

通信天线保成长 智能车载助超越

——盛路通信(002446)投资价值分析报告

投资要点

●公司概况:公司是专业的通信天线及射频产品的研发、生产制造企业,形成了较为完整的通信天线产品线,公司一直在通信天线技术发展的前列,现有产品广泛应用于航空航天、雷达、电子对抗、遥感遥测、微波通信、移动通信、卫星通信、数字广播等军民用电子设备,涉足军工、人防等领域。我们认为4G及相关投资的加大,将对公司的业务形成较大的推动,从而拉动公司业绩的大幅增长。

●公司近期发布公告,拟向罗剑平、郭依勤等45名自然人发行股份及支付现金合计4.8亿元购买其合计持有的合正电子100%的股权;同时,公司拟向不超过10名其他特定投资者发行股份募集配套资金,募集配套资金总额不超过本次交易总金额的25%;配套资金部分用于支付购买资产的现金对价,剩余部分作为标的公司的营运资金,提高本次交易整合绩效。

●标的公司合正电子成立于2009年,专注于提供车载移动互联网的产品与服务,目前产品主要包括“车载电脑(CarPC)”与“DA智能系统”两大类。

●合正电子的DA智能系统具有广阔的市场发展空间。根据全球移动通信系统协会(GSMA)以及市场研究公司SBD发布的报告,到2018年,全球车联网的市场总额将达到390亿欧元。专业人士分析认为,2015年中国汽车保有量有望突破1.6亿辆,车联网应用和服务渗透率有望达到20%,国内车联网市场规模有望突破1500亿。合正电子2011年开始投入DA智能系统的研发,历时两年多的技术攻关、产品调试、细节完善,于2013年通过东风日产的准前装测试,目前已在东风日产、大众、丰田、广汽等厂商众多车型成功运用,已占据市场领先地位,合正电子的DA智能系统具有明显的竞争优势。

●公司通过重组切入车联网,以正合、通大路;重组对象合正电子通过与资本市场结合,可以借助资本、技术、品牌、人才等综合优势,使业务发展基础更为巩固。我们认为2014-2016年是DA智能系统量升价稳的成长期,合正电子将从中获得巨大经济收益。对于公司来说,合正电子的加盟,可以优化公司的业务结构,弱化通信行业波动的影响,增强上市公司盈利能力的可持续性和稳定性。

●估值较为合理,长期发展可期:按照2014年盈利预测来测算,本次交易的市盈率(2014年10倍)显著低于盛路通信的市盈率(2014年142倍),也显著低于同行业上市公司的平均估值水平(2014年61.7倍),不仅有利于保障股东的权益,而且有利于公司未来的进一步收购和发展。本次交易现金补偿及奖励计划的保驾护航,有效保障了全体股东的权益,业绩补偿则是对股东权益的底线保障,奖励则是对合正电子股东的正面激励,也是提升公司长期竞争力和实现股东财富最大化的重要手段。

1、盛路通信是完整通信天线产业链提供商

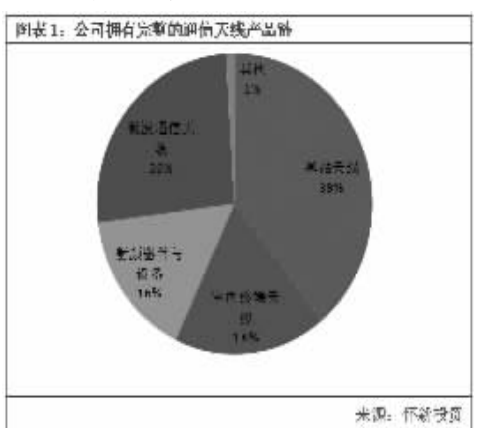
1.1 公司已形成完整通信天线产业链

广东盛路通信科技股份有限公司(以下简称公司)是专业的通信天线及射频产品的研发、生产制造企业,目前产品线涵盖主干网传输天线、基站天线、网络覆盖天线、终端天线、无源器件、有源设备、汽车天线、网络测试设备等领域,形成了通信设备产品系列,特别是形成了较为完整的通信天线产业链。

公司一直走在通信天线技术发展的前列,目前公司已经掌握了无源射频、微波射频等关键技术,2001年至今,公司一直被广东省科学技术厅认定为高新技术企业,2011年再度被科技部认定为国家高新技术企业。

公司能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,为市场开拓提供有力的保障。

公司通过并购增资深圳朗赛微波通信有限公司和投资设立湖南盛路人防科技有限责任公司,涉足军工、人防等领域。公司目前已经掌握相控阵雷达系统中核心器件部件的关键技术,并和国内军工研制、生产单位建立了良好的业务关系,除此之外还致力于研究北斗天线系列产品,其现有产品广泛应用于航空航天、雷达、电子对抗、遥感遥测、微波通信、移动通信、卫星通信、数字广播等军民用电子设备。



1.2 公司将显著受益于4G投资加大
公司自成立以来,一直与中国移动、华为技术、中兴通讯这些国际知名的运营商和系统集成商进行配套集成销售,已形成了稳定国内客户群;公司已经建立了覆盖20多个省级地区、辐射全国的销售服务网络。

2011年以来,国内通信行业投资增长放缓,终端客户不断挤压设备采购价格,同时国内通信天线市场竞争加剧,导致公司产品价格呈逐渐下降趋势,进而营业收入出现下滑。

为避免3G时代由于牌照迟发而导致的产业落后,同时也为了使中国移动通信产业在全球更加具有话语权,中国政府以及中国移动积极拓展TD-LTE商业网络规模与联盟。IDC预计2014年中国4G网络商业化运营带动的IT投资将达336亿美元,2017年将达460亿美元的规模。

我们认为4G及相关投资的加大,将对公司的业务形成较大的推动,从而拉动公司业绩

2、公司通过本次重组,切入车联网发展快车道

2.1 重大重组方案概况

公司一直寻求对外业务拓展的机会,以更好实现公司业务和利润保持快速增长,从而为股东创造最大的价值。

2014年1月25日,公司与罗剑平、郭依勤等45名自然人签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》及《业绩补偿协议》,公司拟向罗剑平、郭依勤等45名自然人发行股份及支付现金合计对价4.8亿元购买其合计持有的合正电子100%的股权。

同时,公司拟向不超过10名其他特定投资者发行股份募集配套资金,募集配套资金总额不超过本次交易总金额的25%;配套资金部分用于支付购买资产的现金对价,剩余部分作为标的公司的营运资金,以提高整合绩效。

本次发行股份及支付现金购买资产与配套融资不互为前提,最终配套融资成功与否不影响本次发行股份及支付现金购买资产行为的实施。本次交易完成后,公司的控股股东及实际控制人不会发生变化,本次交易构成重大资产重组,但不构成借壳上市。

图2: 发行前后股权结构

姓名	持股数量(万股)	持股比例(%)
罗剑平	2,000	41.67
郭依勤	1,000	20.83
其他43名自然人	1,800	37.50

本次交易完成后,公司将持有合正电子100%股权,可以快速切入车载信息领域,强化公司在汽车电子领域的业务布局,通过优势互补,发挥双方在车厂渠道、特种行业应用、产业与资本等方面的协同效应,提升公司价值,增强盈利能力的可持续性和稳定性。

2.2 合正电子概况

深圳市合正汽车电子股份有限公司(以下简称“合正电子”)成立于2009年,专注于提供车载移动互联网的产品与服务,满足驾乘者对车安全、车生活、车应用”的需求。合正电子的实际控制人为罗剑平、郭依勤。

合正电子自主研发的车载信息能够实现“智能互联、人机交互”的车载移动互联网功能,产品主要包括“车载电脑(CarPC)”与“DA智能系统”两大类。

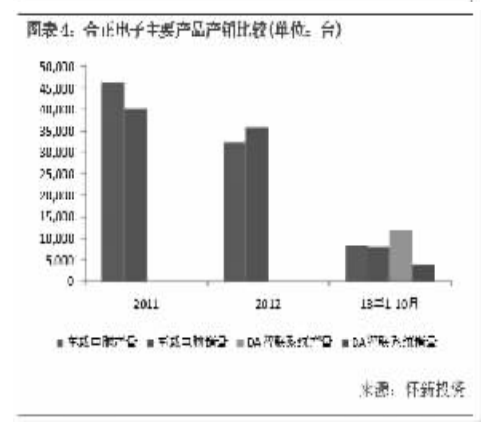
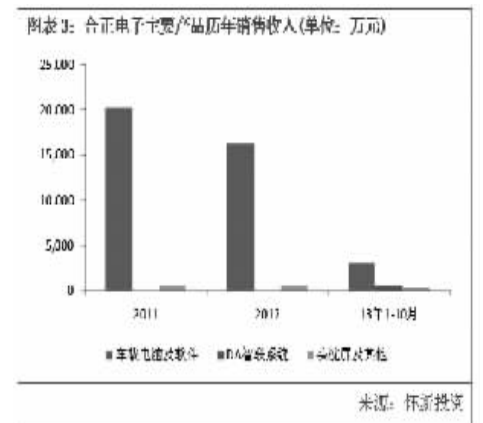
2009年合正电子成功推出第一代车载信息系统即车载电脑(CarPC),目前已累计销售约10万台,合正电子是车载市场唯一能够批量生产并大规模应用推广的车规级电脑厂家。

2012年下半年开始,由于中日政治事件的影响和智能手机等相关设备快速发展,使得车载电脑的经营环境发生较大变化,合正电子车载电脑销量和售价处于下降中。

随着智能手机的普及与移动互联网的迅速发展,合正电子于2013年成功推出全新一代车载信息系统——DA智能系统,该产品可与智能手机无缝连接,实现车载移动互联网功能,并

通过了东风日产天籁、新轩逸等车型的NADS认证并进入准前装市场。

2013年7月,合正电子开始推出新一代产品——DA智能系统,鉴于2013年7-10月,DA智能系统尚处于推广期,推出时间较短,报告期内尚未形成较大规模的收入。目前DA智能系统已经通过直营渠道产品铺底以及部分产品发送至经销商、直营店或车厂专营店等形式进行前期的展示、推广。



2.3 DA智能系统具有广阔的市场发展空间

2.3.1 车联网的大时代已经来临

自上世纪30年代全球首台车载收音机问世以来,车载电子产品经历了从车载收音机到车载CD机、车载DVD机、车载DVD导航、车载信息系统发展历程,功能由单一的音频播放向集智能导航、通信、移动办公、多媒体娱乐、汽车安防、辅助驾驶和远程故障诊断等功能于一体的信息系统转变。

未来五年车载智能有望进入快速成长期,渗透率将大幅提升,产业规模有望五年增长十倍,达到千亿规模的市场空间。中国汽车电子2012年销售额超过3200亿元,预计2016年有望接近7000亿元的水平。而车联网在全球市场的渗透率不到10%,国内市场不到5%,均处于较低水平。

根据全球移动通信系统协会(GSMA)以及市场研究公司SBD发布的报告,到2018年,全球车联网的市场总额将达到390亿欧元,2015年全球超过50%的车辆需要提供车联网服务,2025年以后每一辆新生产的汽车都需要提供车联网服务。

2004-2013年我国民用汽车拥有量从2700万辆到1.27亿辆,年均复合增长率高达16.8%。专业人士分析认为,2015年中国汽车保有量有望突破1.6亿辆,车联网应用和服务渗透率有望达到20%,国内车联网市场规模有望突破1500亿。



汽车电子、软件信息服务、智能交通、车载移动互联网等多个行业近年来受到国家的高度重视,相继出台多项政策支持,对汽车电子尤其是车联网产业的发展都起到了重大促进作用。目前,工业和信息化部正在从产业规划、技术标准等多方面着手,加大对车载信息服务的支持力度,以推进车联网产业的全面铺开。(见图6)

2.3.2 DA智能系统具有明显的竞争优势

现有的产品和模式存在不足亟待解决,目前国内的汽车产品主要以DVD导航为主,前装产品质量较好但价格较高,后装产品竞争激烈,价格低、产品质量参差不齐。DVD导航产品的功能扩展性差,难以便捷地提供更多的服务内容,因此性价比比较低。

行业内高端产品主要以Telematics运营模式为主,此种模式车主后续付费意愿不强,推广及运营难度较高。因此,行业现有的产品和模式为合正电子的DA智能系统提供了广阔的发展空间。

DA智能系统作为新一代的车载信息系统产品,对目前行业内的车载电脑产品、车载DVD导航产品以及其他基于Telematics运营模式的汽车信息系统产品具有一定的替代性。

图表6: 近年来国家出台相关行业政策一览

时间	文件名称	主要内容
2010年10月	《国务院关于加强汽车电子产业发展的指导意见》	鼓励汽车电子产业发展,提升汽车电子产业水平,支持汽车电子企业技术创新,提高汽车电子产品的质量和竞争力。
2011年3月	《工业和信息化部关于促进汽车电子产业发展的指导意见》	支持汽车电子企业技术创新,提高汽车电子产品的质量和竞争力,推动汽车电子产业健康发展。
2011年12月	《国务院十二五规划纲要》	支持汽车电子企业技术创新,提高汽车电子产品的质量和竞争力,推动汽车电子产业健康发展。
2012年8月	《工业和信息化部关于促进汽车电子产业发展的指导意见》	支持汽车电子企业技术创新,提高汽车电子产品的质量和竞争力,推动汽车电子产业健康发展。

来源: 怀新投资

图表11: 业绩补偿与奖励条款约定细则

触发条件	责任界定	补偿或奖励金额	后续措施
若2014年至2016年任一会计年度扣非净利润未达到当年承诺净利润的90% (不包括本数)	补偿义务人应当支付补偿	当年补偿金额=合正电子承诺当年扣非净利润-合正电子当年实际实现扣非后的净利润	公司应在合正电子当年年度财务审计报告出具后的10个工作日内,书面通知补偿义务人支付上述补偿金额,补偿义务人应在收到通知后90个工作日内以现金(包括银行转账)方式支付给公司。
若2014年至2016年任一会计年度扣非净利润未达到当年承诺净利润的90% (不包括本数)	启动特别补偿措施	当年补偿金额=合正电子承诺当年扣非后的净利润-合正电子当年实际实现扣非后的净利润	在此情形下,补偿义务人须先以取得的公司股份进行补偿(公司以无偿回购),不足部分由补偿义务人以现金方式一次性补足,公司应在当年年度审计报告出具后30个工作日内召开董事会,以人民币1.00元总价回购补偿义务人应补偿的股份,应补偿的股份数量=当年补偿金额÷本次股票发行价格,并以书面方式通知补偿义务人,补偿义务人取得的公司股份数量不足补偿的部分,应以现金方式补足。
若合正电子2014年-2016年累计完成扣非后的净利润超过2014年-2016年累计承诺扣非后的净利润的10% (不包括本数)	公司应支付奖励	奖励金额=(合正电子2014年-2016年累计完成扣非后的净利润-2014年-2016年累计承诺扣非后的净利润)÷2014年-2016年累计承诺扣非后的净利润×48,000万元,上述奖励金额最高不超过本次交易对价的30%。	奖励金额计入当期期末未分配利润,在符合现金分红条件的前提下,公司应优先以现金方式向全体股东分红,但每年分红比例最大不得超过上一会计年度实现的净利润,具体支付按约定。

来源: 怀新投资

图6: Telematics模式与车载智能模式对比

对比项	Telematics模式	车载智能模式
服务模式	基于车联网,提供个性化服务	基于本地化服务,提供通用服务
数据交互	实时交互,数据量大	本地交互,数据量小
用户体验	个性化、智能化	通用化、简单化
运营难度	高	低

来源: 怀新投资

与国际主流车厂推出的同类产品相比,DA智能系统价格优势较为明显,能广泛适用于大众、东风日产等60多款主流车型,并能同时兼容130余款主流智能手机,实现车机、手机流畅双向控制,具有一定的竞争优势。

相比传统DVD导航等既有车载电子产品,DA智能系统通过与智能手机无缝连接,满足了驾乘者对车载移动互联网应用服务的需求,并在品质、应用体验等方面实现了质的突破。

图8: DA智能系统与传统DVD导航产品对比

对比项	DA智能系统	传统DVD导航产品
设计理念	基于车联网,提供个性化服务	基于本地化服务,提供通用服务
智能手机连接	支持主流智能手机,实现双向控制	不支持智能手机
语音控制	支持语音控制,实现人机交互	不支持语音控制
数据输出	支持多种数据输出,实现数据共享	不支持数据输出
兼容性	兼容多种主流车型,实现广泛覆盖	兼容性差

来源: 怀新投资

与消费类电子产品不同,在车载产品的稳定性、可靠性、规范性、连续性等方面技术要求更高,车载信息系统由于涉及到车厂、4S店、终端用户等多个环节,对性价比要求较高,磨合时间较长,对新进企业研发、销售、服务等方面的综合能力要求很高,因此具有比较高的行业壁垒。

合正电子2011年开始投入DA智能系统的研发,历时两年多的技术攻关、产品调试、细节完善,于2013年通过东风日产的准前装测试,目前已在东风日产、大众、丰田、广汽等厂商众多车型成功运用,已占据市场领先地位。

3、公司通过重组切入车联网,以正合、通大路

3.1 合正电子与资本市场结合,发展基础更巩固

公司在汽车天线领域有所涉及,加上上市公司的品牌效应,因此在车厂渠道方面对于合正电子有一定的协同效应。未来车联网的发展更是需要资本、技术、人才方面的整合,本次交易完成后,公司将向合正电子提供6000万元财务资助,罗剑平、郭依勤也将向合正电子提供1500万元财务资助,为合正电子日常运营及业务快速发展提供保障。

合正电子在零部件采购预付款、DA智能系统的市场推广、APP应用开发等,力争实现向车载移动互联网运营服务提供商的最终转型。

合正电子也将借助在技术、资本、人才、品牌等方面的综合优势,积极开发德系、韩系及国内自

主品牌车系市场,以降低产品应用车型集中度较高的风险。

对于公司来说,合正电子的加盟,可以优化公司的业务结构,弱化通信行业波动的影响,增强上市公司盈利能力的可持续性和稳定性。

3.2 业绩快速增长,对价甚为合理

随着前期推广活动的进行,客户对合正电子DA智能系统体验的加深,合正电子也将将在2013年11月后对DA智能系统进行大规模推广。由于DA智能系统具有较高技术含量和研发难度,因此短期内出现更为先进、颠覆性同类产品概率较低,我们认为2014-2016年是DA智能系统量升价稳的成长期,合正电子将从中获得巨大经济收益。

通过对车厂、经销商、直营等销售方式进行分解,预计合正电子在2014-2016年实现营业收入为34898万元、41689万元、50248万元,归属于母公司净利润4785万元、5999万元、7480万元。

图9: 合正电子营业收入预测主要指标

年份	营业收入(万元)	净利润(万元)
2014	34,898	4,785
2015	41,689	5,999
2016	50,248	7,480

我们预计盛路通信2014年度实现的每股收益为0.09元,对应本次发行股份购买资产的股票发行价12.82元的市盈率为142倍。按2014年净利润4785万元计算,收购合正电子的市盈率为10倍,同行业上市公司相对估值2014年PE的均值为61.7倍。本次交易的市盈率显著低于盛路通信的市盈率,也显著低于同行业上市公司的平均估值水平。

图10: 合正电子发行前主要财务指标

指标	数值
营业收入	15,000
净利润	1,500
总资产	10,000
净资产	8,000

图11: 合正电子发行前主要财务指标

指标	数值
营业收入	15,000
净利润	1,500
总资产	10,000
净资产	8,000

3.3 现金补偿及奖励计划保驾护航

补偿义务人合正电子现有45名股东承诺,合正电子在利润承诺期间净利润具体如下:2014-2016年承诺扣非后净利润分别为4800万元、6000万元、7500万元。

若合正电子2014年-2016年累计完成扣非后的净利润超过2014年-2016年累计承诺扣非后的净利润的10% (不包括本数)时,公司向交易对方支付奖励,奖励金额最高不超过本次交易对价的30%,即不超过14400万元。

业绩补偿与奖励条款作为本次交易的重要组成部分,是保障公司全体股东权益的有效手段,业绩补偿则是对股东权益的底线保障,奖励则是对合正电子股东的正面激励,也是提升公司长期竞争力和实现股东财富最大化的重要手段。(见图11)

(深圳市怀新企业投资顾问有限公司)(CIS)