

延续平稳增长态势，驱动力微变

武汉凡谷 (002194) 评级: 买入 (维持)

股价: 14.84 元

目标价位: 18.25 元

跟踪报告

2009 年 8 月 26 日 星期三

TMT 小组

康志毅

010-66216231-820

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	18.25 元
升值潜力 (%)	23%
目标价确定日期:	09.08.26

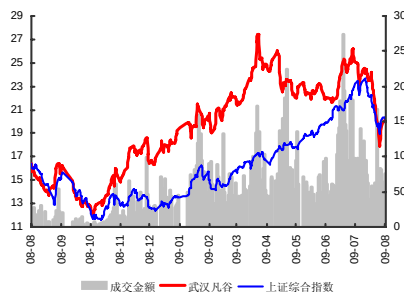
重要数据

总股本(亿股)	5.56
流通股本(亿股)	1.41
总市值(亿元)	82.49
流通市值(亿元)	20.91

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-16.64	-2.14
3 个月	-10.77	-26.81
6 个月	-0.77	-39.87

个股相对上证综指走势图



相关报告:

投资要点

- 2009 年 1-6 月公司实现营业收入 7.04 亿元, 同比增长 19.8%; 营业利润 1.59 亿元, 同比增长 14%; 归属母公司所有者的净利润 1.35 亿元, 同比增加 20.7%; 扣除非经常性损益后的净利润 1.34 亿元, 同比增长 30.2%; 每股收益 0.24 元。其中二季度实现营业收入 3.19 亿元, 同比增长 0.1%; 归属母公司所有者的净利润 6,402 万元, 同比减少 2.6%, 每股收益 0.12 元。半年度利润分配预案为每 10 股派 2.50 元。公司预计 09 年 1-9 月归属母公司所有者的净利润同比增长幅度小于 30%。
- **营收延续平稳增长态势, 略有放缓。**1-6 月公司营收平稳增长, 同比增长 19.8%, 但低于去年同期 29.9% 的增速, 主要原因是一方面是由于公司二季度收入确认较少, 第二季度营业收入仅同比微增 0.1%, 另一方面是射频器件竞争激烈, 产品价格每年都有所下降, 而今年无线系统设备降价幅度超过预期, 降幅传导至上游器件子行业, 进而影响公司营业收入快速增长。国内收入同比增长 58.2%, 收入规模达 6.18 亿元, 3G 拉动是主要原因, 海外收入受金融危机影响同比减少 56.4%, 但收入占比仅为 11.9%, 不改变整体增长态势。另外上半年公司前 5 名客户销售额占收入的比重已同比下降 6.7 个百分点至 86.4%, 多元化的客户结构降低了过于集中的风险。
- **综合毛利率同比下滑 2.1 个百分点至 26.9%。**我们分析因素主要有: ①低毛利率的双工器收入占比提升, 同比提高 9.7 个百分点, 而该产品毛利率只有 27.8%, 低于去年 28.7% 的综合毛利率。②射频子系统毛利率同比大幅下降 10.5 个百分点至 20.6%, 主要是由于设备商对无源器件的采购增加, 而缩小了有源的射频子系统采购规模, 报告期内公司子系统收入同比减少 38.3%, 收入占比同比大幅下降 20.9 个百分点至 22%, 致使规模效应缺失, 子系统毛利率也因此同比下滑 10.5 个百分点至 20.6%。③海外收入萎缩, 而去年同期海外业务毛利率高出国内业务近 10 个百分点。我们认为随着国内市场无线系统设备圈地完成以及海外市场的逐步回暖, 公司下半年毛利率有望趋于稳定。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1,032.1	1,409.4	1,841.0	2,252.0	2,675.5
营业收入增长率 (%)	26.2%	36.6%	30.6%	22.3%	18.8%
营业利润 (百万元)	257.8	341.7	431.2	528.5	625.5
营业利润增长率 (%)	32.4%	32.5%	26.2%	22.6%	18.4%
净利润 (百万元)	229.0	329.1	405.1	494.0	591.4
净利润增长率 (%)	45.7%	43.7%	23.1%	21.9%	19.7%
营业利润率 (%)	25.0%	24.2%	23.4%	23.5%	23.4%
每股收益 (元)	0.412	0.592	0.729	0.889	1.064
每股净资产 (元)	3.04	3.40	4.13	5.02	6.09
PE (X)	36.0	25.1	20.4	16.7	13.9
PB (X)	4.9	4.4	3.6	3.0	2.4
ROE (%)	13.5%	17.4%	17.6%	17.7%	17.5%

- 营业外收入降低利润水平，但税收优惠对业绩提升更为显著。由于计入当期的政府补助及购置国产设备抵免税额的减少，致使公司非经常净收益同比减少 89%，若扣除非经常损益，公司净利润将同比增长 30%。去年同期在获得高新认证之前公司暂按 25% 的税率缴纳所得税，而 08 年底获得认定后，公司所得税率下降至 15%。报告期内公司实际所得税率同比下降 7.5 个百分点至 16%，这是保持净利润增速与收入增速同步的最大因素。
- 预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.73 元、0.89 元、1.06 元，对应动态市盈率分别为 20x、17x、14x，低于通信行业 09 年 32x 的平均 PE，与下游厂商中兴通讯 09 年 27 倍的动态 PE 相比，公司股价也存在一定价值偏离，因此重申对公司“买入”的投资评级。

表 1. 武汉凡谷半年度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2008	YoY	2Q2009	2Q2008	YoY	1Q2009	QoQ
营业收入	704.36	588.12	19.8%	318.85	318.67	0.1%	385.51	-17.3%
增长率	19.8%	29.9%	-10.2%	0.1%	14.3%	-14.2%	43.1%	-43.0%
毛利率	26.9%	28.9%	-2.1%	26.9%	30.1%	-3.2%	26.9%	0.0%
营业成本	514.96	417.89	23.2%	233.13	222.74	4.7%	281.83	-17.3%
营业税金及附加	8.13	3.07	165.1%	3.05	1.48	106.5%	5.08	-39.9%
期间费用率	2.7%	3.3%	-0.7%	2.6%	3.3%	-0.7%	2.7%	-0.1%
销售费用	6.93	3.81	82.0%	3.39	1.90	78.6%	3.54	-4.0%
销售费用率	1.0%	0.6%	0.3%	1.1%	0.6%	0.5%	0.9%	0.1%
管理费用	17.96	14.18	26.6%	9.40	8.11	16.0%	8.55	9.9%
管理费用率	2.5%	2.4%	0.1%	2.9%	2.5%	0.4%	2.2%	0.7%
财务费用	(6.13)	1.61	-481.3%	(4.54)	0.38	-1311.3%	(1.59)	185.6%
财务费用率	-0.9%	0.3%	-1.1%	-1.4%	0.1%	-1.5%	-0.4%	-1.0%
资产减值损失	2.64	7.33	-64.0%	0.11	1.74	-93.9%	2.53	-95.8%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	NA
投资净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	NA
营业利润	159.88	140.24	14.0%	74.31	82.32	-9.7%	85.57	-13.2%
增长率	14.0%	32.7%	-18.7%	-9.7%	19.2%	-29.0%	47.8%	-57.5%
营业利润率	22.7%	23.8%	-1.1%	23.3%	25.8%	-2.5%	22.2%	1.1%
加：营业外收入	1.20	7.90	-84.8%	0.69	7.65	-91.0%	0.51	35.0%
减：营业外支出	0.10	1.69	-94.0%	0.00	1.30	-99.9%	0.10	-99.3%
利润总额	160.98	146.44	9.9%	75.00	88.67	-15.4%	85.98	-12.8%
减：所得税	25.70	34.32	-25.1%	10.98	22.97	-52.2%	14.72	-25.4%
实际所得税率	16.0%	23.4%	-7.5%	14.6%	25.9%	-11.3%	17.1%	-2.5%
净利润	135.28	112.13	20.7%	64.02	65.70	-2.6%	71.26	-10.2%
减：少数股东损益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	NA
归属于母公司所有者的净利润	135.28	112.13	20.7%	64.02	65.70	-2.6%	71.26	-10.2%
增长率	20.7%	22.6%	-2.0%	-2.6%	11.4%	-14.0%	53.5%	-56.1%
净利润率	19.2%	19.1%	0.1%	20.1%	20.6%	-0.5%	18.5%	1.6%
每股收益（元）	0.24	0.20	20.7%	0.12	0.12	-2.6%	0.13	-10.2%

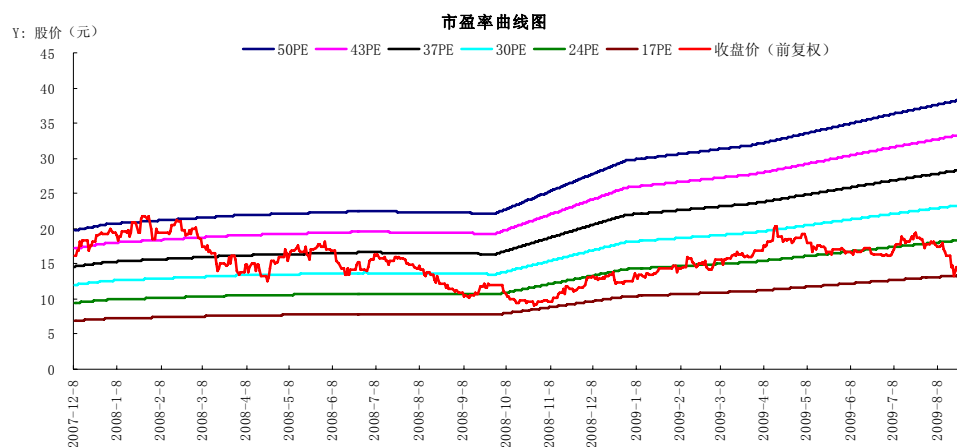
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

表 2. 武汉凡谷盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	817.7	1,032.1	1,409.4	1,841.0	2,252.0	2,675.5	36.6%	30.6%	22.3%	18.8%
增长率	68.8%	26.2%	36.6%	30.6%	22.3%	18.8%	10.3%	-5.9%	-8.3%	-3.5%
华为	577.7	434.5	700.0	875.7	1,037.7	1,196.5	61.1%	25.1%	18.5%	15.3%
其他前4名大客户	218.1	563.9	627.2	858.6	1,070.3	1,291.8	11.2%	36.9%	24.7%	20.7%
其他	21.9	26.2	76.2	106.7	144.1	187.3	190.4%	40.0%	35.0%	30.0%
综合毛利率	30.2%	29.8%	29.0%	27.7%	27.8%	27.8%	-0.8%	-1.3%	0.0%	0.0%
营业成本	570.7	724.2	1,000.8	1,330.9	1,626.9	1,931.5	38.2%	33.0%	22.2%	18.7%
营业税金及附加	7.7	8.2	11.6	14.7	18.0	21.4	42.0%	26.5%	22.3%	18.8%
期间费用率	4.7%	3.4%	3.1%	2.7%	2.7%	2.8%	-0.3%	-0.4%	0.0%	0.1%
销售费用	5.4	7.2	13.2	13.3	16.0	18.2	82.5%	0.6%	20.6%	13.8%
销售费用率	0.7%	0.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%
管理费用	24.5	23.1	32.8	42.5	51.8	61.0	42.0%	29.5%	21.8%	17.8%
管理费用率	3.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	8.4	4.6	(2.6)	(6.4)	(7.4)	(3.7)	-157.4%	146.5%	15.3%	-49.6%
财务费用率	1.0%	0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.6%	-0.2%	0.0%	0.2%
资产减值损失	6.2	7.0	11.9	14.9	18.2	21.7	70.5%	25.7%	22.3%	18.8%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%	NA	NA	NA
营业利润	194.7	257.8	341.7	431.2	528.5	625.5	32.5%	26.2%	22.6%	18.4%
增长率	75.5%	32.4%	32.5%	26.2%	22.6%	18.4%	0.1%	-6.3%	-3.6%	-4.2%
营业利润率	23.8%	25.0%	24.2%	23.4%	23.5%	23.4%	-0.7%	-0.8%	0.0%	-0.1%
加: 营业外收入	8.1	8.3	15.6	9.9	8.7	17.8	88.9%	-36.9%	-11.8%	104.6%
减: 营业外支出	0.1	0.2	1.9	0.7	0.3	0.5	916.2%	-63.2%	-54.9%	56.3%
利润总额	202.8	265.9	355.4	440.3	536.9	642.8	33.7%	23.9%	21.9%	19.7%
减: 所得税	27.8	36.9	26.3	35.2	43.0	51.4	-28.7%	34.0%	21.9%	19.7%
实际所得税率	13.7%	13.9%	7.4%	8.0%	8.0%	8.0%	-6.5%	0.6%	0.0%	0.0%
净利润	174.9	229.0	329.1	405.1	494.0	591.4	43.7%	23.1%	21.9%	19.7%
减: 少数股东损益	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
归属于母公司所有者的净利润	157.2	229.0	329.1	405.1	494.0	591.4	43.7%	23.1%	21.9%	19.7%
增长率	58.3%	45.7%	43.7%	23.1%	21.9%	19.7%	-2.0%	-20.6%	-1.2%	-2.2%
净利润率	19.2%	22.2%	23.3%	22.0%	21.9%	22.1%	1.2%	-1.3%	-0.1%	0.2%
每股收益(元)	0.28	0.41	0.59	0.73	0.89	1.06	43.7%	23.1%	21.9%	19.7%

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 武汉凡谷 PE 曲线



资料来源: 东海证券研究所

图2. 武汉凡谷 PB 曲线



资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒行业高级分析师, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业分析师; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122