安信证券 ESSENCE SECURITIES

维持评级

公司动态分析/证券研究报告　　盛路通信(002446)

通信设备Ⅲ/通信设备

收购网优公司，将与天线相得益彰

盛路通信收购专一通信点评

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 40.00 元

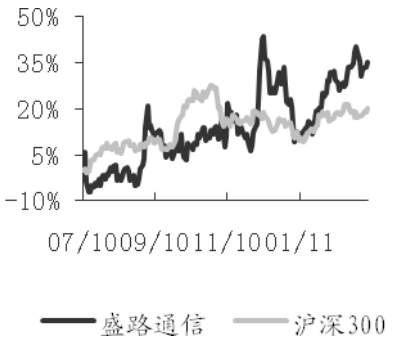
期限: 3 个月　上次预测: 40.00 元

现价（2011 年 03 月 25 日）: 28.37 元

报告日期: 2011-03-28

总市值(百万元)	2,898.07
流通市值(百万元)	737.62
总股本(百万股)	102.15
流通股本(百万股)	26.00
12 个月最低/最高	18.65/30.89 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	(0.54)	2.00	34.83
绝对收益	2.49	8.28	35.42

侯利　高级行业分析师
021-68763972　houli@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020031

报告关键点:

- 本次收购，有望在3年内再造一个盛路通信的利润规模!
- 1+1大于2的整合。

报告摘要:

- **有望3年内再造一个盛路通信!**
  - 根据我们的经验，自动路测终端、路测相关产品约有5-6亿元的市场规模，定点CQT市场容量约为15亿元。海外市场，是国内的数倍。因此，我们匡算测试工具的市场容量未来几年的时间里，每年规模约为20亿元，但如此大的弹性取决于定点测试何时启动。
  - 该行业由于竞争对手不多，属于高毛利率行业，根据世纪鼎利2010年报显示，世纪鼎利的产品毛利率约为78%左右。
  - 若公司3年内以全国市场的10%作为基本目标，则销售收入可上看到2亿元左右，利润约为5000万元，这相当于再造个目前的盛路通信。
- **1+1大于2的整合**
  - 对于专一通信来说，与盛路通信整合，享有了资金支持、品牌优势、市场渠道。
  - 对于盛路通信，使用较少的超募资金控股专一通信，除了简单的财务收入和并表权外，更重要的是，专一通信可及时、准确的搜集网络优化质量数据以及产品性能数据反馈给盛路通信，使得盛路在天线产品研发、生产上更加贴近运营商客户需求，适应市场的发展趋势。
- **投资建议**
  - 我们小幅上调了2011、2012年的收入与利润：收入增长率70.0%、40.9%；利润增长率106%、49%。对应2011年、2012年EPS分别为0.88元、1.40元。
  - 我们维持买入-A投资评级和3个月内40元的目标价（2011年45倍，2012年28倍）。
- 风险提示:
  - 客户订单存在一定的波动性，可能致使季度的波动性较大;
  - 华为全球的微波市场遭遇偶发性事件(如印度事件)带来的微波方案增长不达预期。

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	409.5	696.3	1,009.2
Growth(%)	*7.8%*	*27.3%*	*4.5%*	*70.0%*	*44.9%*
净利润	31.3	41.6	43.8	90.2	143.0
Growth(%)	*8.2%*	*33.0%*	*5.3%*	*105.9%*	*58.5%*
毛利率(%)	28.7%	29.1%	29.4%	31.4%	33.0%
净利润率(%)	10.2%	10.6%	10.7%	13.0%	14.2%
每股收益(元)	0.31	0.41	0.43	0.88	1.40
每股净资产(元)	1.34	1.75	6.64	7.52	8.92
市盈率	97.6	73.4	69.8	33.9	21.4
市净率	22.3	17.1	4.5	4.0	3.4
净资产收益率(%)	22.9%	23.3%	6.5%	11.7%	15.7%
ROIC(%)	9.8%	12.1%	9.6%	22.4%	22.3%
EV/EBITDA	-	-	48.9	26.4	16.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

报告联系人
王学恒　010-66581621
wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

盛路通信：移动宽带助力物联网公司起航　2011-03-11

盛路通信：寻找下一个备具潜力的物联网公司　2010-12-22

盛路通信：三季报点评　2010-10-22

1. 收购网优公司，将与天线相得益彰

1.1. 专一通信介绍

1.1.1. 收购基本情况

2011 年 3 月 24 日，公司以超募资金 1475 万元对专一通信进行增资扩股并持有其 70%股权，成为专一通信的控股股东。

截至 2010 年 12 月 31 日，公司营业收入 28 万，净利润-59 万。评估净资产为 575 万，本次收购 PB 约为 3.7 倍。考虑到专一通信属于软件公司，产品的核心技术尚未评估作价，因此我们认为此次收购比较合理，对上市公司较为有利。

表 1：经审计主要财务数据

项目	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日
资产总额	120 万	22 万
负债总额	38 万	30 万
净资产	83 万	-8 万
营业收入	28 万	-
净利润	-59 万	-47 万

数据来源：公司公告　安信证券研究中心

根据双方协议，专一通信承诺：2011 年度、2012 年度的净利润（不包括非经常性损益）总计应达到或者超过人民币 1000 万元。若以 2011 年 400 万，2012 年增长 50%达到 600 万计算，备考 2011 年 EPS 贡献约为 0.03 元（400 万*70%/1 亿股本）。

1.1.2. 公司与产品简介

根据专一通信网站（http://www.onecomtech.com/ ）介绍：

公司 2008 年成立；

2009 年，公司分别与中国移动通信集团公司、移动设计院、移动湖南分公司、云南分公司、广东分公司，中国联通集团公司、联通湖南分公司、深圳分公司、石家庄分公司进行了技术交流和产品展示。

2010 年 5 月，专一通信的“天罗地网”无线网络自动测试系统通过了科技成果鉴定，鉴定结论为：国内领先。7 月，专一通信与中国移动集团公司湖南分公司签订了 TD 自动测试系统合同。7 月，专一通信成为印尼无线运营商的无线网络自动测试优化系统的第一个中国供应商并承建自动测试系统。

图 1，专一通信的主要产品

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

公司的产品主要有两个方向：一个是基于路测方向的自动路测终端，一个是基于室内定点测试的定点 CQT 终端。

根据我们的经验，我们如此理解市场规模：自动路测终端、路测相关产品约有 5-6 亿元的市场规模。定点 CQT 终端在国内尚未大规模启动，但由于 CQT 属于抽样测试机制，因此其用量较路测要大数倍，我们保守以 3 倍测算，其市场容量约为 15 亿元。海外市场，是国内的数倍。因此，我们匡算测试工具的市场容量未来几年的时间里，每年规模约为 20 亿元，但如此大的弹性，取决于定点测试何时启动。

该行业由于竞争对手不多，属于高毛利率行业，根据世纪鼎利 2010 年报显示，世纪鼎利的产品毛利率约为 78%左右。因此，我们判断该市场未来会逐渐有个别竞争者如专一通信、华星创业以及网络优化的其他公司进入该领域。虽然我们尚不能准确预测毛利率的下滑水平，但由于测试工具与软件有一定的技术门槛，因此我们该子领域仍会维持高于网络优化硬件、服务的合理毛利率水平（大于 50%）。

若公司 3 年内以全国市场的 5-10%作为基本目标，则销售收入可上看到 2 亿元左右（海外收入作为辅助保障），利润约为 5000 万元，这相当于再造个目前的盛路通信。

1.2. 盛路通信与专一通信，是一加一大于二的整合

对于专一通信来说，持续投入 3 年后，已经形成了自身的特色产品，但尚未实现规模销售。与盛路通信整合，至少有如下三点帮助：

1、资金：注资 1475 万，使得财务更健康，公司可增加开发者数量，适度扩大销售队伍；

2、品牌：上市公司的品牌效应；

3、市场：覆盖全国的销售渠道：由于盛路通信的营销渠道覆盖全国，因此，专一通信可在很短时间将产品拓展到全国。由于海外市场也极为重要，而盛路未来将追随华为在海外重要国家设置渠道，专一通信也将成为实质受益者。

对于盛路通信，使用较少的超募资金控股专一通信，除了简单的财务收入和并表权外，更重要的是，专一通信可及时、准确的搜集网络优化质量数据以及产品性能数据反馈给盛路通信，使得盛路在天线产品研发、生产上更加贴近运营商客户需求，适应市场的发展趋势。

2. 投资建议

我们上调了 2011、2012 年的收入与利润：收入增长率 70.0%、40.9%；利润增长率 106%、49%。对应 2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.88 元、1.40 元。

我们维持买入-A 投资评级和 3 个月内 40 元的目标价（2011 年 45 倍，2012 年 28 倍）。

3. 风险提示

1、客户订单存在一定的波动性，可能致使季度的波动性较大；

2、华为全球的微波市场遭遇偶发性事件（如印度事件）带来的微波方案增长不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-20

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**307.8**	**391.8**	**409.5**	**696.3**	**1,009.2**
减: 营业成本	219.5	277.6	289.1	477.5	675.7
营业税费	2.1	2.2	2.0	3.5	5.0
销售费用	17.6	24.1	28.7	48.7	70.6
管理费用	28.7	38.1	40.9	67.5	97.9
财务费用	0.8	1.1	-2.2	-7.6	-8.5
资产减值损失	0.4	2.2	2.4	3.8	3.8
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**	**102.6**	**164.4**
加: 营业外净收支	0.5	2.9	-	-	-
利润总额	**37.1**	**49.1**	**48.4**	**102.6**	**164.4**
减: 所得税	5.8	7.5	7.3	15.4	24.7
净利润	**31.3**	**41.6**	**41.1**	**87.2**	**139.7**

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	38.7	72.6	508.7	507.6	627.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	111.3	133.9	151.3	257.2	372.8
应收票据	2.9	21.0	21.3	36.2	52.5
预付帐款	3.3	2.1	2.4	2.9	3.5
存货	52.7	64.0	67.3	111.2	157.4
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	121.8	156.3	172.3
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**	**913.7**	**1,162.6**	**1,453.4**
短期债务	10.0	20.0	-	-	-
应付帐款	154.1	177.7	186.1	307.5	435.1
应付票据	9.9	38.1	31.7	52.3	74.1
其他流动负债	8.3	14.8	15.5	22.1	30.1
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**	**235.7**	**384.3**	**541.6**
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	576.0	666.2	809.1
股东权益	**136.8**	**178.4**	**678.1**	**768.3**	**911.3**

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	31.3	41.6	43.8	90.2	143.0
加: 折旧和摊销	11.0	13.9	10.1	14.7	17.8
资产减值准备	0.4	2.2	2.4	3.8	3.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.2	1.3	1.1	-2.2	-7.6
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	0.5	0.0	-19.0	-19.9	-25.0
经营活动产生现金流量	**41.8**	**59.4**	**35.0**	**81.2**	**131.1**
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**	**438.2**	**7.6**	**8.5**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	7.8%	27.3%	4.5%	70.0%	44.9%
营业利润增长率	15.2%	26.3%	4.6%	112.2%	60.2%
净利润增长率	8.2%	33.0%	-1.2%	112.2%	60.2%
EBITDA 增长率	16.4%	26.1%	-7.5%	94.9%	58.3%
EBIT 增长率	14.1%	26.4%	-2.5%	105.7%	64.1%
NOPLAT 增长率	7.3%	32.9%	-8.1%	105.7%	64.1%
投资资本增长率	7.5%	24.9%	-15.4%	62.4%	29.2%
净资产增长率	29.7%	30.4%	278.7%	12.9%	18.3%
利润率					
毛利率	28.7%	29.1%	29.4%	31.4%	33.0%
营业利润率	11.9%	11.8%	11.8%	14.7%	16.3%
净利润率	10.2%	10.6%	10.0%	12.5%	13.8%
EBITDA/营业收入	15.7%	15.5%	13.7%	15.8%	17.2%
EBIT/营业收入	12.2%	12.1%	11.3%	13.6%	15.4%
运营效率					
固定资产周转天数	93	97	108	72	59
流动营业资本周转天数	275	252	231	158	165
流动资产周转天数	244	231	459	431	380
应收帐款周转天数	134	113	125	103	109
存货周转天数	60	54	58	46	48
总资产周转天数	371	346	591	537	467
投资资本周转天数	397	363	357	254	249
投资回报率					
ROE	22.9%	23.3%	6.5%	11.7%	15.7%
ROA	9.7%	9.6%	4.8%	7.8%	9.8%
ROIC	9.8%	12.1%	9.6%	22.4%	22.3%
费用率					
销售费用率	5.7%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用率	9.3%	9.7%	10.0%	9.7%	9.7%
财务费用率	0.3%	0.3%	-0.5%	-1.1%	-0.8%
三费/营业收入	15.3%	16.2%	16.5%	15.6%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	58.6%	25.8%	33.3%	37.3%
负债权益比	135.1%	141.8%	34.8%	50.0%	59.4%
流动比率	1.15	1.17	3.22	2.40	2.25
速动比率	0.86	0.92	2.93	2.10	1.96
利息保障倍数	44.52	42.88	-21.18	-12.46	-18.30
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	0.88	1.40
BVPS(元)	1.34	1.75	6.64	7.52	8.92
PE(X)	97.6	73.4	69.8	33.9	21.4
PB(X)	22.3	17.1	4.5	4.0	3.4
P/FCF	-587.3	-85.4	34.4	-19.8	-113.7
P/S	9.9	7.8	7.5	4.4	3.0
EV/EBITDA	-	-	48.9	26.4	16.9
CAGR(%)	42.3%	50.9%	68.9%	52.9%	47.5%
PEG	2.3	1.4	1.0	0.6	0.4
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

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
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
张勤	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**胡珍**	**深圳联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**		
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