

2009-08-25

通信设备

武汉凡谷 002194.SZ

调升

买入

当前价格	14.84 元
目标价格	17.50 元
目标期限	6 个月

分析师:

周励谦

021-22169999*9175

zhouliqian@ebsecn.com

吴华晶

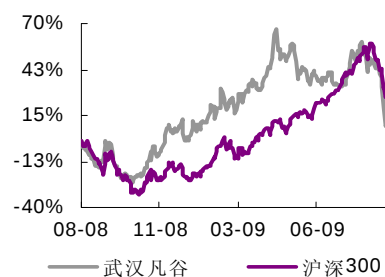
021-22169999*9040

wuhj@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	556
总市值(百万元)	8,249
流通比例(%)	25.35%
12 个月最高/最低(元)	27.01/11.66
近 3 月日均成交量(百万股)	5.21
主要股东	王丽丽

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.52	-24.24	-7.65
绝对收益	-20.73	-10.77	21.66

相关报告:

20090514-打开业绩增长的新天窗	2009-05-14
002194-份额不断扩大打开估值提升空间	2009-04-25
20090325-持续稳健发展的射频器件领先厂商	2009-03-26

短期增速放缓不改长期竞争地位

◇ 事件: 公司公布 09 半年报

◆ 收入增长放缓, 利润增速略超收入增速

公司公布 09 半年报, 实现营业收入与归属于母公司净利润分别为 7.04 亿元、1.35 亿元, 同比增速分别为 19.8% 和 20.7%。每股收益 0.24 元, 与业绩快报数据完全一致。

二季度公司海外业务受国际金融危机负面影响开始显现, 09 上半年发往国外产品销售收入同比下降 56.46%。尽管国内 3G 建设开展对公司国内产品销售持续增长仍有支撑, 二季度单季整体收入水平仅比去年同期微增 0.1%。但是, 公司对成本及费用的控制依然出色, 虽然产品毛利率在竞争加剧背景下下滑了 2.04%, 但费用率亦较去年同期下降了 0.6 个百分点, 再加上上半年比去年同期享受优惠税率, 使净利润增速略超收入增速。

◆ 增速下滑是行业整体情况, 公司业绩表现依然出众

值得注意的是, 08 年四季度以来金融危机导致海外运营商削减资本开支, 进而影响上游射频器件行业需求的情况开始出现。从国内外主要竞争对手已经发布的财报来看, 收入均出现不同程度的下滑。相比之下, 凡谷收入上半年仍然实现 20% 的增长已实属不易, 再加上公司自身对成本及费用的控制能力较好, 公司业绩表现已经优于同行。

◆ 短期增速放缓不改长期竞争地位

我们重申此前观点, 公司凭借其一体化生产的成本优势、快速的市场响应能力、高质稳定的批量供货能力已经获得了国内外众多设备厂商的认可, 上半年又获爱立信全球合格供货商资质认定可以证明。公司将充分受益于全球制造业向中国转移的大趋势, 未来市场份额有望提升到 30% 以上, 而 08 年还只有 12% 左右。随着行业需求整体转暖, 公司将获得超越行业的业绩增速, 可望成为市场竞争中最终胜利者。

◆ 调低盈利预测, 调高评级为“买入”

我们根据 09 半年报情况略微调低了全年预测, 预计 09 年全年 EPS 为 0.70 元。鉴于公司股价近期下跌较多, 中长期估值优势显现。我们认为股价的下跌提供了中长期投资者“买入”的机会, 给予公司 09 年 25 倍动态 PE, 对应目标价为 17.50 元。

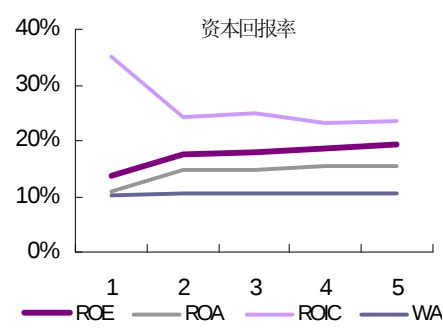
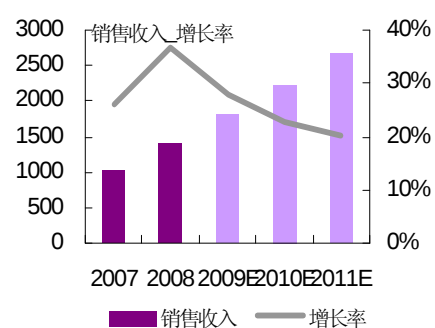
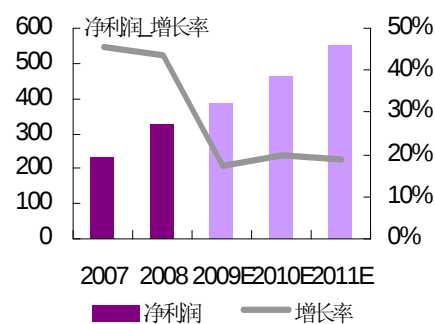
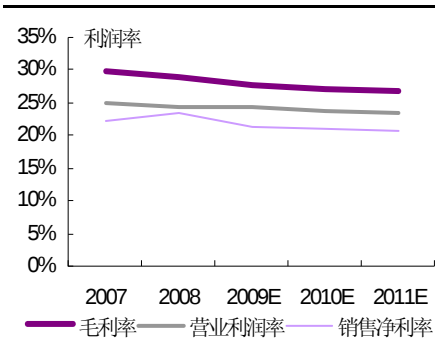
业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,032	1,409	1,804	2,217	2,668
营业收入增长率	26.22%	36.56%	28.00%	22.91%	20.33%
净利润(百万元)	229	329	387	463	550
净利润增长率	45.69%	43.68%	17.51%	19.76%	18.68%
EPS(元)	1.07	0.77	0.70	0.83	0.99
ROE	13.54%	17.39%	17.88%	18.62%	19.14%
P/E	14	19	21	18	15
P/B	2	3	4	3	3
EV/EBITDA	7	16	13	11	9

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,032	1,409	1,804	2,217	2,668
营业成本	724	1,001	1,304	1,614	1,953
EBITDA	270	353	552	695	850
折旧和摊销	100	150	203	238	256
销售费用	7	13	13	16	19
管理费用	23	33	38	47	56
财务费用	5	-3	-9	-7	-7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	258	342	441	527	625
利润总额	229	329	460	551	654
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	229.04	329.09	386.71	463.12	549.66

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	2,079	2,259	2,597	3,024	3,521
流动资产	1,717	1,735	1,835	1,992	2,282
货币资金	1,230	907	892	829	929
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	280	410	510	627	704
应收票据	15	220	180	222	267
其他应收款	2	2	2	2	2
存货	150	123	186	232	283
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	245	294	532	761	926
无形资产	91	102	107	120	143
总负债	387	366	434	537	649
无息负债	328	316	434	537	649
有息负债	59	50	0	0	0
股东权益	1,692	1,893	2,163	2,487	2,872
股本	214	428	556	556	556
公积金	1,147	991	932	1,015	1,109
未分配利润	363	532	745	999	1,302
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	178	83	497	489	668
净利润	229	329	387	463	550
折旧摊销	100	150	203	238	256
净营运资金增加	1,275	-16	25	55	232
其他	-1,426	-380	-118	-266	-370
投资活动产生现金流	-207	-366	-355	-420	-410
净资本支出	151	96	355	420	410
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-358	-462	-710	-840	-820
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	134	214	128	0	0
债务净变化	-5	-9	-50	0	0
其它长期负债变化	330	-12	118	103	112
净现金流	1,048	-422	-16	-63	100

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	26.22%	36.56%	28.00%	22.91%	20.33%
净利润增长率	45.69%	43.68%	17.51%	19.76%	18.68%
EBITDA 增长率	28.10%	30.43%	56.46%	25.90%	22.36%
EBIT 增长率	28.10%	30.43%	28.04%	20.54%	18.89%
EPS 增长率	-45.49%	-28.16%	-9.61%	19.76%	18.68%
估值指标					
PE	14	19	21	18	15
PB	2	3	4	3	3
EV/EBITDA	7	16	13	11	9
EV/EBIT	7	16	16	14	11
EV/NAPLAT	10	20	19	16	13
EV/Sales	2	4	4	3	3
EV/IC	4	5	6	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	29.83%	28.99%	27.73%	27.23%	26.79%
EBITDA 率	26.20%	25.03%	30.59%	31.34%	31.87%
EBIT 率	26.20%	25.03%	25.04%	24.55%	24.26%
税前净利润率	25.76%	25.21%	25.52%	24.86%	24.52%
税后净利润率	22.19%	23.35%	21.44%	20.89%	20.60%
ROA	11.02%	14.57%	14.89%	15.31%	15.61%
ROE	13.54%	17.39%	17.88%	18.62%	19.14%
ROIC	40.72%	26.24%	29.83%	27.57%	27.98%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.69	-0.45	-0.41	-0.33	-0.32
资产负债率	18.63%	16.20%	16.72%	17.75%	18.44%
流动比率	5.29	4.83	4.23	3.71	3.52
速动比率	4.83	4.49	3.80	3.28	3.08
每股指标					
EPS	1.07	0.77	0.70	0.83	0.99
每股红利	0.00	0.00	0.21	0.25	0.30
每股经营现金流	-	0.19	0.89	0.88	1.20
每股净资产	7.91	4.43	3.89	4.47	5.17
每股销售收入	4.83	3.30	3.25	3.99	4.80
每股 EBITDA	1.26	0.82	0.99	1.25	1.53

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。1999 起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作，2001 年至 2007 年历任事业部驻京首席代表，策划部部长、3G 市场总监等职。2007 年加入光大证券研究所，现主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008 年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

吴华晶，上海财经大学，数量经济学硕士，会计学学士，CFA 三级。2008 年加盟光大证券研究所，现主要协助电信服务和通信设备制造行业的研究。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。