，事业部制的改造有两个好处，一来可以加大事业部的自主权，使得事业部的项目更加果断与灵活；二来可以较为明确各事业部职责，效率可提升。

由于无线网络优化是我们认为明年会有较大增长空间的领域，因此不排除公司同三维通信（2010 年收购逸信）、世纪鼎利（2010 年收购贝讯）、华星创业（2010 年收购明讯）思路相似，以外延式扩张涉猎系统集成和服务的可能性；

同时，根据前文的推测，我们也不排除公司在 2011 年布局物联网/车联网等领域。

第三，公司地处佛山，根据报道，2010 年 11 月，佛山市物联网和无线城市产业联盟成立，作为佛山和此领域密切相关的唯一上市公司，我们估计政府一般会给予公司较为宽松的发展氛围和坚定的扶持政策。

在未考虑以上诸可能性的前提下，我们看好今年自然带到明年的合同确认、明年的全球微波市场增长（华为中兴的印度恢复）、以及国内的无线网络优化领域的旺盛需求，加之明年公司可能会认证诺西、爱立信的预期，我们微幅上调明年全年的 EPS 至 0.76 元。

在考虑诸多不确定因素时，我们估算物联网布局、集成外延扩张、政府支持与补贴等可至少给公司带来 1000 万-2000 万的利润空间（比照网优公司收购等因素），理论上存在 EPS 正向弹性 0.1-0.2 元，甚至更高的可能性。

3. 投资建议

我们看好公司的长期稳定的增长。鉴于公司明年、后年高速增长可期，同时伴有物联网布局的可能性，加之公司的市值仅 30 亿，未来增长具有很大的估值提升空间，维持原“买入-A”评级，3 个月目标价 35 元，对应 2011 年 46 倍市盈率。

表 2，A 股典型物联网概念标的比较

代码	证券简称	价格元	市值亿元	10EPS	10PE	PB	PS
002161.SZ	远望谷	35.33	91	0.32	109.4	18.5	37.1
300078.SZ	中瑞思创	78.36	53	1.44	54.5	4.6	16.7
000997.SZ	新大陆	21.69	111	0.23	94.2	8.6	11.7
002446.SZ	盛路通信	29.90	31	0.49	60.7	4.8	8.1
002512.SZ	达华智能	38.04	45	0.41	92.2	5.1	17.7

资料来源：wind，安信证券研究中心

4. 风险提示

4.1. 国际对手的反应过激，挑起价格战

理论上存在一种可能性，即以安德鲁、RFS 为保持份额，快速下降自身的价格，导致在竞争过程中，公司的部分产品毛利率下降。

4.2. 人民币大幅升值以及不可预期的区域保护主义

印度事件验证了一种可能性：未来或许还会存在一个国家、一些盟国以某些理由禁入中国制造。

同时，人民币大幅升值也会挤压公司的利润空间。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-20

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**307.8**	**391.8**	**400.7**	**638.3**	**957.5**
减: 营业成本	219.5	277.6	282.6	447.0	662.4
营业税费	2.1	2.2	2.0	3.2	4.8
销售费用	17.6	24.1	28.0	41.5	62.2
管理费用	28.7	38.1	40.1	61.9	92.9
财务费用	0.8	1.1	-2.2	-6.9	-6.8
资产减值损失	0.4	2.2	1.6	3.3	4.0
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-2.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
营业利润	**36.6**	**46.2**	**48.4**	**88.1**	**137.8**
加: 营业外净收支	0.5	2.9	-	-	-
利润总额	**37.1**	**49.1**	**48.4**	**88.1**	**137.8**
减: 所得税	5.8	7.5	7.3	13.2	20.7
净利润	**31.3**	**41.6**	**43.8**	**77.9**	**120.4**

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	38.7	72.6	516.5	540.7	796.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	111.3	133.9	148.0	235.8	353.7
应收票据	2.9	21.0	20.9	33.2	49.8
预付帐款	3.3	2.1	2.4	2.8	3.5
存货	52.7	64.0	65.8	104.1	154.3
其他流动资产	-0.0	0.0	-	0.0	0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	87.2	123.1	124.1	162.6	183.6
在建工程	11.3	-	22.2	73.3	50.0
无形资产	11.2	13.7	12.8	11.9	11.1
其他非流动资产	3.1	1.0	6.0	6.0	6.0
资产总额	**321.6**	**431.3**	**918.7**	**1,170.4**	**1,607.9**
短期债务	10.0	20.0	-	87.4	286.4
应付帐款	154.1	177.7	182.0	287.8	426.5
应付票据	9.9	38.1	31.0	49.0	72.6
其他流动负债	8.3	14.8	15.3	21.2	29.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
负债总额	**184.8**	**253.0**	**230.6**	**447.8**	**817.5**
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	76.2	76.2	102.2	102.2	102.2
留存收益	60.6	102.2	609.3	687.2	807.6
股东权益	**136.8**	**178.4**	**711.5**	**789.4**	**909.7**

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	31.3	41.6	43.8	77.9	120.4
加: 折旧和摊销	11.0	13.9	7.7	10.7	12.8
资产减值准备	0.4	2.2	1.6	3.3	4.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.2	1.3	1.1	-2.2	-6.9
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	0.5	0.0	-18.1	-11.8	-18.2
经营活动产生现金流量	**41.8**	**59.4**	**32.8**	**73.2**	**112.1**
投资活动产生现金流量	**-21.2**	**-34.5**	**-37.0**	**-100.0**	**-10.0**
融资活动产生现金流量	**-4.6**	**2.3**	**471.5**	**94.3**	**205.8**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	7.8%	27.3%	2.3%	59.3%	50.0%
营业利润增长率	15.2%	26.3%	4.6%	82.2%	56.3%
净利润增长率	8.2%	33.0%	-1.2%	82.2%	56.3%
EBITDA 增长率	16.4%	26.1%	-11.5%	70.7%	56.4%
EBIT 增长率	14.1%	26.4%	-2.5%	75.9%	61.3%
NOPLAT 增长率	7.3%	32.9%	-8.1%	75.9%	61.3%
投资资本增长率	7.5%	24.9%	16.8%	64.0%	37.6%
净资产增长率	29.7%	30.4%	297.4%	10.6%	14.9%
利润率					
毛利率	28.7%	29.1%	29.5%	30.0%	30.8%
营业利润率	11.9%	11.8%	12.1%	13.8%	14.4%
净利润率	10.2%	10.6%	10.3%	11.7%	12.2%
EBITDA/营业收入	15.7%	15.5%	13.4%	14.4%	15.0%
EBIT/营业收入	12.2%	12.1%	11.5%	12.7%	13.7%
运营效率					
固定资产周转天数	93	97	111	81	65
流动营业资本周转天数	275	252	284	242	249
流动资产周转天数	244	231	470	471	427
应收帐款周转天数	134	113	126	105	108
存货周转天数	61	54	59	48	49
总资产周转天数	371	346	606	589	522
投资资本周转天数	397	363	429	384	378
投资回报率					
ROE	22.9%	23.3%	6.2%	9.9%	13.2%
ROA	9.7%	9.6%	4.8%	6.7%	7.5%
ROIC	9.8%	12.1%	9.6%	14.0%	13.5%
费用率					
销售费用率	5.7%	6.2%	7.0%	6.5%	6.5%
管理费用率	9.3%	9.7%	10.0%	9.7%	9.7%
财务费用率	0.3%	0.3%	-0.6%	-1.1%	-0.7%
三费/营业收入	15.3%	16.2%	16.4%	15.1%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	58.6%	24.5%	36.2%	47.3%
负债权益比	135.1%	141.8%	32.4%	56.7%	89.9%
流动比率	1.15	1.17	3.30	2.06	1.67
速动比率	0.85	0.91	3.01	1.82	1.48
利息保障倍数	44.52	42.88	-20.90	-11.69	-19.25
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元)	0.31	0.41	0.43	0.76	1.18
BVPS(元)	1.34	1.75	6.96	7.73	8.91
PE(X)	97.6	73.4	69.7	39.2	25.4
PB(X)	22.3	17.1	4.3	3.9	3.4
P/FCF	-587.3	-85.4	-104.8	-24.9	58.1
P/S	9.9	7.8	7.6	4.8	3.2
EV/EBITDA	-	-	53.1	33.9	23.0
CAGR(%)	35.5%	42.5%	60.8%	53.0%	51.4%
PEG	2.7	1.7	1.1	0.7	0.5
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 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申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

梁涛	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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