

武汉凡谷（002194）：天时地利人和——09、10 年丰收在望 增持（维持）

通信行业

当前股价：18.78 元 6 个月目标价：21.00 元

报告日期：2009 年 2 月 9 日

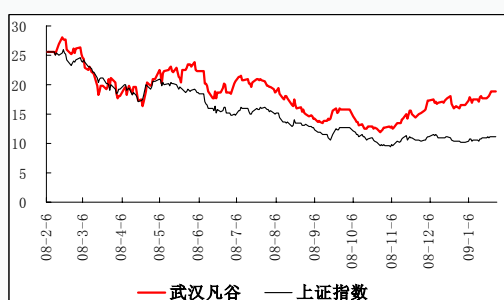
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,032	1,428	1,894	2,348
(+/-)	26.2%	38.4%	32.6%	24.0%
营业利润	258	344	471	561
(+/-)	32.4%	33.4%	37.0%	19.0%
归属于母公司 的净利润	229	322	400	477
(+/-)	45.7%	40.7%	24.3%	19.0%
每股收益（元）	0.54	0.75	0.94	1.11
净资产收益率	18.63%	19.57%	22.40%	24.31%
市盈率（倍）	35	25	20	17

公司基本情况（2008 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	42,760/10,760
流通市值（亿元）	20.21
每股净资产（元）	4.08
资产负债率（%）	20.91

股价表现（最近一年）



分析师—姜军 组长—邹高
021-58824282-882 jiangj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 公司的市场需求：国际市场受金融危机的影响不大，国内市场得益于3G建设，综合来看未来2-3年公司射频器件产品的市场需求仍将保持高速增长。
- 公司的盈利能力：虽然受到下游电信设备商的降价压力，但毛利较高的3G射频子系统和滤波器出货量增加以及铝、银等金属原材料价格下滑有利于公司保持综合毛利率稳定。
- 目前公司09年动态市盈率为20倍，在A股同行业上市公司中处于较低水平，公司业绩稳定增长明确，维持“增持”评级。

投资要点：

- 07 年公司上市，募资 10 亿扩充产能，08 年国内 3G 启动，市场需求大幅增长，此为天时；3G 系统设备招标，国内电信设备商份额大幅提升，此为地利；管理层经营稳健，骨干员工股权激励，此为人和。
- Vodafone2008年第三财季报告表明：得益于移动数据业务高速增长和发展中国家移动电话普及率持续上升，全球电信行业受到经济危机的影响不大，情况好于市场预期。
- 配合国家“促内需，保增长”要求，中国三大运营商计划未来三年将投资4000亿元建设3G网络，并且在2009年开通3G服务。我们认为中国3G大规模建设产生的突发市场需求有利于凡谷利用优异的交付能力扩张在国内外电信设备商中的市场份额。
- 国内3G招标中电信设备商价格竞争激烈，进而压缩上游配套器件的盈利空间，但我们认为公司毛利率较高的3G射频子系统和滤波器出货量将上升，同时金属原材料价格大幅下滑也有利于公司降低成本，未来三年公司的综合毛利率将能保持稳定。
- 维持“增持”评级。公司是国内基站射频器件的龙头厂商，大规模及时交付能力优势明显，未来三年净利润复合增速为27.68%，对应08年PE为25倍，PEG为0.9倍，估值在A股同行业上市公司中处于较低水平，我们认为公司经营稳健、增长明确，属于良好的长期投资标的，维持“增持”评级。
- 风险提示：客户集中度较高，竞争加剧可能会使订单流失。

目录

1. 从产业链上下游看，凡谷的产品需求应可保持稳定增长	3
1.1 国外移动运营商经营形势好于预期	3
1.2 国内 3G 投资促进移动通信设备需求增长	5
1.3 成本优势有利于国内移动通信厂商份额提升	6
1.4 中国 3G 建设工期紧张，凡谷出色的交付能力优势凸显	7
2. 多种因素有助于凡谷射频器件产品的毛利率保持稳定	7
2.1 毛利率较高的滤波器和射频子系统出货量有望增加	7
2.2 铝、银等金属价格下滑促进射频器件成本降低	8
3. 公司未来收入增长预测与风险分析	9
3.1 公司未来收入增长预测	10
3.2 公司面临风险分析	11
4. 盈利预测	12
5. 公司估值和投资建议	13

图表目录

图表 1 Vodafone 全球各地区数据业务季度收入	3
图表 2 Vodafone 全球各地区季度新增用户数	3
图表 3 Vodafone 印度市场移动用户数迅猛增长	4
图表 4 Vodafone 印度市场网络持续扩容	4
图表 5 Verizon Wireless 的移动数据业务稳定增长	4
图表 6 Verizon Wireless 的移动网络资本开支并未减少	4
图表 7 全球移动用户普及率	5
图表 8 CDG 全球范围 3G 用户增长预测	5
图表 9 08、09 年是国内电信资本开支高峰年	5
图表 10 三大运营商资本开支预测	6
图表 11 华为 03-09 年销售收入增长	7
图表 12 武汉凡谷 04-09 年销售收入增长	7
图表 13 公司主营产品的销售收入占比	8
图表 14 公司主营产品的毛利率变化	8
图表 15 08 年上半年射频子系统和滤波器的销售收入增长较快	8
图表 16 电子元器件和金属材料在原材料中的成本占比	9
图表 17 银期货价格变化	9
图表 18 铝期货价格变化	9
图表 19 凡谷来自华为和其他大客户的销售收入增长情况	10
图表 20 凡谷的国内外市场销售收入增长情况	10
图表 21 各大电信设备厂商在中国 3G 招标中的市场份额（下列厂商都是凡谷的客户）	11
图表 22 公司营业收入增长分厂商地区预测	11
图表 23 欧元对人民币汇率变化	12
图表 24 盈利预测表（单位：万元）	13
图表 25 同类上市公司主要估值指标比较（单位：元、倍）	14



自武汉凡谷在 2007 年底上市以来，我们就对公司持续跟踪并发表过多篇深度研究报告和点评报告，就移动射频器件行业和公司的竞争实力做过详细的分析，基于看好公司“大规模及时交付能力”的独特优势，我们对公司一直维持“增持”评级。

此篇报告综合国内外通信行业一些最新信息，着重探讨在国际金融危机、国内 3G 大规模建设的双重背景下，未来两年移动通信设备的市场需求和武汉凡谷的发展前景。

1. 从产业链上下游看，凡谷的产品需求应可保持稳定增长

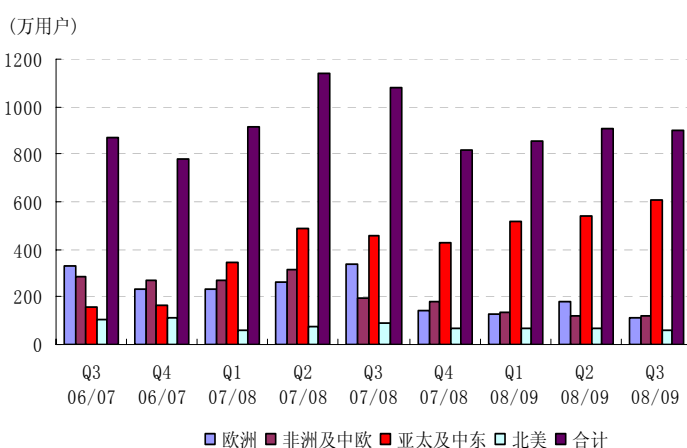
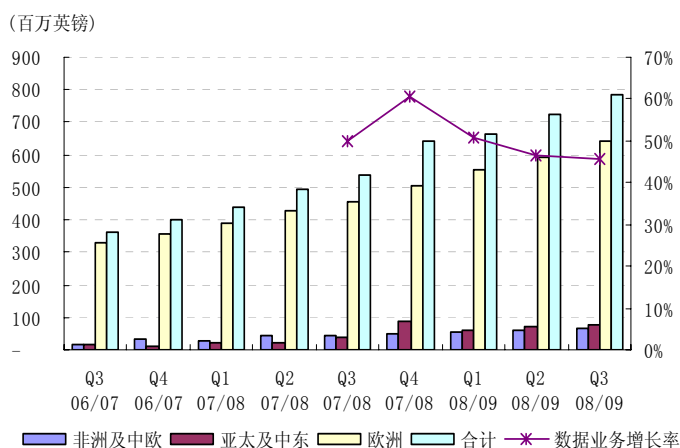
1.1 国外移动运营商经营形势好于预期

移动基站射频器件的最终用户是移动运营商，市场需求取决于运营商的资本开支规模。武汉凡谷的基站射频器件集成于华为、爱立信等大型电信设备商的移动通信基站中，面向全球移动运营商市场。受金融危机影响，08 年欧美电信运营商经营形势普遍不乐观，按用户数计算排名欧美第一和第二大的移动运营商 Vodafone 和 Telefonica 都在 08 年二季度报中对盈利作出过预警，但目前看来，欧美移动运营商的经营形势可能要好于预期。Vodafone 日前宣布，由于英镑对欧元汇率下降以及印度地区收入大幅增长，08 年第三财季销售收入同比增长 14%。超出市场平均预期，并且该公司上调了全年的盈收预期。

解读 Vodafone 的三季报，可以看出：除了汇率因素，来自全球数据业务收入增长和亚太地区主要是印度用户的增长是 Vodafone 收入超预期的两大亮点，其中数据业务在 08 年以来保持 50% 的季度同比增速，而亚太市场的季度新增移动用户数保持在 500 万以上，且有加速增长势头。

图表 1 Vodafone 全球各地区数据业务季度收入

图表 2 Vodafone 全球各地区季度新增用户数



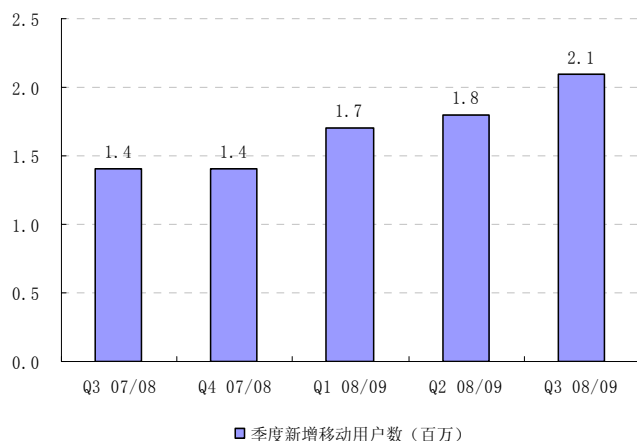
资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

在 Vodafone 各个地区业务中，印度市场移动用户增长迅猛，截止 08 年三季度，Vodafone 印度地区移动用户数达到 6,093 万，同比增长 53%，同时该地区的移动通信网络相应快速扩容，截止 08 年三季度，移动基站个数同比增长 50%。

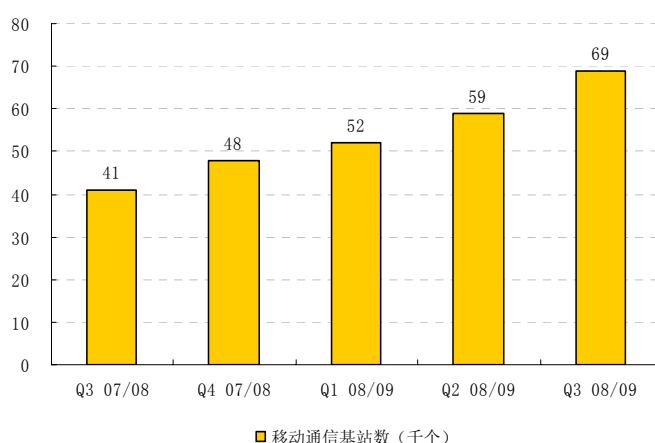


图表 3Vodafone 印度市场移动用户数迅猛增长



资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

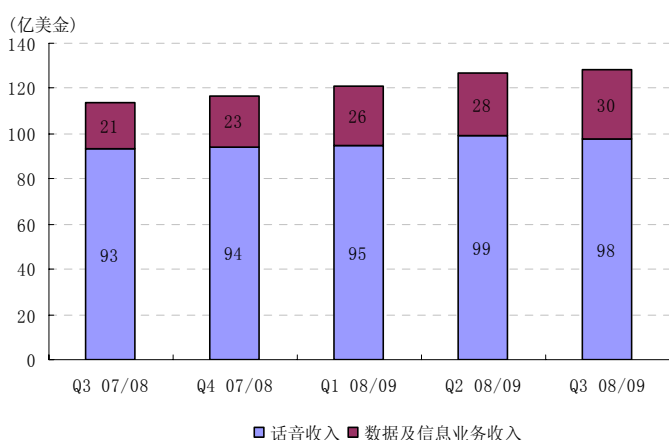
图表 4Vodafone 印度市场网络持续扩容



资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

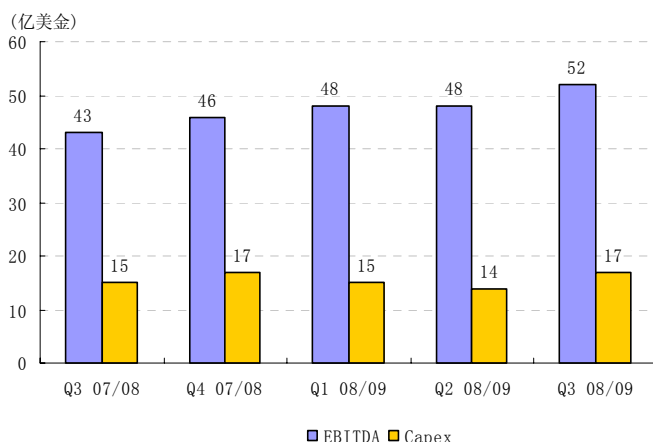
观察受金融危机影响较为严重的美国地区，与想象中的严重低迷不同，Vodafone 参股的北美最大移动运营商 Verizon Wireless 在 08 年三季度收入仍然达到 12% 的同比增速，并且资本支出也保持稳定，这主要也是得益于移动数据及信息业务的稳定增长。

图表 5Verizon Wireless 的移动数据业务稳定增长



资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

图表 6Verizon Wireless 的移动网络资本开支并未减少



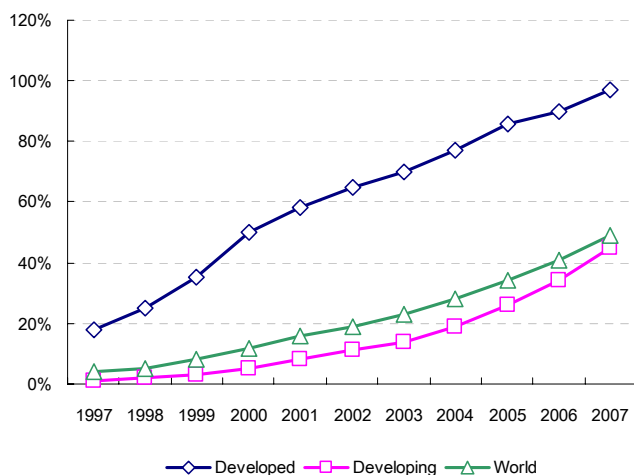
资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

上述 Vodafone 的运营数据表明：1、欧美等发达国家移动电话普及率较高，用户增长缓慢，但由于移动通信消费的收入弹性较小，所以尽管面临金融危机的冲击，运营商的话音收入仍可保持稳定，并且得益于越来越多的用户使用智能手机及移动宽带数据卡，数据业务收入呈现快速增长势头。2、发展中国家的移动电话普及率仍然很低，在运营商推出超低价终端、预付费等优惠资费措施后，来自低收入群体的移动用户数保持较高增速。3、配合全球范围数据业务和发展中国家移动用户的高速增长，欧美运营商的移动网络设备扩容“量”上面并未受经济疲软而停滞，而更多的是从成本控制“效率”方面加以约束。

结合 ITU 和 CDG 等官方机构最新的预测数据，我们认为高速数据业务和发展中国家移动用户普及是未来 3-5 年全球移动通信业务发展的两个最主要的驱动因素，并有

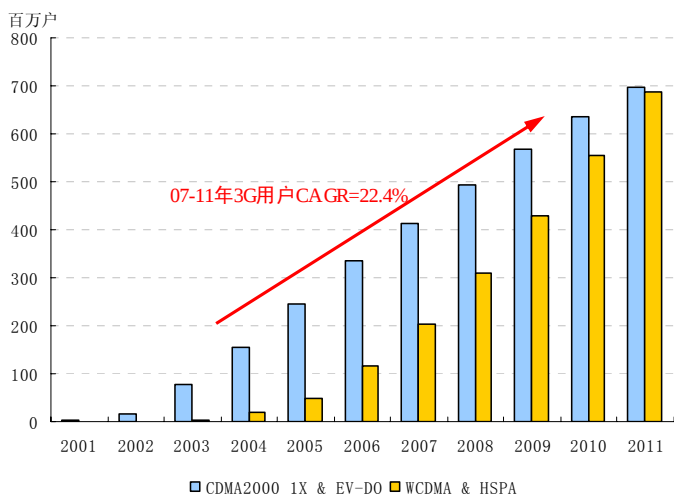
助于移动通信行业抵御世界范围经济疲软带来的影响。

图表 7 全球移动用户普及率



资料来源：ITU、天相投资顾问有限公司

图表 8 CDG 全球范围 3G 用户增长预测



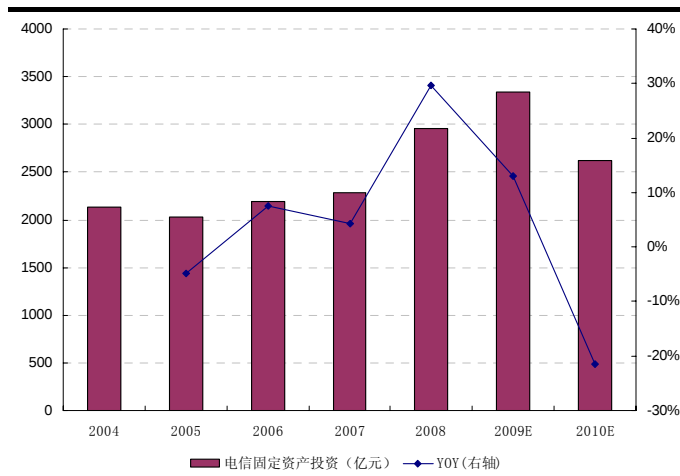
资料来源：CDG、GSA、天相投资顾问有限公司

1.2 国内 3G 投资促进移动通信设备需求增长

2008 年 5 月中国宣布运营商重组启动后，国内三大运营商在移动通信网络方面资本开支明显提速，中移动和中电信在 2008 年下半年相继进行了 TD-SCDMA 二期和 CDMA1X 一期网络建设招标。2009 年 1 月 7 日 3G 牌照正式发放后，工信部公告称中国三家电信运营商 2009 年 3G 建设总投资为 1700 亿元，预计三年内 3G 建设投资约为 4000 亿元，网络基本覆盖全国所有地市、大部分县城和发达乡镇。

从工信部最新的电信行业统计数据看，08 年国内电信资本开支达 2953.7 亿元，同比增长 29.6%，我们预计 09 年的国内电信资本开支为 3338 亿元，同比增长 13.27%。

图表 9 08、09 年是国内电信资本开支高峰年



资料来源：工信部、天相投资顾问有限公司

在世界范围经济危机背景下，中国 3G 大规模建设启动给全球电信设备商增加了“御寒衣物”，我们预计 09 年国内移动通信网络方面的资本开支将达 1,897 亿元，

同比增长 18.97%，其中无线核心网设备的投资额约占 60%左右，国内外移动通信主设备商华为、中兴、爱立信、诺基亚等都将分享中国 3G 建设的盛宴，武汉凡谷等基站射频器件供应商也间接受益。

图表 10 三大运营商资本开支预测

三大电信运营商资本开支(亿元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
中移动	1318	1572	1748	1390	1100
中国联通	464	646	840	480	490
中电信	480	729	750	750	650
合计	2262	2947	3338	2620	2240
YOY		30.27%	13.27%	-21.51%	-14.50%
2G/3G移动通信网络建设(亿元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
中移动	898	1000	1213	900	695
中国联通	165	287	384	168	174
中电信	24	279	300	250	200
合计	1087	1566	1897	1318	1069
YOY		44.09%	21.14%	-30.53%	-18.86%
3G网络建设投资(亿元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
中移动	267	300	558	300	200
中国联通	0	0	269	118	122
中电信	0	279	300	250	200
合计	267	579	1127	668	522
YOY		116.91%	94.56%	-40.75%	-21.84%

资料来源：天相投资顾问有限公司

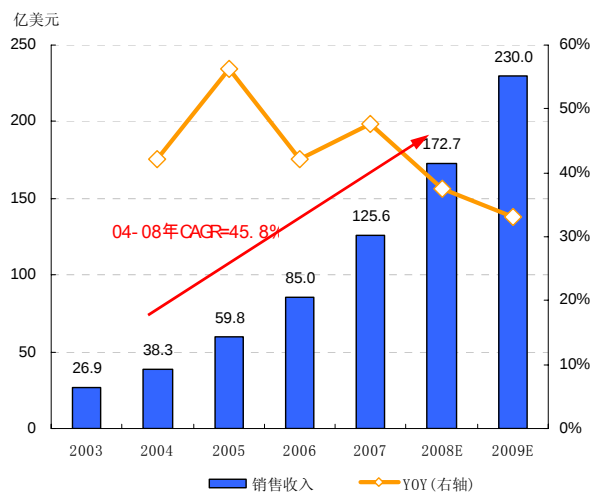
1.3 成本优势有利于国内移动通信厂商份额提升

面对经济不景气，欧美电信运营商如 Vodafone 更加注重成本控制，同时有些国际电信设备商如北电则陷入经营困境，这其实都给华为、中兴这样的具有成本优势的中国电信设备厂商提供了改变竞争格局、拓展国际市场的良好时机。一方面，运营商有节省资本开支的需求，更希望找到合适的设备供应商，提供“价廉物美”的服务；另一方面，国际电信设备厂商之间的兼并重组使得进入运营商设备采购短名单的企业减少，价格战不会像以前那么激烈。

相比阿朗、诺基亚等国际大公司，华为和中兴的成本优势明显，近几年在研发技术方面赶超后，市场份额得到迅速提升。根据 ETL Wireless Research 的数据，在 08 年三季度，华为和中兴承揽了全球 70%的基站新增合同，较 07 年同期有所增加。而在欧美等发达国家市场，华为已经取得突破，09 年 1 月华为宣布被北欧和波罗的海地区最大的电信运营商 TeliaSonera 选中，为其在挪威首都奥斯陆部署全球首个 LTE 商用网络。

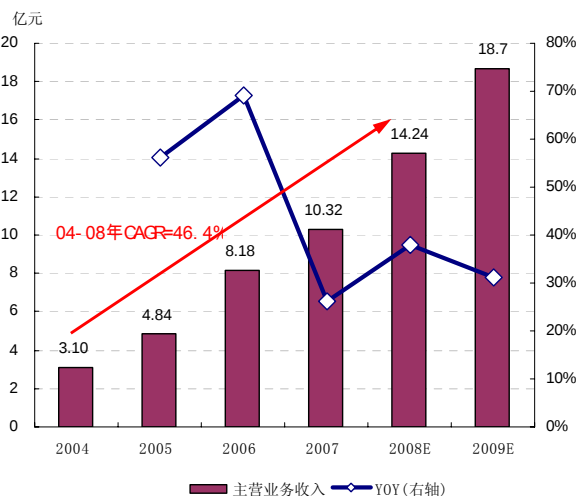
在北电破产，MOTO 和阿朗亏损的背景下，华为宣布 08 年度的订单销售额达到 233 亿美元，同比增长 45.63%，并预计 09 年订单销售额突破 300 亿美元，继续保持快速增长势头。武汉凡谷是华为的第一大射频器件供应商，份额占比 50%左右，华为和凡谷的销售收入增长趋势十分吻合(04-08 年华为销售收入 CAGR=45.8%，而同期武汉凡谷的营业收入 CAGR=46.4%)，未来随着华为的发展壮大，凡谷也将伴随成长。

图表 11 华为 03-09 年销售收入增长



资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

图表 12 武汉凡谷 04-09 年销售收入增长



资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

1.4 中国 3G 建设工期紧张，凡谷出色的交付能力优势凸显

华为是凡谷的第一大客户，04 年至 06 年公司来自华为的销售收入占比都在 65% 以上，但 07 年下滑至 42.4%，资本市场担心是否在激烈的竞争中，凡谷来自华为的销售收入是否会继续下滑，我们认为在未来两年这种情况不会出现，相反由于中国 3G 大规模建设工期紧张，有利于公司利用产能优势扩张市场份额。

中国的三大运营商都表示在 09 年将开通 3G 网络，继 08 年下半年中移动和中电信 TD-SCDMA 和 CDMA1X 网络建设招标后，09 年初中国联通又在 09 年 1 月份进行了 WCDMA 一期招标，新增 7 万个基站，覆盖 282 个城市，并要求 2 月份厂商设备到货，5 月 17 日电信日期间网络正式开通，工期如此紧张对移动设备商的交付能力是巨大考验。在中联通 WCDMA 招标中，按基站数计算，凡谷的主要客户华为、爱立信和诺西合计获得 68.37% 的市场份额，需提供 52,831 个基站，可以预见的是上述厂商对凡谷 WCDMA 射频子系统、双工器和滤波器的市场需求将在 09 年上半年迅猛增长。

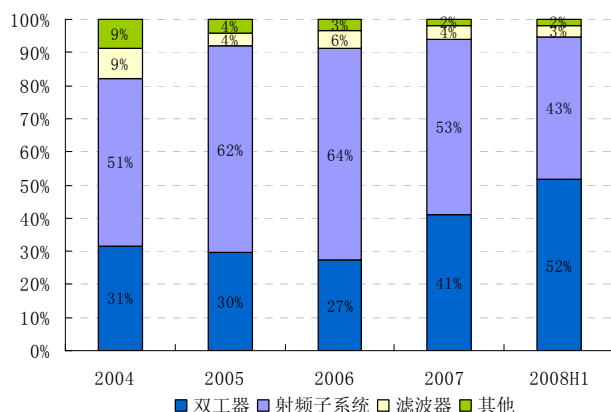
凡谷在 07 年 12 月上市以来，产能稳步扩张，目前能够年产 100 万套射频器件，遥遥领先于其他国内竞争对手，我们认为中国 3G 大规模建设产生的突发市场需求有利于公司利用出色的交付能力扩张在国内外移动设备商中的市场份额。

2. 多种因素有助于凡谷射频器件产品的毛利率保持稳定

2.1 毛利率较高的滤波器和射频子系统出货量有望增加

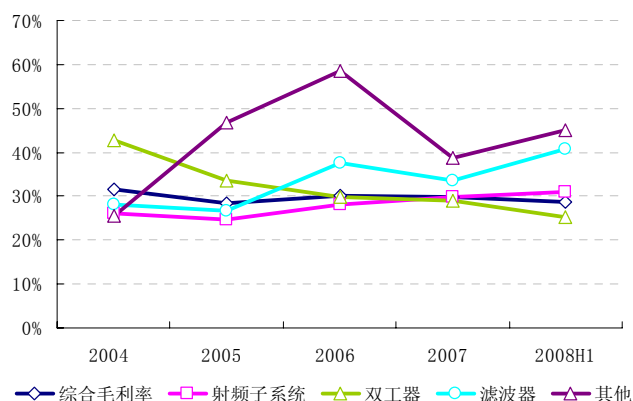
公司的主要产品是基站用射频子系统、双工器和滤波器，都是供应给华为等大型移动通信设备商的定制件，产品种类多，型号和技术标准各不相同，因此公司的综合毛利率随着供应给不同设备商的不同产品的销售占比不同而变化。从公司 08 年上半年的销售情况看，双工器的毛利率有所下降，而射频子系统和滤波器的毛利率有所上升，但由于双工器的收入占比提高，因此综合毛利率变化不大。

图表 13 公司主营产品的销售收入占比



资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

图表 14 公司主营产品的毛利率变化

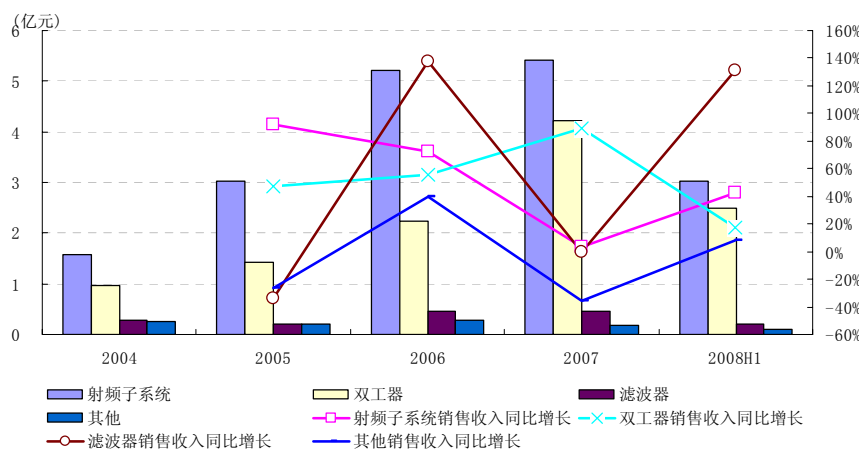


资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

公司 08 年半年报显示，来自于滤波器和射频子系统的营业收入增长较快，分别增长 131%和 42%，我们认为这反映了公司未来产品销售结构的变化趋势：07 年中移动 EDGE 扩容，华为的市场份额大幅增加，凡谷的 GSM 双工器出货量随之大增，而进入 08 年，应用于 3G 系统设备中的射频子系统和滤波器的销量随着 3G 系统建设增长较快。

我们认为 09 年公司的射频子系统和滤波器的销量仍将保持快速增长，特别是在 WCDMA 方面，公司的技术准备较为充分，在 08 年已经实现给诺西批量供货 WCDMA 射频子系统，因此我们认为虽然下游电信设备商的降价压力很大，但产品价格下降带来毛利率下滑趋势可以由毛利率较高的滤波器和射频子系统出货量增加得到缓和。

图表 15 08 年上半年射频子系统和滤波器的销售收入增长较快

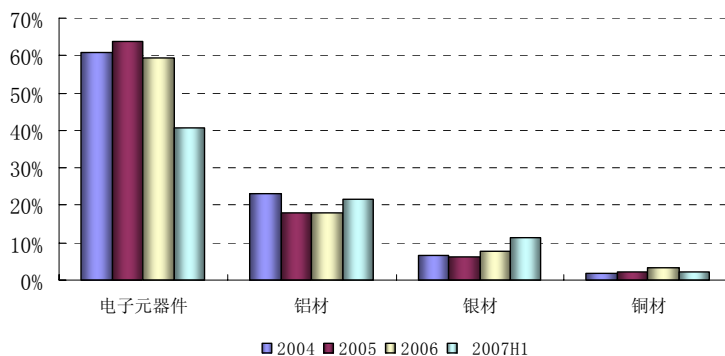


资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

2.2 铝、银等金属价格下滑促进射频器件成本降低

公司射频器件产品的原材料成本占总成本的 70%，而金属材料占总成本约 30%，其中铝材和银材成本占比较高。

图表 16 电子元器件和金属材料在原材料中的成本占比



资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

由于金融危机影响，08年下半年开始金属价格暴跌，至09年初，铝和银的价格从高位下降了一半左右，由于公司是按照订单安排生产，原材料采购周期较短(约1-3个月)，因此金属价格下跌对公司存货影响不大，反而及时降低了公司采购成本，敏感性分析方面，按照金属价格下跌50%计算，可使产品成本下降约10%。

图表 17 银期货价格变化



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 18 铝期货价格变化



资料来源：天相投资顾问有限公司

3. 公司未来收入增长预测与风险分析

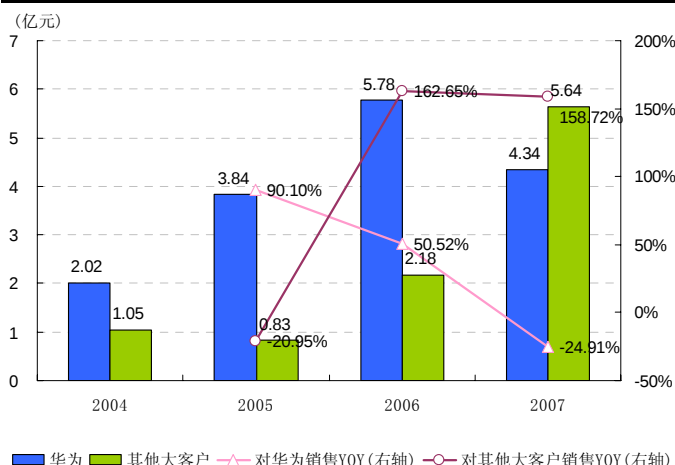
以上我们从主要从资本市场比较关注的公司市场需求和盈利能力方面进行了分析，综合来看：虽然面临全球经济下滑，但得益于移动数据业务的高速增长和发展中国家移动普及率的提高，国际电信行业受到的影响不大，欧美大型运营商着重成本控制以及国际电信设备商中出现的整合趋势利好华为等中国电信设备制造商；中国 3G 大规模建设更是给全球电信设备市场注入一针强心剂，华为、中兴这样的本土厂商市场份额将大幅提升；08 年 5 月开始的电信重组和 3G 建设对刚刚进行了上市融资和产能扩张的凡谷来讲时机非常有利，出色的交付能力将确保公司的市场份额提升；此外 3G 射频器件的出货量增加和金属原材料的价格下滑将有助于公司综合毛利率稳定。我们认为未来几年国内外电信市场的“天时”和“地利”对凡谷都十分有利。

3.1 公司未来收入增长预测

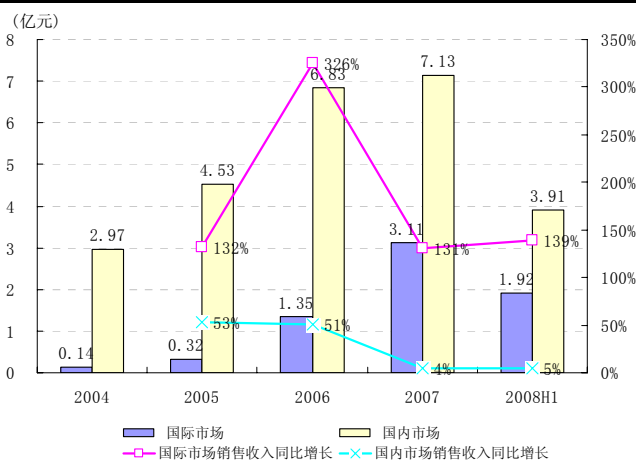
公司的射频器件都是给电信设备商所生产的移动通信基站产品配套的定制件，最终用户是电信运营商，因此公司产品销售收入一方面取决于电信设备商基站设备出货量的情况，另一方面与公司在电信设备商中所占有的市场份额有关。

从公司历年的收入增长情况看，从厂商客户角度分析，来自第一大客户华为的销售收入经历 04-06 年的高速增长后在 07 年有所下滑，而来自诺西和爱立信等国际厂商的销售收入在 06、07 年大幅增加。从国内外市场分析（公司将直接发往国外的产品销售收入计为国际市场销售收入），从 06 年开始国际市场销售收入增速很快而国内市场的保持平稳。这与公司近几年的发展情况相符，即公司伴随华为的成长而成长后，逐步开拓国际厂商和国际市场。

图表 19 凡谷来自华为和其他大客户的销售收入增长情况



图表 20 凡谷的国内外市场销售收入增长情况



资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

资料来源：公司报表、天相投资顾问有限公司

我们将凡谷的销售收入来源分为三个部分进行分析：来自华为的销售收入、来自其他厂商国内市场的销售收入和来自其他厂商国际市场的销售收入。

公司是华为的第一大射频供应商，份额占比在 50%左右，其销售收入增速与华为的销售收入增速十分吻合。07 年公司来自华为的收入下滑，我们认为主要原因是华为向凡谷的竞争对手分散订单，但我们预计 08、09 年公司在华为的市场份额将保持稳定甚至会略有上升，来自华为的销售收入增长应该能和华为自身的增长同步，理由是中国的 3G 建设工期要求非常紧张，对供应商的产能要求非常高，凡谷目前产能在 100 万套/年，远远超出国内其他竞争对手，突发市场需求有利于公司利用优异的交付能力稳定市场份额。

我们预计在 09、10 年公司优异的及时交付能力也会带来在其他厂商国内市场销售收入的较快增长，在 09 年 1 月中联通 WCDMA 一期招标中，按中标基站数计算，凡谷的三大客户华为、诺西和爱立信合计获得了接近 70%的市场份额，需提供 52,831 套基站，凡谷在 WCDMA 方面技术准备充分，可提供高端的 WCDMA 射频子系统和滤波器，市场时机对凡谷扩张市场份额非常有利。我们按照国内移动网络资本开支增速加上公司合理的份额扩张预测未来公司来自于其他厂商的国内销售收入增长。

国际市场方面，欧美电信运营商的经营情况可能要好于预期，在移动网络方面的资本开支不会大幅缩减，但会进行成本控制，国际电信设备商受到的价格压力其实有利于凡谷利用成本优势拓展市场份额，但由于基站射频器件的定制属性，在公司国际市场收入前两年快速扩张后，未来几年会进入稳定增长阶段。

图表 21 各大电信设备厂商在中国 3G 招标中的市场份额(下列厂商都是凡谷的客户)

		华为	诺基亚	中兴	爱立信	上海贝尔	摩托	北电
中移动 TD-SCDMA	一期	13.82%		45.54%	1.24%	n/a	n/a	n/a
	二期	18.00%	8.00%	25.00%	4.50%	n/a	n/a	n/a
中电信CDMA	一期	25.00%	n/a	25.00%	n/a	19.00%	16.00%	14.00%
中国联通WCDMA	一期	30.60%	11.21%	21.41%	26.56%	10.22%	n/a	n/a

资料来源：天相投资顾问有限公司

注：中国联通 WCDMA 市场份额是按照基站数计算，其他都是按照载频数计算。

图表 22 公司营业收入增长分厂商地区预测

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
来自华为(万元)	20,246	38,364	57,766	43,445	58,651	78,005	101,407
增长率		89.5%	50.6%	-24.8%	35.0%	33.0%	30.0%
占比	65.2%	79.2%	70.6%	42.4%	41.1%	41.2%	43.2%
来自其他客户国内市场(万元)	9,426	6,904	10,533	27,894	39,052	52,720	65,901
增长率		-26.8%	52.6%	164.8%	40.0%	35.0%	25.0%
占比	30.4%	14.3%	12.9%	27.2%	27.3%	27.8%	28.1%
来自其他客户国际市场(万元)	1,366	3,164	13,467	31,121	45,125	58,663	67,462
增长率		131.7%	325.6%	131.1%	45.0%	30.0%	15.0%
占比	4.4%	6.5%	16.5%	30.4%	31.6%	31.0%	28.7%
营业总收入(万元)	31,037	48,432	81,765	102,460	142,828	189,389	234,770
增长率		56.0%	68.8%	25.3%	39.4%	32.6%	24.0%

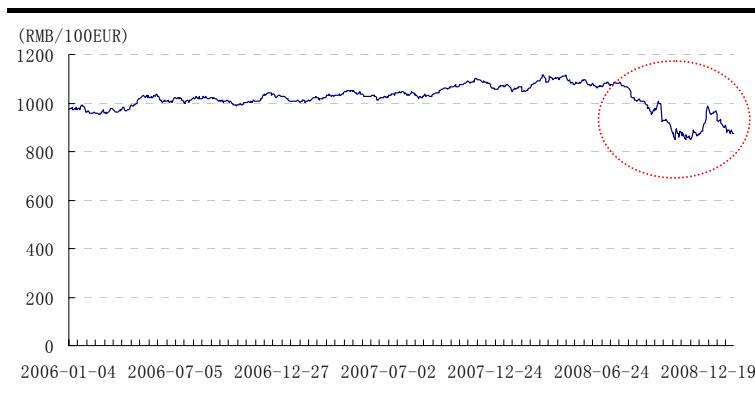
资料来源：天相投资顾问有限公司

3.2 公司面临风险分析

我们认为公司未来所面临的风险主要还是来自于在华为的市场份额是否稳固，从目前国际电信设备市场发展态势看，华为市场份额稳步扩张，可能未来很快进入全球前三大电信设备提供商行列，凡谷的下游厂商北电和 MOTO 市场份额逐步减少，因此维持在最重要的客户一华为中的市场份额十分重要，近两年公司凭借产能配合优势能维持自己的市场份额，未来公司需要加强高端产品的研发，争取扩大在爱立信和诺西中的市场份额，否则可能很难摆脱来自于华为市场份额占比较高的局面。

此外，还需面对的是国际市场拓展过程中的汇兑损失风险，公司 08 年上半年的财务费用为 161 万元，其中汇兑损失为 201 万元，而 08 年 3 季报中披露财务费用增加到了 1,112 万元，同比增长 244.22%，主要是由于 08 年三季度欧元对人民币急剧贬值造成（当期欧元对人民币贬值 7.2%），近千万元的汇兑损失约占公司 08 年上半年国际市场收入的 5%，因为欧元对人民币汇率至今仍维持在低位，公司这块汇兑损失年内可能难以冲回。

图表 23 欧元对人民币汇率变化



资料来源：天相投资顾问有限公司

4. 盈利预测

盈利预测前提和假设：

- 1) 收入：如前所述，公司在华为的市场份额稳定，国际电信市场受经济危机影响较小，公司在诺西、爱立信等国际厂商的市场份额逐步扩大，预计公司 08、09 年销售收入保持 30%以上的增速。
- 2) 毛利率：通信设备产品竞争激烈，价格逐步下滑是长期的趋势，对凡谷不利的因素是下游电信设备商议价能力强，在国内 3G 招标中基站设备降价的压力向上传导，而有利的因素是毛利率较高的射频子系统和滤波器出货量上升，并且金属原材料价格维持在低位，我们预计 08、09、10 年公司的综合毛利率分别为 29.36%、29.00%和 28.50%。
- 3) 三项费用：因为公司的主要客户都是国内外大型电信设备制造商，公司历年的销售费用率和管理费用率变化不大，我们预计销售费用率和管理费用率保持不变，但需要注意的是财务费用，08 年公司的财务费用会有较大幅度增长，因为欧元的汇兑损失抵消了公司银行存款带来的利息正收益，而 09 年预计公司仍有部分存款可以产生利息收益，并且由于欧元已经处于低位，再产生大额汇兑损失的可能性不大，因此 09 年的财务费用可能为正收益。
- 4) 税率：公司在 08 年四季度获批技术改造国产设备投资抵免企业所得税 2,221 万元，这直接增加了公司 08 年度净利润，但此项收入为一次性收益，在 09、10 年的盈利预测中不予考虑。此外，由于公司已经被列入湖北省高新技术企业名单，我们认为公司通过高新技术企业资质认定问题不大，即便是 08 年按照 25%所得税率预缴，这部分递延所得税资产也将于 09 年冲回，并不影响公司 08-10 年的净利润复合增速，因此 08、09、10 年的企业所得税率按照 15%计算。

图表 24 盈利预测表（单位：万元）

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	48,433	81,766	103,207	142,828	189,389	234,770
增长率	56.05%	68.82%	26.22%	38.39%	32.60%	23.96%
减：营业成本	34,710	57,073	72,420	100,894	134,466	167,860
毛利率	28.33%	30.20%	29.83%	29.36%	29.00%	28.50%
营业税金及附加	486	774	820	1,143	1,515	1,878
资产减值损失	200	619	696	957	1,269	1,573
销售费用	390	545	722	1,000	1,326	1,643
管理费用	976	2,446	2,313	3,242	4,299	5,329
财务费用	577	837	455	600	-600	400
费用合计	1,942	3,828	3,491	4,842	5,025	7,373
费用率	4.01%	4.68%	3.38%	3.39%	2.65%	3.14%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-	-0	0	0	0
二、营业利润	11,094	19,472	25,780	34,993	47,114	56,086
营业利润率	22.91%	23.81%	24.98%	24.50%	24.88%	23.89%
加：营业外收入	733	810	828	0	0	0
减：营业外支出	3	6	19	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	0	0	0	0	0	0
三、利润总额	11,825	20,276	26,589	34,993	47,114	56,086
减：所得税	1,892	2,785	3,685	5,249	7,067	8,413
四、净利润	9,933	17,491	22,904	29,744	40,047	47,673
归属于母公司所有者的净利润	9,933	15,721	22,904	31,965	40,047	47,673
增长率	47.14%	58.27%	45.69%	39.56%	25.28%	19.04%
净利润率	20.51%	19.23%	22.19%	22.38%	21.15%	20.31%
少数股东损益	-1	-0	-	0	0	0
EPS(全面摊薄/元)	0.23	0.37	0.54	0.75	0.94	1.11

数据来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

5. 公司估值和投资建议

预计公司 08-10 年营业收入年复合增长率为 31.52%，三年净利润的复合增长率为 27.68%，2008-2010 年每股收益分别为 0.75 元、0.94 元和 1.11 元。

目前国内 A 股上市公司中并没有其他基站射频器件厂商，三维通信只有一小部分业务为基站射频器件，而在国外的上市公司中，Andrew 已经被 CommScope 收购，Powerwave 和国人通信都处于亏损状态，业绩可比性不强。比较 A 股电信设备类上市公司，武汉凡谷的市盈率和 PEG 略高于中兴通信，但与其他中小板上市公司相比，估值处于低位。

目前的“天时”和“地利”对凡谷的发展颇为有利，我们认为公司的合理 PEG 水平为 1，对应 08 年合理的动态 PE 为 28 倍，按照 08 年 EPS 0.75 元计算，6 个月的目标价格为 21 元。我们认为公司经营稳健、增长明确，是良好的长期投资标的，继续维持“增持”评级。

图表 25 同类上市公司主要估值指标比较（单位：元、倍）

公司简称	代码	投资评级	当前股价	市盈率				CAGR	PEG	EPS			
				2007A	2008E	2009E	2010E	08~10年	2008E	2007A	2008E	2009E	2010E
中兴通讯	000063	买入	29.80	32.0	23.1	17.0	13.4	33.8%	0.7	0.93	1.29	1.75	2.23
ST大唐	600198	中性	7.75	107.7	101.6	81.0	70.7	15.1%	6.7	0.07	0.08	0.10	0.11
南京熊猫	600775	中性	5.10	37.5	58.9	49.5	43.8	-5.0%	-11.7	0.14	0.09	0.10	0.12
烽火通信	600498	增持	12.34	47.9	31.1	25.5	20.8	32.0%	1.0	0.26	0.40	0.48	0.59
武汉凡谷	002194	增持	18.78	35.1	25.1	20.1	16.8	27.7%	0.9	0.54	0.75	0.94	1.11
三维通信	002115	增持	12.07	34.6	26.7	18.7	13.8	35.8%	0.7	0.35	0.45	0.65	0.88
奥维通信	002231	中性	8.08	24.7	22.0	18.1	15.9	15.8%	1.4	0.33	0.37	0.45	0.51
中创信测	600485	中性	14.42	73.2	49.0	33.4	25.2	42.7%	1.1	0.20	0.29	0.43	0.57
新海宜	002089	增持	9.64	56.7	47.0	39.8	33.3	19.4%	2.4	0.17	0.21	0.24	0.29

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014