

电信运营/信息技术

盛路通信 (002446)

DA 放量在即，开创人车互联时代

——盛路通信调研报告

	宋嘉吉 (分析师)	王胜 (分析师)	周明 (研究助理)
	021-38674943	021-38674874	0755-23976212
	songjiayi@gtjas.com	Wangsheng014132@gtjas.co	zhouming@gtjas.com
证书编号	S0880514020001	S0880514060012	S0880113080001

本报告导读:

盛路子公司合正电子的 DA 产品在国内市场处于领先地位，产品热销，预计 2015 年销量达 30 万台。同时公司有望进入车联网市场，开发广阔的汽车后市场。

投资要点:

- **维持“增持”评级，上调目标价至 43.2 元。** 公司已完成对合正电子的并购，其开发的 DA 系统市场定位精准，前装汽车客户开拓有突破性进展，预计未来销量可观。考虑并表因素，预测 2014-2015 年 EPS 分别为 0.28/0.72 元（分别上调 33%和 157%）。公司 DA 产品具备划时代意义，且为进入车联网市场提供了切入口，参考可比公司 2015 年平均 60 倍的 PE（见附表），上调目标价至 43.2 元（+66%），维持“增持”。
- **合正电子 DA 产品差异化显著，预计 2015 年销量 30 万台。** 合正电子的 DA 产品能够通过 HDMI、USB、WiFi 等方式实现与众多型号的手机无缝对接，双向操控，现已支持东风日产、东风本田、广汽本田等多款畅销车型。我们认为合正的产品定位清晰：1) 不涉入汽车内部控制系统，使得对产品安全性要求极高的汽车厂商容易接受；2) 充分发挥 DA 的映射功能，做到产品简约，但功能丰富。根据合正在前装、特装以及后装市场的拓展情况以及公司产品的国内领先优势，我们预测其 DA 产品 2015 年的销量将达 30 万台，同比翻番，而市场预期为 24 万台。
- **开发车载应用 APP，伺机进入车联网市场。** 车主借助于“汽车智联 APP”可实现与 DA 产品的双向操作。我们认为，该 APP 已登录 APP STORE，为合正进入车联网市场提供了良好的切入口，未来公司有望凭借规模级的 DA 销量快速培养大量用户，服务于车主生活，开发广阔的汽车后市场，实现从车载产品销售到提供车载运营服务的业务模式的转变。
- **催化剂：** 开拓更多的前装汽车客户；推出新颖的车载 APP 应用。
- **风险提示：** 竞争对手推出类似的车载映射系统，导致市场竞争激烈。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	313	319	709	1,117	1,498
(+/-)%	-20%	2%	123%	57%	34%
经营利润 (EBIT)	7	6	55	147	213
(+/-)%	-47%	-13%	777%	167%	45%
净利润	10	5	48	122	176
(+/-)%	-17%	-55%	953%	156%	44%
每股净收益 (元)	0.08	0.03	0.28	0.72	1.03
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	2.3%	2.0%	7.8%	13.1%	14.2%
净资产收益率 (%)	1.5%	0.7%	7.1%	16.1%	19.5%
投入资本回报率 (%)	1.4%	0.9%	5.7%	15.2%	14.3%
EV/EBITDA	88.6	95.3	48.5	20.8	16.0
市盈率	269.1	594.2	72.2	28.2	19.6
股息率 (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **43.20**

上次预测: 25.99

当前价格: 32.56

2014.11.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.82-33.78
总市值 (百万元)	5,538
总股本/流通 A 股 (百万股)	170/70
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	41%
日均成交量 (百万股)	2.50
日均成交值 (百万元)	67.48

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,206
每股净资产	7.09
市净率	4.6
净负债率	-23.56%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	-0.01	0.01
Q2	0.03	0.02
Q3	0.02	0.10
Q4	-0.01	0.14
全年	0.03	0.28

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	22%	38%	201%
相对指数	20%	34%	199%

相关报告

《天线进入景气上行，并购合正切入汽车电子》 2014.05.06

模型更新时间: 2014.11.14

股票研究

信息技术
电信运营

盛路通信 (002446)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 43.20

上次预测: 25.99

当前价格: 32.56

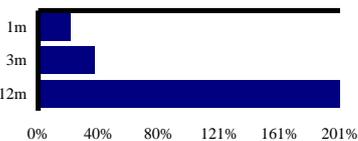
公司网址

www.shenglu.com

公司简介

公司是一家专门从事各类通信天线、微波器件设备研发和生产的民营高科技企业,也是国内规模最大、技术最先进的通信设备制造商之一,国内领先的天线、射频设备及器件的生产基地。公司产品主要为天线、射频有源设备、射频无源器件等 1500 多个品种。

绝对价格回报 (%)

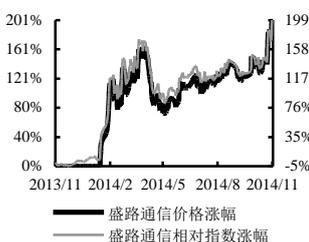


52 周价格范围 10.82-33.78
市值 (百万) 5,538

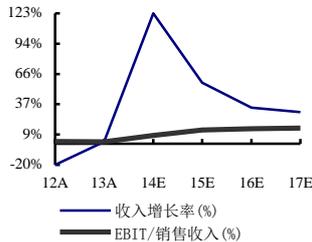
财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
损益表						
营业总收入	313	319	709	1,117	1,498	1,945
营业成本	234	241	513	786	1,070	1,381
税金及附加	2	2	5	6	7	10
销售费用	22	18	40	56	72	93
管理费用	48	51	96	123	135	175
EBIT	7	6	55	147	213	286
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	2	3	4	6
财务费用	-8	-3	-3	3	2	8
营业利润	11	5	53	140	203	273
所得税	4	3	12	31	44	59
少数股东损益	-1	-1	0	0	0	0
净利润	10	5	48	122	176	236
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	284	268	-130	748	573	677
其他流动资产	6	14	0	0	0	0
长期投资	30	31	31	31	31	31
固定资产合计	122	138	135	129	122	113
无形及其他资产	32	45	55	68	80	93
资产合计	822	837	1,183	2,148	2,701	3,002
流动负债	160	178	511	1,386	1,794	1,889
非流动负债	2	2	1	3	6	10
股东权益	657	655	669	758	899	1,101
投入资本(IC)	366	358	771	775	1,191	1,271
现金流量表						
NOPLAT	5	3	44	117	171	229
折旧与摊销	20	19	19	21	23	25
流动资金增量	-48	46	-464	-3	-423	-88
资本支出	-8	-47	-19	-16	-12	-7
自由现金流	-30	22	-420	119	-241	159
经营现金流	-31	61	-381	157	-178	214
投资现金流	-37	-50	-17	-12	-7	-1
融资现金流	24	-31	0	733	10	-109
现金流净增加额	-44	-21	-397	877	-175	104
财务指标						
成长性						
收入增长率	-19.7%	2.0%	122.5%	57.5%	34.1%	29.8%
EBIT 增长率	-46.6%	-13.2%	777.0%	166.9%	45.1%	34.2%
净利润增长率	-17.4%	-54.7%	953.4%	156.5%	43.6%	34.3%
利润率						
毛利率	25.1%	24.3%	27.7%	29.6%	28.5%	29.0%
EBIT 率	2.3%	2.0%	7.8%	13.1%	14.2%	14.7%
净利润率	3.2%	1.4%	6.7%	10.9%	11.7%	12.1%
收益率						
净资产收益率(ROE)	1.5%	0.7%	7.1%	16.1%	19.5%	21.4%
总资产收益率(ROA)	1.2%	0.5%	4.0%	5.7%	6.5%	7.9%
投入资本回报率(ROIC)	1.4%	0.9%	5.7%	15.2%	14.3%	18.0%
运营能力						
存货周转天数	114	100	100	100	100	100
应收账款周转天数	265	260	260	260	260	260
总资产周转天数	967	950	520	544	591	535
净利润现金含量	-3.06	13.43	-7.98	1.28	-1.01	0.91
资本支出/收入	2%	15%	3%	1%	1%	0%
偿债能力						
资产负债率	19.7%	21.5%	43.3%	64.7%	66.6%	63.3%
净负债率	-40.1%	-40.9%	19.5%	6.1%	35.7%	18.1%
估值比率						
PE	269.1	594.2	72.2	28.2	19.6	14.6
PB	4.1	4.1	5.1	4.5	3.8	3.1
EV/EBITDA	88.6	95.3	48.5	20.8	16.0	11.7
P/S	8.6	8.4	4.9	3.1	2.3	1.8
股息率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

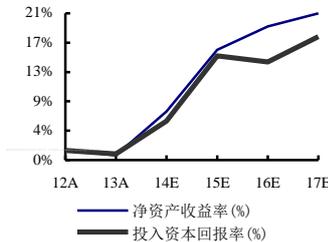
股票绝对涨幅和相对涨幅



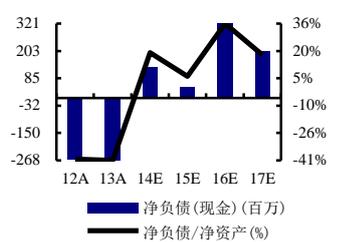
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



附表：可比公司估值水平

公司 简称	收盘价	EPS			PE			PEG (FY1)
		11月14日	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
三元达	9.16	-0.20	0.14	0.21	-45	66	43	-
奥维通信	11.10	0.14	0.23	0.28	79	78	79	1.9
邦讯技术	20.00	0.25	0.65	0.93	78	31	21	0.9
荣之联	36.90	0.38	0.53	0.84	96	69	44	2.0
四维图新	20.68	0.21	0.28	0.38	99	73	54	2.8
天泽信息	17.05	0.22	0.38	0.54	79	45	31	1.3
平均值					65	60	46	1.8
盛路通信	32.56	0.28	0.72	1.03	116	45	32	1.3

数据来源：wind，国泰君安证券研究（注：以上可比公司 EPS 预测值均来自 wind 一致预期）

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		