

稳健成长，期待海外市场复苏

武汉凡谷 (002194)
评级：增持（维持）
股价：17.63 元
目标价位：21.90 元
跟踪报告

2009 年 10 月 22 日

星期四

TMT 小组

康志毅

010-59707103

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 21.90 元

升值潜力 (%) 24%

目标价确定日期: 09.10.22

重要数据

总股本(亿股) 5.56

流通股本(亿股) 1.41

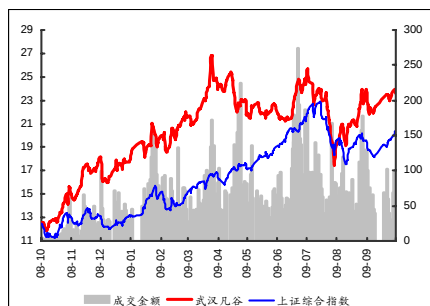
总市值(亿元) 98.00

流通市值(亿元) 24.84

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	4.67	-8.59
3 个月	-5.07	0.08
6 个月	-5.40	-35.00

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《延续平稳增长态势，驱动力微变》

09.08.26

投资要点

- 2009 年 1-9 月公司实现营业收入 11.06 亿元，同比增长 12%；营业利润 2.77 亿元，同比增长 19.5%；归属母公司所有者的净利润 2.36 亿元，同比增加 30.8%；摊薄每股收益 0.42 元。第 3 季度营业收入为 4.02 亿元，同比增长 0.5%；归属母公司所有者的净利润 1.01 亿元，同比增长 47.3%，摊薄每股收益 0.18 元。公司预计 09 年全年归属母公司所有者的净利润同比增长幅度小于 30%。
- **营收增长继续放缓，毛利率稳定，费用率、所得税率下降。**第 3 季度公司营收仅同比增长 0.5%，延续了 2 季度的增长疲态，我们分析主要原因是由于海外收入大幅下滑，因海外电信资本开支减少，国际系统设备厂商也减少了器件产品的采购。公司净利润保持了稳健增长态势，主要归功于毛利率的稳定，费用率、所得税率的下降。前 3 季度公司综合毛利率为 29%，同比微降 0.4 个百分点，第 3 季度综合毛利率同比提升 2.7 个百分点至 32.7%，高毛利率的双工器、滤波器收入占比提升是主要原因。前 3 季度期间费用率 2.4%，同比下降 1.8 个百分点，是由于币值稳定，汇兑损失减少。所得税率方面，08 年前 3 季度公司所得税率暂按 25% 税率缴纳，09 年已按高新企业 15% 缴纳。
- 09 年上半年公司海外收入同比减少 56%，收入占比由同期的 33% 下降到 11.9%，海外收入已成为制约公司增长的主要因素。有咨询公司预测，09 年下半年全球电信资本开支将反弹，2010 年平坦增长，2011 年开始进入新一轮投资增长周期，借助此预测，我们认为武汉凡谷前 5 大客户收入占比 95%，客户依存度较高，因此具有更高的复苏弹性，公司 2010、2011 年的经营业绩有望超预期。
- 维持 2009-2011 年每股收益分别为 0.73 元、0.87 元、1.05 元的盈利预测，目前对应动态市盈率分别为 24x、20x、17x，估值水平具有优势，处于低位，同时预计公司海外收入有望在年底超预期表现，因此维持对公司“增持”的投资评级，建议积极关注。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1,032.1	1,409.4	1,726.8	2,170.6	2,721.7
营业收入增长率 (%)	26.2%	36.6%	22.5%	25.7%	25.4%
营业利润 (百万元)	257.8	341.7	428.1	510.5	619.4
营业利润增长率 (%)	32.4%	32.5%	25.3%	19.3%	21.3%
净利润 (百万元)	229.0	329.1	403.2	481.1	583.4
净利润增长率 (%)	45.7%	43.7%	22.5%	19.3%	21.3%
营业利润率 (%)	25.0%	24.2%	24.8%	23.5%	22.8%
每股收益 (元)	0.412	0.592	0.725	0.865	1.050
每股净资产 (元)	3.04	3.40	4.13	5.00	6.04
PE (X)	42.8	29.8	24.3	20.4	16.8
PB (X)	5.8	5.2	4.3	3.5	2.9
ROE (%)	13.5%	17.4%	17.6%	17.3%	17.4%

表 1. 武汉凡谷 3 季度业绩对比

百万元	1-3Q2009	1-3Q2008	YoY	3Q2009	3Q2008	YoY	2Q2009	QoQ
营业收入	1,106.45	988.26	12.0%	402.08	400.14	0.5%	318.85	26.1%
增长率	12.0%	37.2%	-25.2%	0.5%	49.5%	-49.0%	0.1%	0.4%
毛利率	29.0%	29.4%	-0.4%	32.7%	30.0%	2.7%	26.9%	5.8%
营业成本	785.70	698.14	12.5%	270.74	280.25	-3.4%	233.13	16.1%
营业税金及附加	11.86	7.09	67.2%	3.73	4.03	-7.4%	3.05	22.1%
期间费用率	2.4%	4.2%	-1.8%	1.9%	5.4%	-3.4%	2.6%	-0.7%
销售费用	9.40	7.46	26.1%	2.47	3.65	-32.3%	3.39	-27.1%
销售费用率	0.8%	0.8%	0.1%	0.6%	0.9%	-0.3%	1.1%	-0.4%
管理费用	27.61	22.47	22.9%	9.65	8.29	16.5%	9.40	2.6%
管理费用率	2.5%	2.3%	0.2%	2.4%	2.1%	0.3%	2.9%	-0.5%
财务费用	(10.54)	11.12	-194.8%	(4.40)	9.51	-146.3%	(4.54)	-3.1%
财务费用率	-1.0%	1.1%	-2.1%	-1.1%	2.4%	-3.5%	-1.4%	0.3%
资产减值损失	5.34	10.14	-47.3%	2.70	2.81	-3.8%	0.11	2450.3%
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	277.07	231.84	19.5%	117.19	91.60	27.9%	74.31	57.7%
增长率	19.5%	23.7%	-4.2%	27.9%	12.1%	15.8%	-9.7%	37.7%
营业利润率	25.0%	23.5%	1.6%	29.1%	22.9%	6.3%	23.3%	5.8%
加: 营业外收入	2.35	10.77	-78.2%	1.15	2.87	-59.8%	0.69	67.5%
减: 营业外支出	0.22	1.69	-86.9%	0.12	0.00	22496.0%	0.00	17228.6%
利润总额	279.20	240.92	15.9%	118.22	94.47	25.1%	75.00	57.6%
减: 所得税	43.02	60.29	-28.6%	17.32	25.97	-33.3%	10.98	57.8%
实际所得税率	15.4%	25.0%	-9.6%	14.7%	27.5%	-12.8%	14.6%	0.0%
净利润	236.17	180.63	30.8%	100.90	68.50	47.3%	64.02	57.6%
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	236.17	180.63	30.8%	100.90	68.50	47.3%	64.02	57.6%
增长率	30.8%	10.5%	20.3%	47.3%	-5.0%	52.2%	-2.6%	49.8%
净利润率	21.3%	18.3%	3.1%	25.1%	17.1%	8.0%	20.1%	5.0%
每股收益 (元)	0.42	0.32	30.8%	0.18	0.12	47.3%	0.12	57.6%

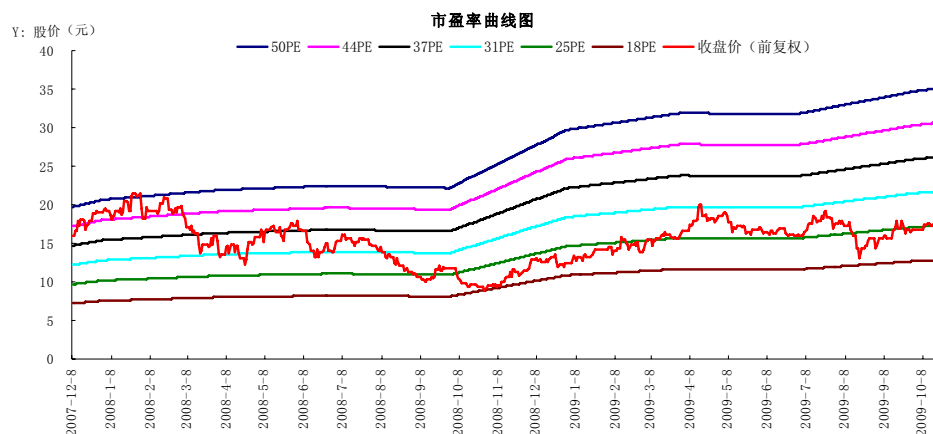
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

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	1,726.8	2,170.6	2,721.7	36.6%	22.5%	25.7%	25.4%
增长率	68.8%	26.2%	36.6%	22.5%	25.7%	25.4%	10.3%	-14.0%	3.2%	-0.3%
华为	577.7	434.5	700.0	875.7	1,099.0	1,322.1	61.1%	25.1%	25.5%	20.3%
其他前4名大客户	218.1	563.9	627.2	748.2	932.7	1,219.0	11.2%	19.3%	24.7%	30.7%
其他	21.9	26.2	76.2	102.9	138.9	180.6	190.4%	35.0%	35.0%	30.0%
综合毛利率	30.2%	29.8%	29.0%	28.7%	27.8%	27.2%	-0.8%	-0.3%	-0.9%	-0.6%
营业成本	570.7	724.2	1,000.8	1,231.1	1,566.9	1,981.6	38.2%	23.0%	27.3%	26.5%
营业税金及附加	7.7	8.2	11.6	13.8	17.4	21.8	42.0%	18.7%	25.7%	25.4%
期间费用率	4.7%	3.4%	3.1%	2.3%	2.7%	2.8%	-0.3%	-0.8%	0.4%	0.1%
销售费用	5.4	7.2	13.2	13.8	15.4	18.5	82.5%	4.8%	11.6%	20.1%
销售费用率	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%
管理费用	24.5	23.1	32.8	39.9	49.9	62.1	42.0%	21.5%	25.2%	24.3%
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)	(13.8)	(7.2)	(3.8)	-157.4%	428.5%	-48.1%	-46.8%
财务费用率	1.0%	0.4%	-0.2%	-0.8%	-0.3%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	0.5%	0.2%
资产减值损失	6.2	7.0	11.9	14.0	17.6	22.0	70.5%	17.9%	25.7%	25.4%
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	428.1	510.5	619.4	32.5%	25.3%	19.3%	21.3%
增长率	75.5%	32.4%	32.5%	25.3%	19.3%	21.3%	0.1%	-7.2%	-6.0%	2.1%
营业利润率	23.8%	25.0%	24.2%	24.8%	23.5%	22.8%	-0.7%	0.5%	-1.3%	-0.8%
加: 营业外收入	8.1	8.3	15.6	10.9	12.7	15.8	88.9%	-30.5%	16.9%	24.5%
减: 营业外支出	0.1	0.2	1.9	0.7	0.3	1.1	916.2%	-63.2%	-54.9%	243.8%
利润总额	202.8	265.9	355.4	438.2	522.9	634.2	33.7%	23.3%	19.3%	21.3%
减: 所得税	27.8	36.9	26.3	35.1	41.8	50.7	-28.7%	33.4%	19.3%	21.3%
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	403.2	481.1	583.4	43.7%	22.5%	19.3%	21.3%
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	403.2	481.1	583.4	43.7%	22.5%	19.3%	21.3%
增长率	58.3%	45.7%	43.7%	22.5%	19.3%	21.3%	-2.0%	-21.2%	-3.2%	1.9%
净利润率	19.2%	22.2%	23.3%	23.3%	22.2%	21.4%	1.2%	0.0%	-1.2%	-0.7%
每股收益(元)	0.28	0.41	0.59	0.73	0.87	1.05	43.7%	22.5%	19.3%	21.3%

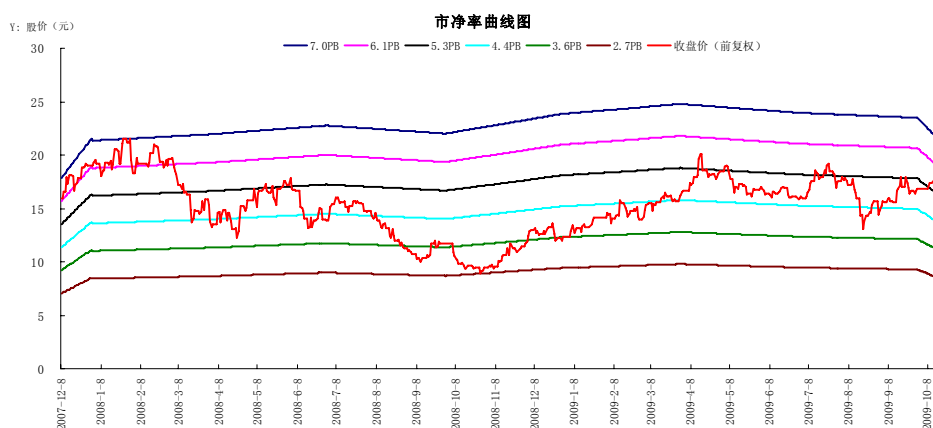
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

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, 通信传媒高级研究员, 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, 奥飞动漫, 华谊兄弟。

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