

武汉凡谷 002194.SZ

国内业务促业绩稳健成长，估值较低

——09 半年报点评

本报告导读：➢ 09H1 基站规模建设，推动国内业务增长 58.2%
➢ 09Q2 单季度净利润率上升，毛利率稳定

投资要点：

● **公司 09 年 H1 业绩：**在本报告期内，公司业绩稳健增长，基本符合预期。09H1 公司实现营收 7.04 亿元，同比增长 19.76%，实现利润总额 1.6 亿元，同比增长 9.93%；实现净利润 1.35 亿元，同比增长 20.7%，扣除非经常性损益后净利润增长 30.2%；09H1 基本每股收益为 0.24 元，每股净资产 3.42 元，净资产收益率 7.12%。

● **国内移动基站大规模建设，推动国内业务大幅增长 58.2%，海外业务下滑。**09H1 电信重组和 3G 发牌后，三大运营商均加大资本开支，据工信部统计，09H1 国内 3G 投资额达 800 亿元，其中移动通信基站大规模新建推动公司国内业务大幅增长，09H1 公司国内业务收入 6.18 亿元，同比大幅增长 58.2%，占收入比达 88% 以上。

受金融危机冲击，海外运营商过去一年多来电信投资萎缩，公司海外业务受到影响，09H1 实现营收 0.84 亿元，同比下滑 56.5%，营收占比降至 11.9%，海外业务下滑对公司上半年业绩形成一定冲击。我们认为，随着海外经济体的逐步复苏，电信资本开支将重新启动，预计 10 年后公司海外业务将恢复增长。

● **分业务看，双工器大幅增长毛利率上升，滤波器和射频子系统毛利率下降，使综合毛利率下降 2 个百分点。**公司主要从事移动通信天馈系统射频子系统和器件研发生产，由于射频器件行业竞争加剧，产品价格下降，使整体毛利率趋降，公司 09H1 毛利率降 2 个百分点至

公司财务数据摘要与估值

财务摘要	07A	08A	09E	10E	11E
主营收入(百万元)	1032	1409	1845	2350	2952
增长率(%)	26.2%	36.6%	30.9%	27.4%	25.6%
主营成本(百万元)	724	1001	1320	1690	2124
增长率(%)	26.9%	38.2%	31.9%	28.0%	25.7%
净利润(百万元)	229	329	392	501	633
增长率(%)	45.7%	43.7%	19.2%	27.7%	26.5%
毛利率(%)	29.8%	29.0%	28.5%	28.1%	28.0%
每股收益(元)	0.412	0.592	0.705	0.901	1.139
PE(倍)	36.0	25.1	21.0	16.5	13.0

来源：爱建证券研究部

请务必阅读正文之后的重要声明

通信设备及服务行业

公司评级：推荐（维持）

目标价格：¥18

当前价格：¥14.84

2009.08.26

基础数据

总市值(百万元)	8,249
总股本/流通 A 股(百万股)	555.9/140.9
流通市值(百万元)	2,090
每股净资产(元)	3.42
净资产收益率(%)	7.12

交易数据

52 周内股价区间(元)	11.66~27.01
09 年动态 PE(倍)	21
PE/G 比率(倍)	0.86
市净率(倍)	4.3

52 周内股价走势图



万阳松

行业研究员

电话

021-32229888*3501

邮箱

wanyangsong@ajzq.com

相关报告

《武汉凡谷：2008 年度业绩快报分析》

2009.02.26

《2009 年通信行业下半年投资策略——3G 移动宽带化战略驱动下的新机会》

2009.06.15

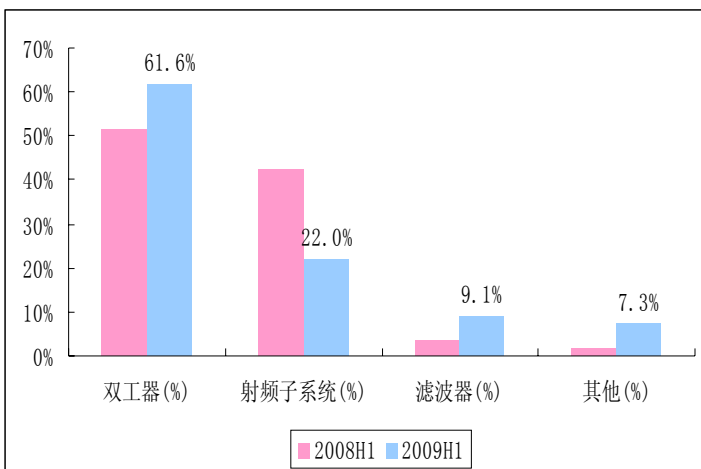
26.64%。公司产品主要根据系统设备商定制化需求按订单生产，不同产品毛利率及其变化差异较大，09H1公司双工器收入大幅增长43%，毛利率上升2.52个百分点至27.84%，占收比达61.6%，占比同比大幅上升，对公司上半年业绩增长贡献较大。因竞争加剧，射频子系统业务下滑明显拖累公司业绩增长，该业务09H1收入1.54亿元，营收下滑38.3%，占营收比22%，毛利率下降10.5个百分点至20.6%。滤波器产品09H1营收0.64亿元，占营收比9.12%，毛利率同样下滑3.35个百分点至37.4%。

● **09年Q2单季度净利润率上升，毛利率稳定。**公司09H1采取稳健的发展策略，产能扩张谨慎，Q2单季度营收环比持平，放缓国际业务发展，重点发展国内业务，使得Q2毛利率环比稳定在26.9%的水平，并使得销售净利润率环比实现上升。我们认为，随着国际市场的恢复，公司海外业务将重新步入增长成为另一业绩增长推动力，而国内业务未来两年仍将保持稳健增长，是公司业绩提升的稳健驱动因素。

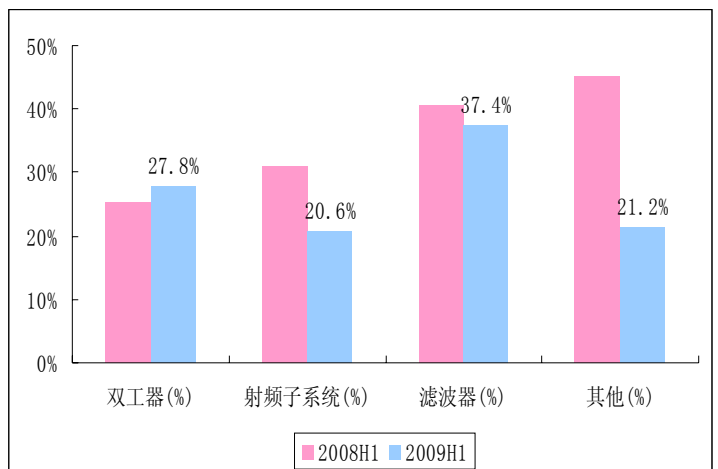
● **费用控制理想及所得税率降低驱动业绩增长。**公司09H1费用控制良好，期间费用率同比下降至2.7%，其中Q2期间费用率2.6%，由于公司减少采用票据贴现方式而降低了利息支出，减少财务费用使得09H1费用控制理想，子公司武汉德威斯所得税率降至15%使得所得税减少。另外，公司加快了存货的周转数据，存货周转率和销售净利润率上升推动公司综合盈利能力提升，使得ROE水平上升至7.12%。

● **估值与投资建议。**目前公司业绩增长的保障主要来自国内业务。我们认为，随着3G推进和3G业务的推广，国内运营商未来两年在基站建设、基站扩容方面将保持平稳增长，保证公司综合毛利率平稳在28%左右，公司09-11年业绩增长能保持在20%-25%以上，预计09-10年EPS为0.705元，0.901元，目前动态PE为21倍和16.5倍，PEG水平0.86倍，估值低于行业平均水平。考虑到公司业绩稳健成长和低估值，我们维持其“推荐”评级，目标价18元（对应10年PE为20倍）。

图表1: 主营业务收入占比

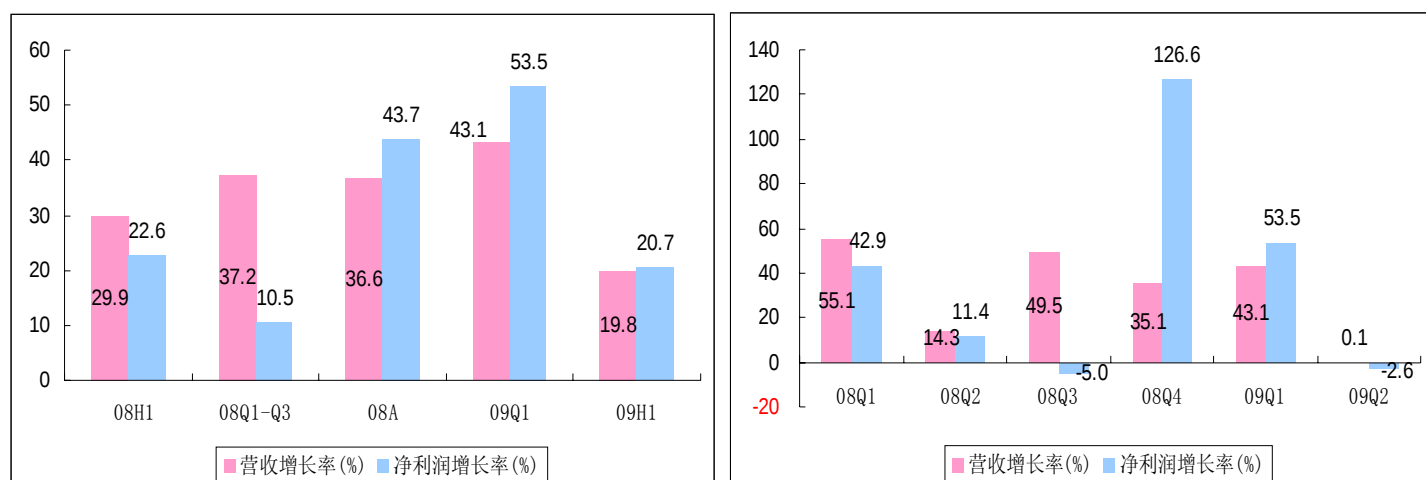


图表2: 主营业务毛利率



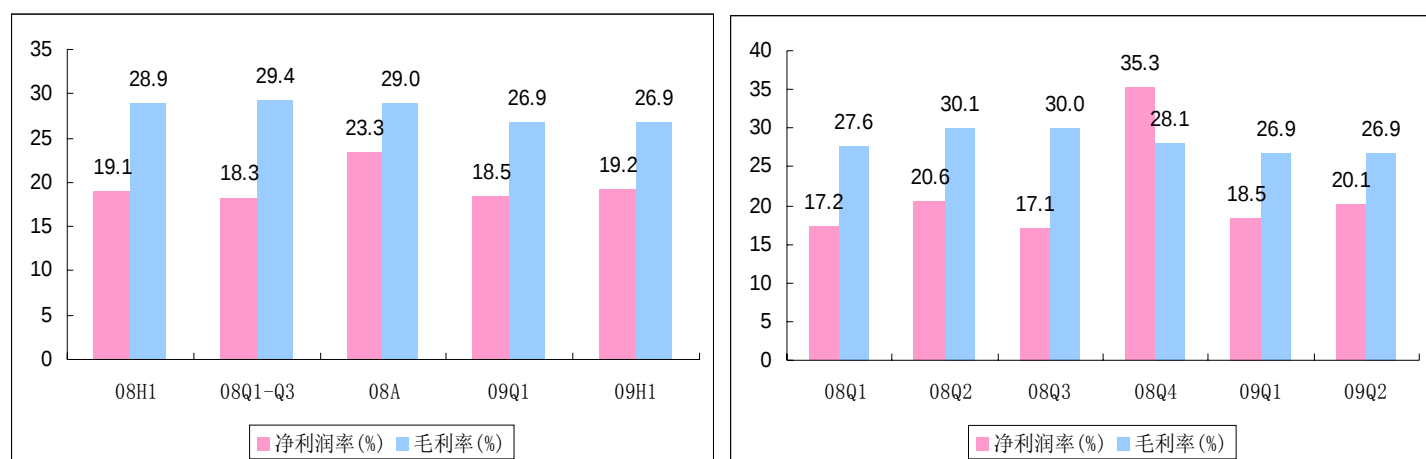
来源：公司公告，爱建证券研究部

图表3: 公司业务成长性分析 (报告期和单季度)



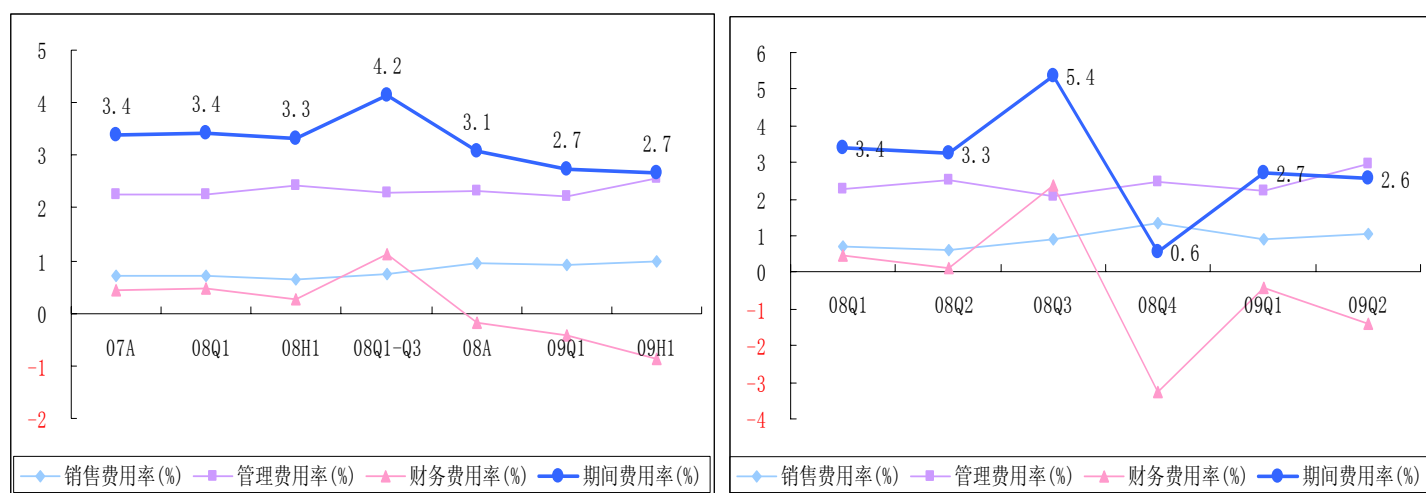
来源: 公司公告, 爱建证券研究部

图表4: 公司业务盈利能力分析 (报告期和单季度)



来源: 公司公告, 爱建证券研究部

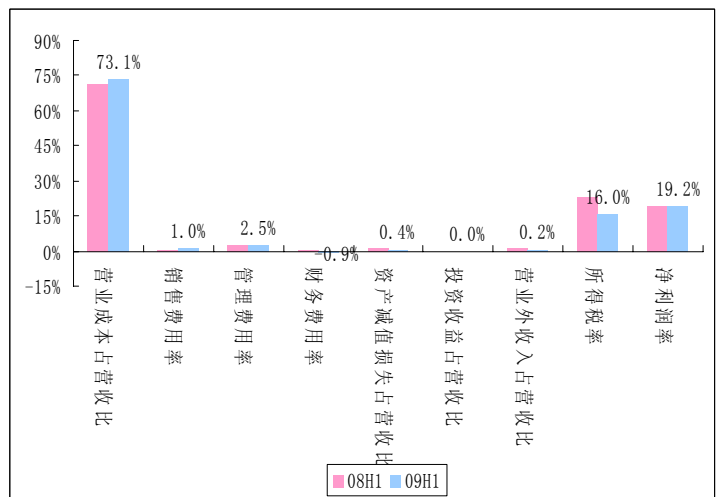
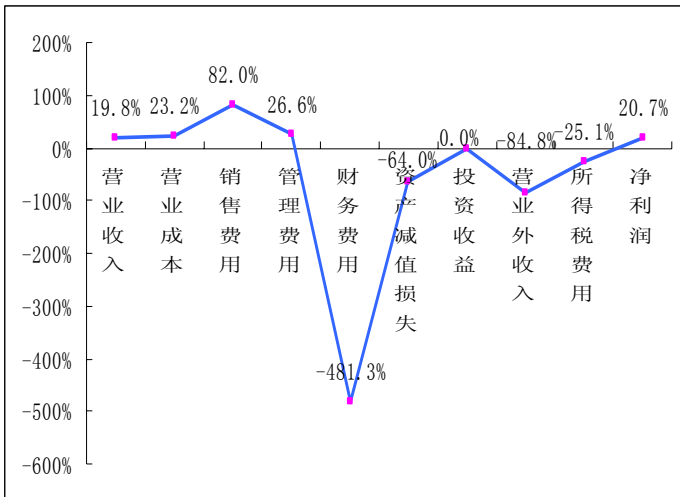
图表5: 公司近年期间费用情况分析



来源: 公司公告, 爱建证券研究部

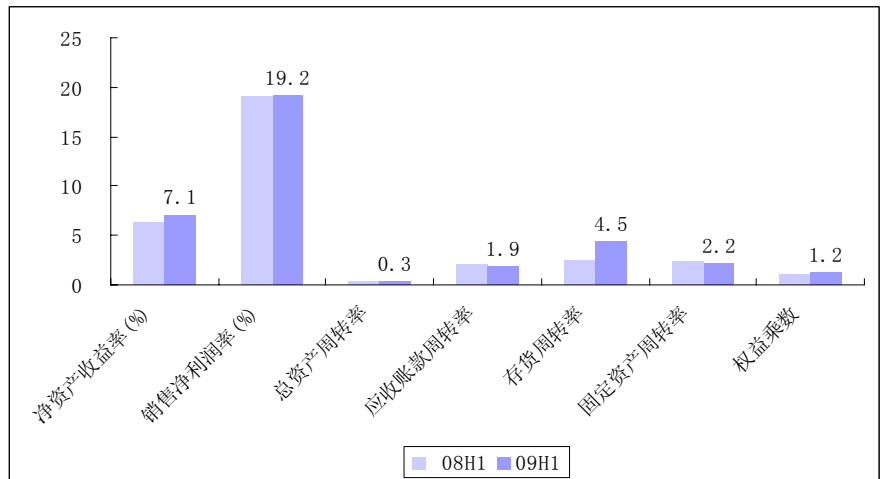
图表6：2009H1业绩驱动因素分析（报告期）

图表7：09H1 Vs 08H1之盈利驱动因素比较



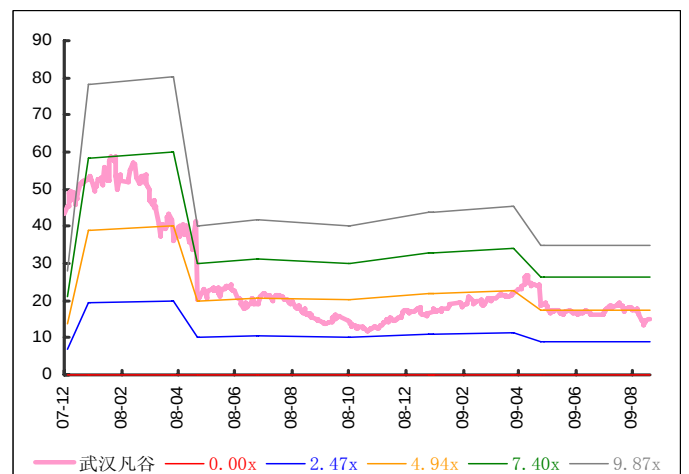
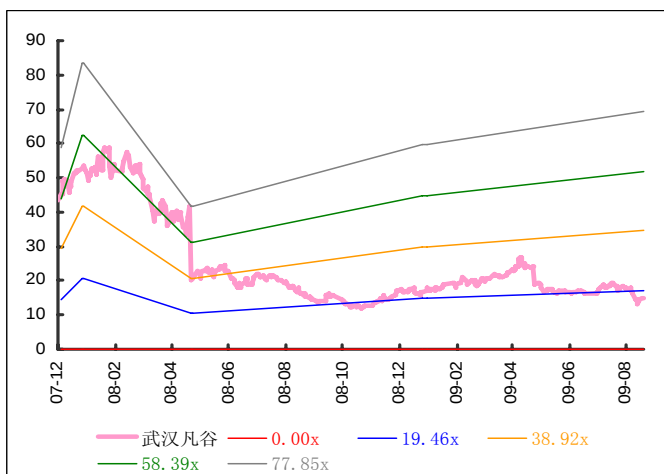
来源：公司公告，爱建证券研究部

图表8：09H1 Vs 08H1，存货周转率和净利润率上升推动ROE上升



来源：公司公告，爱建证券研究部

图表9：公司历史股价及对应PE-Band/PB-Band



来源：Wind，爱建证券研究部

图表10: 报告期业绩比较

单位: 百万元	08H1	09H1	YoY	08Q2	09Q2	YoY	09Q1	QoQ
营业收入	588.12	704.36	19.8%	318.67	318.85	0.1%	385.51	-17.3%
增长率	29.93%	19.76%	-10.2%	14.27%	0.06%	-14.2%	43.07%	-43.0%
综合毛利率	28.95%	26.89%	-2.1%	30.10%	26.88%	-3.2%	26.89%	0.0%
营业成本	417.89	514.96	23.2%	222.74	233.13	4.7%	281.83	-17.3%
营业税金及附加	3.07	8.13	165.1%	1.48	3.05	106.5%	5.08	-39.9%
期间费用	19.60	18.75	-4.3%	10.38	8.25	-20.5%	10.50	-21.4%
期间费用率	3.33%	2.66%	-0.7%	3.26%	2.59%	-0.7%	2.72%	-0.1%
销售费用	3.81	6.93	82.0%	1.90	3.39	78.6%	3.54	-4.0%
销售费用率	0.65%	0.98%	0.3%	0.60%	1.06%	0.5%	0.92%	0.1%
管理费用	14.18	17.96	26.6%	8.11	9.40	16.0%	8.55	9.9%
管理费用率	2.41%	2.55%	0.1%	2.54%	2.95%	0.4%	2.22%	0.7%
财务费用	1.61	-6.13	-481.3%	0.38	-4.54	-1311.3%	-1.59	185.6%
财务费用率	0.27%	-0.87%	-1.1%	0.12%	-1.42%	-1.5%	-0.41%	-1.0%
资产减值损失	7.33	2.64	-64.0%	1.74	0.11	-93.9%	2.53	-95.8%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00	-
投资净收益	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00	-
营业利润	140.24	159.88	14.0%	82.32	74.31	-9.7%	85.57	-13.2%
增长率	32.73%	14.01%	-18.7%	19.22%	-9.73%	-29.0%	47.76%	-57.5%
营业利润率	23.84%	22.70%	-1.1%	25.83%	23.31%	-2.5%	22.20%	1.1%
加: 营业外收入	7.90	1.20	-84.8%	7.65	0.69	-91.0%	0.51	35.0%
减: 营业外支出	1.69	0.10	-94.0%	1.30	0.00	-99.9%	0.10	-99.3%
利润总额	146.44	160.98	9.9%	88.67	75.00	-15.4%	85.98	-12.8%
减: 所得税	34.32	25.70	-25.1%	22.97	10.98	-52.2%	14.72	-25.4%
实际所得税率	23.43%	15.96%	-7.5%	25.91%	14.64%	-11.3%	17.12%	-2.5%
净利润	112.13	135.28	20.7%	65.70	64.02	-2.6%	71.26	-10.2%
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00	-
归属母公司股东净利润	112.13	135.28	20.7%	65.70	64.02	-2.6%	71.26	-10.2%
增长率	22.60%	20.65%	-2.0%	11.43%	-2.56%	-14.0%	53.50%	-56.1%
净利润率	19.06%	19.21%	0.1%	20.62%	20.08%	-0.5%	18.49%	1.6%
每股收益 (元)	0.202	0.243	20.7%	0.12	0.12	-2.6%	0.13	-10.2%

来源: 爱建证券研究部整理

图表11: 公司利润表预测

(模型更新日期: 2009年8月26)

单位: 百万元	06A	07A	08A	09E	10E	11E	08Vs07	09Vs08	10Vs09	11Vs10
主营业务收入	817.66	1,032.07	1,409.41	1845	2350	2952	36.6%	30.9%	27.4%	25.6%
增长率(%)	68.82%	26.22%	36.56%	30.91%	27.37%	25.62%	10.3%	-5.7%	-3.5%	-1.8%
毛利	246.93	307.87	408.56	525	660	828	32.7%	28.5%	25.7%	25.5%
综合毛利率(%)	30.20%	29.83%	28.99%	28.46%	28.09%	28.05%	-0.8%	-0.5%	-0.4%	0.0%
主营业务成本	570.73	724.20	1,000.85	1320	1690	2124	38.2%	31.9%	28.0%	25.7%
营业税金及附加	7.74	8.20	11.64	15.24	11.75	14.76	42.0%	30.9%	-22.9%	25.6%
占收入比率(%)	0.95%	0.79%	0.83%	0.83%	0.50%	0.50%	0.0%	0.0%	-0.3%	0.0%
主营业务利润	239.18	299.67	396.92	509.76	648.25	813.24	32.5%	28.4%	27.2%	25.5%
期间费用	38.28	34.91	43.41	60.89	75.20	88.56	24.3%	40.3%	23.5%	17.8%
期间费用率(%)	4.68%	3.38%	3.08%	3.30%	3.20%	3.00%	-0.3%	0.2%	-0.1%	-0.2%
销售费用	5.45	7.22	13.18	16.61	18.80	20.66	82.5%	26.0%	13.2%	9.9%
销售费用率(%)	0.67%	0.70%	0.94%	0.90%	0.80%	0.70%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%
管理费用	24.46	23.13	32.84	42.44	54.05	64.94	42.0%	29.2%	27.4%	20.2%
管理费用率(%)	2.99%	2.24%	2.33%	2.30%	2.30%	2.20%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
财务费用	8.37	4.55	-2.61	1.845	2.35	2.952	-157.4%	-170.6%	27.4%	25.6%
财务费用率(%)	1.02%	0.44%	-0.19%	0.10%	0.10%	0.10%	-0.6%	0.3%	0.0%	0.0%
资产减值损失	6.19	6.96	11.86	12.92	16.45	20.66	70.5%	8.9%	27.4%	25.6%
减值损失率(%)	0.76%	0.67%	0.84%	0.70%	0.70%	0.70%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-100.0%	-	-	-
营业利润	194.72	257.80	341.65	435.96	556.60	704.02	32.5%	27.6%	27.7%	26.5%
增长率(%)	75.51%	32.40%	32.53%	27.60%	27.67%	26.49%	0.1%	-4.9%	0.1%	-1.2%
营业利润率(%)	23.81%	24.98%	24.24%	23.63%	23.69%	23.85%	-0.7%	-0.6%	0.1%	0.2%
营业外收支净额	8.04	8.09	13.72	14.76	18.80	23.62	69.5%	7.6%	27.4%	25.6%
占收入比率(%)	0.98%	0.78%	0.97%	0.80%	0.80%	0.80%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%
利润总额	202.76	265.89	355.37	450.72	575.40	727.63	33.7%	26.8%	27.7%	26.5%
减: 所得税	27.85	36.85	26.28	58.59	74.80	94.59	-28.7%	123.0%	27.7%	26.5%
实际所得税率(%)	13.74%	13.86%	7.39%	13.00%	13.00%	13.00%	-6.5%	5.6%	0.0%	0.0%
净利润	174.91	229.04	329.09	392.13	500.60	633.04	43.7%	19.2%	27.7%	26.5%
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
占净利润比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
归属母公司股东净利润	157.21	229.04	329.09	392.13	500.60	633.04	43.7%	19.2%	27.7%	26.5%
增长率(%)	58.27%	45.69%	43.68%	19.15%	27.66%	26.46%	-2.0%	-24.5%	8.5%	-1.2%
净利润率(%)	19.23%	22.19%	23.35%	21.25%	21.30%	21.44%	1.2%	-2.1%	0.0%	0.1%
期末每股收益(元)	1.965	1.071	0.770	0.705	0.901	1.139	-28.2%	-8.3%	27.7%	26.5%
最新总股本摊薄 EPS(元)	0.283	0.412	0.592	0.705	0.901	1.139	43.7%	19.2%	27.7%	26.5%

来源: 爱建证券研究部预测

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。