



2009 年 3 月 31 日

通讯设备及服务

新闻速评

分析员：李源

lilisa@cicc.com.cn

赵苏

zhaosu@cicc.com.cn

联系人：邱爽

qius@cicc.com.cn

审慎推荐

武汉凡谷(002194.CH)

08 年报业绩交流会 Q&A 总结

事件：

我们参加了武汉凡谷 08 年报业绩交流会，对投资者的问题和上市公司的解答进行了总结。

评论：

我们对武汉凡谷的看法，从长期来看一直未变，还是要看海外厂商（如爱立信和诺西等）为了降低综合制造成本，向国内进行制造行业转移的趋势。目前来看，由于海外市场本身的问题，爱立信和诺西发货量均未大规模上量；而适逢国内电信投资恢复，得益于华为在国内外市场的快速发展，以及中兴自供产能不足，凡谷业绩今年存在超预期可能，维持“审慎推荐”的评级。

附 Q&A：

- 收入是否能够按照客户分类？

不便透露，07 年出口 3.1 亿元，08 年出口 3.3 亿元，增长较少的原因主要是 4Q08 海外市场受到一些影响。

- 08 年管理费里咨询费一项较高，什么原因？

主要是 07 年底上市，部分未结清的上市费用，以及内控流程咨询等费用。

- 公司产品是否受到 3G 投资波动的影响？

天馈产品无论 2G/3G 时代，均有需求，因此无论 2G/3G，只要有投入就能受益。

- 1 季度订单环比情况如何？对于 09 年下半年国内市场看法？08 年有无大客户的突破？

1 季度同比肯定是有增长的，环比不好说。公司同样对 09 年下半年的投资较为担忧，不很确定，但对于客户 3 个月内的需求还是十分确定的。目前来看，公司 2G 产品的销售仍占大多数，一大部分通过华为销往海外。

从客户突破看，目前已经获得 Ericsson 全球的认证，公司准备通过近期国内 3G 市场发展机会，同爱立信进行多方面的接触，争取早些大量供货。

- 凡谷的核心竞争力？

主要有 2 点，包括快速研发能力，和强大的批量交付能力。

其中，由于公司研发能力较强，与厂商联系较为紧密，成为市场后进入者的天然壁垒。从产业链来看，Ericsson 一般要自己进行器件设计，因此其主要供应商 Elcoteq 完全是 OEM 厂商，凡谷不排除也采用这一经营模式。

公司的批量交付能力较强，主要来自于其一体化的产业链，不需要外协厂商，生产效率因而较高，样品合格后能够迅速批量生产。

- 射频子系统和双工器收入结构的变化，有无特别原因？

08年射频子系统相对下滑，主要是该产品需要对有源部分进行采购组装；而部分客户认为自己规模采购时，拥有更大的议价能力，因此没有让凡谷多做，而是多采购无源器件。公司认为从利润率看，相差无几。

- 公司业务发展的天花板在哪？

公司在天馈系统全球每年100亿人民币的市场中，目前占有率不到10%，觉得20~30%基本成为瓶颈，运营商一般不允许有更高份额的供应商。

为了长远发展，公司已经开始着手新产品的研发开拓，包括塔放和数字微波产品。目前看，塔放市场凡谷涉足较晚，若想在市场中占据一席之地，必然通过价格策略。

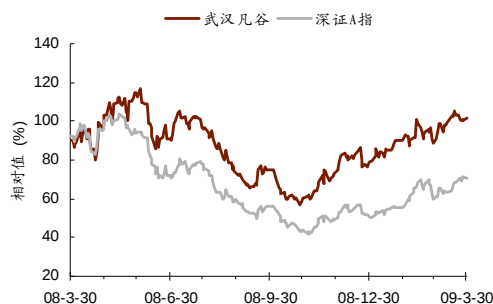
- 主要竞争对手的情况？

PowerWave 08年毛利率18%，较07年的11%大幅回升，但公司认为可能与收购Filtronic有关，但PowerWave业务还包括直放站和基站，与凡谷可比性不大。国人目前增长较缓慢。大富由于不是上市公司，不是十分了解。

主要财务、股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	817.7	1,032.1	1,409.4	1,841.5	2,217.5
(+/-%)	68.8%	26.2%	36.6%	30.7%	20.4%
主营业务利润	246.9	307.9	408.6	550.3	646.6
(+/-%)	79.9%	24.7%	32.7%	34.7%	17.5%
营业利润	194.7	257.8	341.7	469.0	559.2
(+/-%)	75.5%	32.4%	32.5%	37.3%	19.2%
净利润	157.2	229.0	329.1	418.3	498.9
(+/-%)	58.3%	45.7%	43.7%	27.1%	19.2%
每股收益(元)	0.368	0.536	0.770	0.978	1.167
市盈率(倍)	58.0	39.8	27.7	21.8	18.3
市净率(倍)	24.3	5.4	4.8	3.9	3.2
资产收益率	21.3%	11.0%	14.6%	14.1%	14.6%
权益收益率	41.9%	13.5%	17.4%	18.1%	17.8%

A股
股票代码
002194.CH
当前股价
人民币21.32
日成交量(百万股)
2.11
52周最高价/最低价
人民币25.16/11.66
总市值(百万元)
9,116
发行股数(百万股)
428
流通股数(百万股)
109
主要股东(持股比例)
孟庆南和王丽丽夫妇(59.6%)



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

可比公司估值

	股价	总市值	销售规模	市盈率					利润增长率	PEG
	09-3-30	09-3-30	2007A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	FY10/FY08	2010E
通讯器件及网络覆盖服务提供商										
国内可比公司										
武汉凡谷	CNY 21.32	1,334	150	58.0x	39.8x	27.7x	21.8x	18.3x	23.1%	0.9x
三维通信	CNY 14.79	260	39	58.6x	42.3x	30.5x	23.1x	18.8x	27.3%	0.8x
新海宜	CNY 11.54	258	29	70.1x	67.9x	50.8x	38.7x	31.5x	26.9%	1.4x
平均值				62.2x	50.0x	36.3x	27.9x	22.9x	25.8%	1.1x
国际可比公司										
国人通信	USD 1.32	33	134	1.6x	2.9x	-	-	-	-	-
Powerwave	USD 0.47	62	781	-	-	5.3x	-	3.9x	15.6%	-
Elcoteq	EUR 0.90	39	5,326	2.4x	-	-	-	-	-	-
京信通讯	HKD 2.68	293	228	17.1x	11.9x	10.8x	7.7x	6.4x	30.1%	0.3x
星辰通信	HKD 0.74	67	109	2.9x	2.1x	3.9x	3.2x	2.6x	23.5%	0.1x
平均值				6.0x	5.6x	6.7x	5.4x	4.3x	23.1%	0.2x
专业设备提供商										
国内可比公司										
中创信测	CNY 16.28	325	28	148.0x	82.6x	39.2x	30.6x	17.1x	51.4%	0.6x
动力源	CNY 6.27	191	71	173.3x	372.6x	1,983.0x	111.6x	52.6x	513.9%	0.2x
高鸿股份	CNY 5.85	222	76	243.7x	143.2x	-	-	-	-	-
平均值				188.3x	199.4x	1,011.1x	71.1x	34.9x	282.7%	0.4x
国际可比公司										
哈尔滨光宇	HKD 3.60	178	283	10.8x	9.6x	-	-	-	-	-
美国ADC	USD 4.39	424	1,277	7.8x	4.8x	4.1x	70.8x	14.6x	-46.7%	-
美国Juniper	USD 15.82	8,260	2,836	-	23.6x	13.4x	19.0x	15.1x	-5.7%	-
平均值				9.3x	12.7x	8.8x	44.9x	14.9x	-26.2%	-
综合设备制造商										
国内可比公司										
中兴通讯	CNY 34.21	6,517	5,087	59.9x	36.7x	27.7x	20.5x	17.1x	27.3%	0.8x
中兴通讯（除激励成本）	CNY 34.21	6,517	5,087	59.9x	29.6x	23.4x	18.8x	15.9x	21.4%	0.9x
大唐电信	CNY 8.70	559	359	-	120.2x	83.7x	74.1x	53.6x	24.9%	3.0x
南京熊猫	CNY 5.28	350	145	39.9x	38.8x	56.5x	42.0x	37.0x	23.6%	1.8x
烽火通信	CNY 14.68	880	341	116.1x	56.9x	36.6x	33.1x	27.3x	15.7%	2.1x
平均值				72.0x	61.4x	50.0x	42.0x	33.4x	21.4%	1.9x
国际可比公司										
中兴港股	HKD 31.70	6,517	4,487	55.5x	32.0x	22.1x	16.7x	14.4x	23.8%	0.7x
中兴港股（除激励成本）	HKD 31.70	6,517	4,487	55.5x	25.8x	18.7x	15.3x	13.4x	18.0%	0.9x
南京熊猫港股	HKD 1.00	350	128	7.0x	5.5x	9.2x	7.0x	6.4x	20.2%	0.3x
摩托罗拉	USD 4.37	9,949	36,622	2.9x	-	161.9x	-	19.8x	186.1%	-
爱立信	SEK 64.70	25,266	22,600	7.8x	9.4x	14.2x	14.7x	11.8x	9.9%	1.5x
诺基亚	EUR 8.47	42,414	67,266	8.0x	4.6x	6.5x	12.9x	9.6x	-18.1%	-
阿尔卡特/朗讯	EUR 1.34	4,080	23,440	-	-	-	-	13.8x	-	-
北电	CAD 0.37	145	8,763	6.1x	-	-	-	2.4x	-	-
思科	USD 16.95	98,937	34,922	18.6x	14.0x	11.0x	13.5x	14.3x	-12.4%	-
高通	USD 38.94	64,230	8,871	26.1x	19.6x	18.0x	24.6x	18.2x	-0.5%	-
平均值				16.5x	13.1x	34.2x	14.7x	12.2x	29.0%	0.9x

资料来源：彭博资讯，Wind，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。