

武汉凡谷 002194.SZ

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

近看国内市场增长，远看国际市场回升

——09 年三季报点评

本报告导读：➤ 09 前三季度国内业务为亮点，推动业绩超预期
➤ 10 年国际市场的回升将成业绩增长的新动力

投资要点：

- 公司09年三季报业绩：在本报告期内，公司业绩较快增长，且略超出预期。09Q1-Q3公司实现营收11.06亿元，同比增长11.96%，实现净利润2.36亿元，同比增长30.75%，扣除非经常性损益后净利润增长34.83%；09Q1-Q3基本每股收益为0.425元，每股净资产3.35元，净资产收益率12.7%。
- 电信投资使公司国内业务为亮点，推动前三季度盈利超预期增长，Q3单季度盈利增长47.3%。09年电信重组和3G发牌后，三大运营商均加大资本开支，据工信部统计，至09年7月，国内电信投资额达到1489.9亿元，同比增长13.74%。到09年8月份，国内移动通信基站累计增加2343万信道，同比增长147.4%，已经超出08年全年的基站规模水平。移动通信基站大规模建设推动公司国内业务大幅增长，公司国内业务同比大幅增长超过60%，占收入比超过80%以上。这使得公司前三季度业绩增长30.75%，超出预期，毛利率达29%。

从单季度看，公司09Q3在营收增长0.5%时，盈利增长达到47.3%，表明单季度业绩弹性较大。09Q3公司净利润率升至25.1%，毛利率升至32.7%，且均呈现逐季上升趋势。

- 分业务看，双工器大幅增长毛利率上升，综合毛利率较09H1升2.1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，公司产品主要根据系统设备商定制化需求按订单生产，不

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	1847	2355	2955
增长率(%)	26.2%	36.6%	31.0%	27.5%	25.5%
主营成本(百万元)	724	1001	1317	1685	2117
增长率(%)	26.9%	38.2%	31.6%	27.9%	25.6%
净利润(百万元)	229	329	396	509	642
增长率(%)	45.7%	43.7%	20.5%	28.4%	26.0%
毛利率(%)	29.8%	29.0%	28.7%	28.5%	28.4%
每股收益(元)	0.412	0.592	0.713	0.916	1.154
PE(倍)	42.8	29.8	24.7	19.2	15.3

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：强烈推荐（上调）
上次评级：推荐
目标价格：¥23
上次预测：¥18

当前价格：¥17.63

2009.10.22

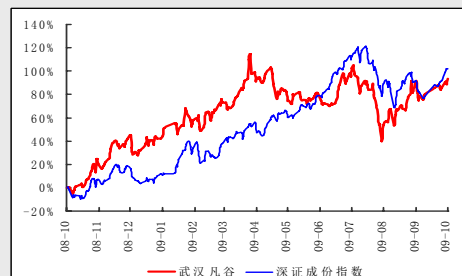
基础数据

总市值(百万元) 9,800
总股本/流通 A 股(百万股) 555.9/140.9
流通市值(百万元) 2,484
每股净资产(元) 3.35
净资产收益率(%) 12.7

交易数据

52 周内股价区间(元) 11.66~27.01
09 年动态 PE(倍) 24.7
PE/G 比率(倍) 0.77
市净率(倍) 5.2

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

《武汉凡谷：国内业务促业绩稳健成长，估值较低-09 半年报点评》

2009.08.26

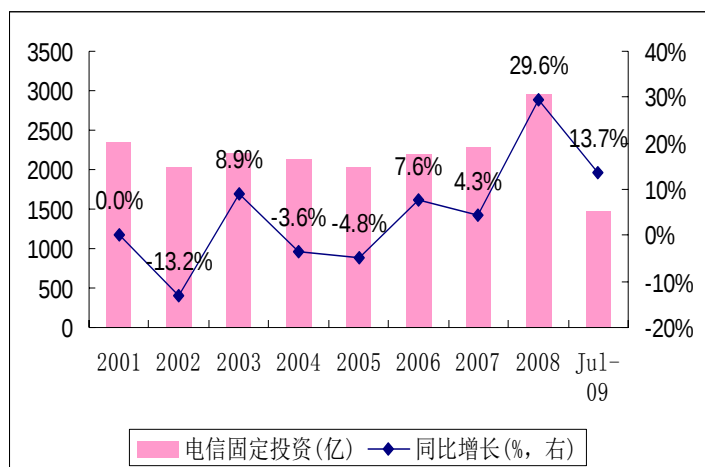
同产品毛利率及其变化差异较大。从上半年情况看，公司双工器收入大幅增长43%，毛利率上升至27.84%，占收比超过60%，三季度延续这一优势，对公司业绩增长贡献最大。因竞争加剧，滤波器和射频子系统业务毛利率受压，部分影响公司业绩增长。总体看，公司09年的运营策略是成功的，抓住了国内市场大发展机会保证了业绩较快增长，前三季度综合毛利率继续上升2.1个百分点。

● **10年国际市场的回升将成业绩增长的新动力。**公司09年采取稳健的发展策略，产能扩张谨慎，放缓国际业务发展，重点在发展国内业务。我们认为，随着全球经济复苏，国际电信市场也将恢复增长，国际电信运营商投资逐步上升。公司目前仍是华为的最大供应商，随着华为国际份额和地位的上升，公司提升也将提升其国际市场份额。另外，公司已进入全球最大的电信设备商爱立信的采购名单，预计10年后期开始有望为其供货，尤其是亚太等市场公司具有获得其订单的优势。我们认为，随着海外经济逐步复苏，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，成为未来业绩增长的新动力。

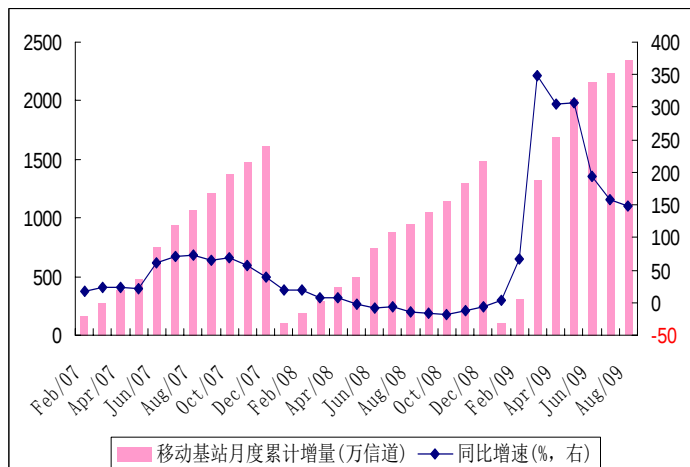
● **费用控制理想、所得税率降低驱动业绩增长。**公司09Q1-Q3费用控制良好，期间费用率同比下降至2.4%，其中Q3期间费用率1.9%。因规模效应，公司前三季度销售费用率逐季降低。由于公司减少采用票据贴现方式而降低了利息支出，以及汇兑损失减少使得财务费用降低。公司子公司武汉德威斯所得税率降至15%使得所得税同比减少。另外，公司加快了存货的周转速度，存货周转率和销售净利润率上升推动公司综合盈利能力提升，使得ROE水平上升至12.7%。

● **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，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，国际市场亦将逐步回升，保证公司综合毛利率平稳在28.5%左右，公司09-11年业绩复合增长能保持在25%以上，预计09-10年EPS为0.713元，0.916元，目前动态PE为24.7倍和19.2倍，10年PEG水平0.77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，给予“强烈推荐”评级，目标价23元（对应10年PE为25倍）。

图表1：Jul-09国内电信投资增长13.7%

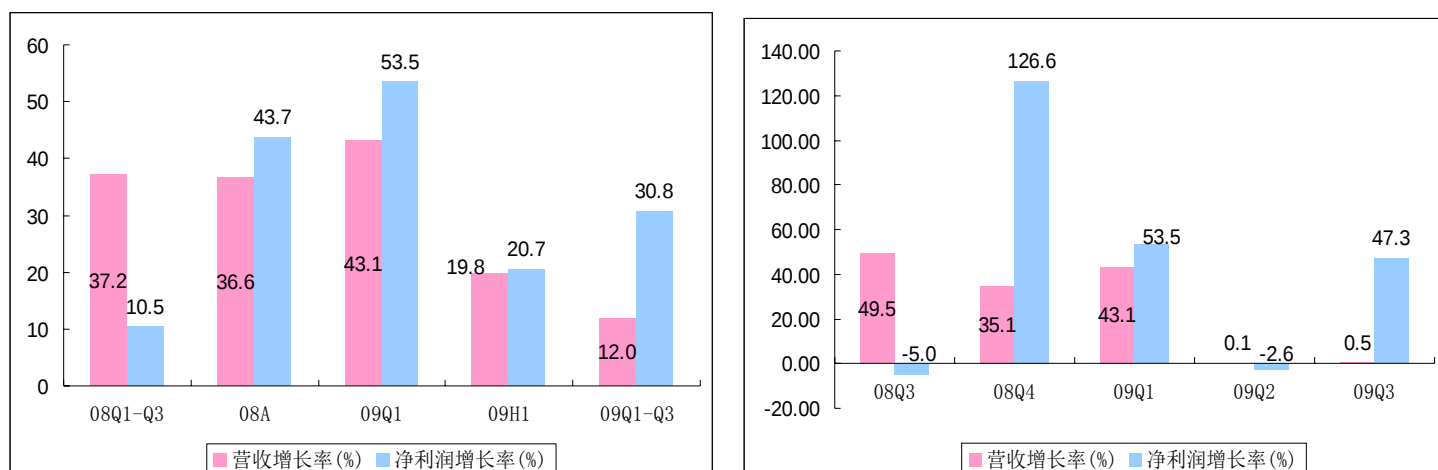


图表2：Aug-09国内移动基站累计同比增长147.4%



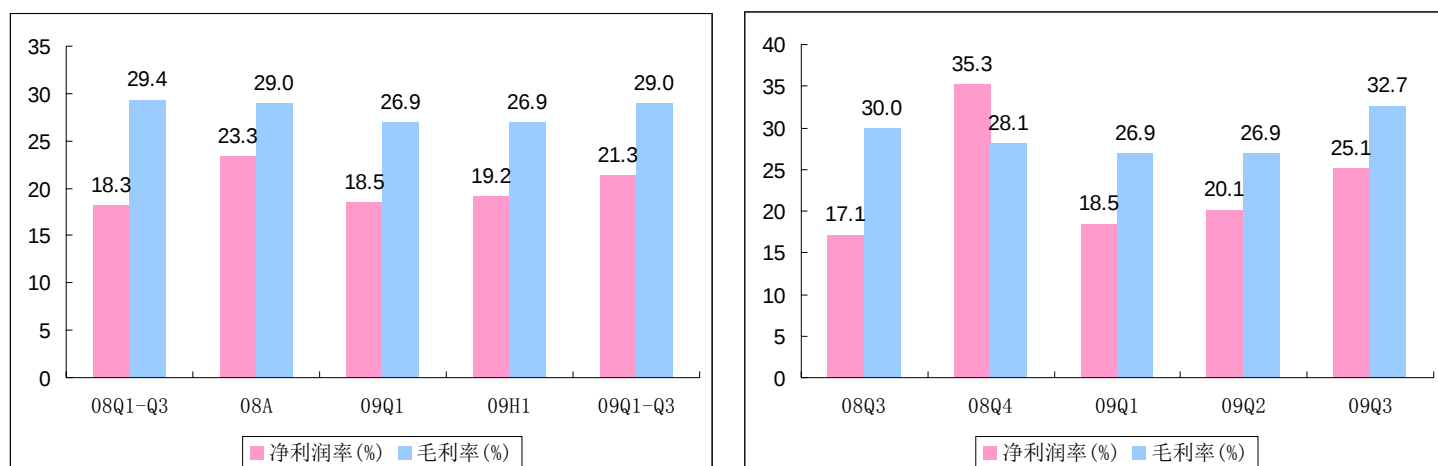
来源：公司公告，爱建证券研究部

图表3：公司业务成长性分析（报告期和单季度）



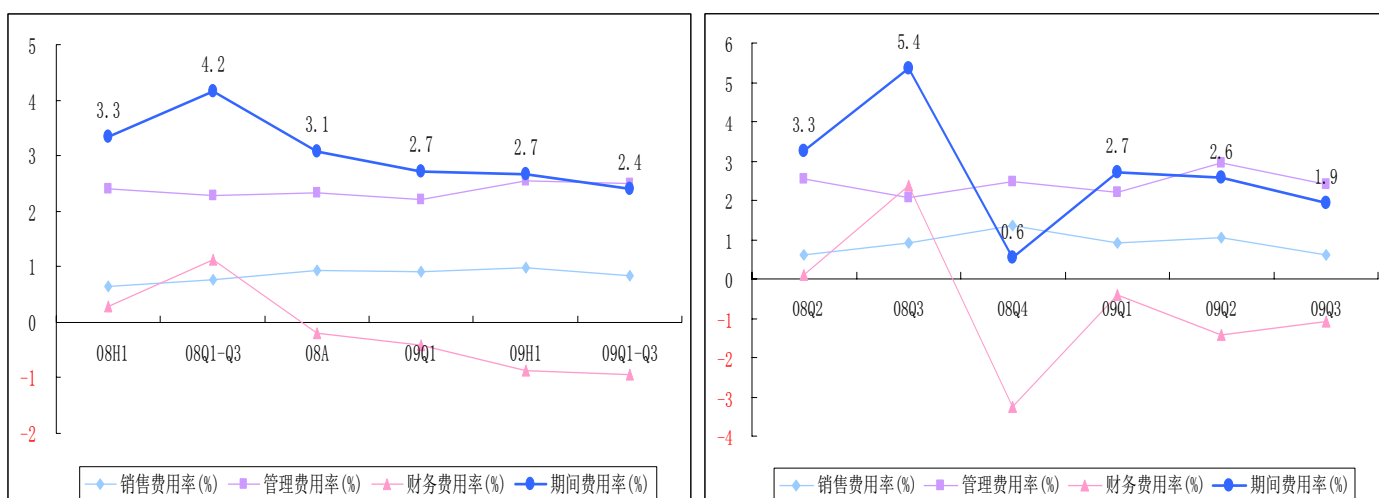
来源：公司公告，爱建证券研究部

图表4：公司业务盈利能力分析（报告期和单季度）



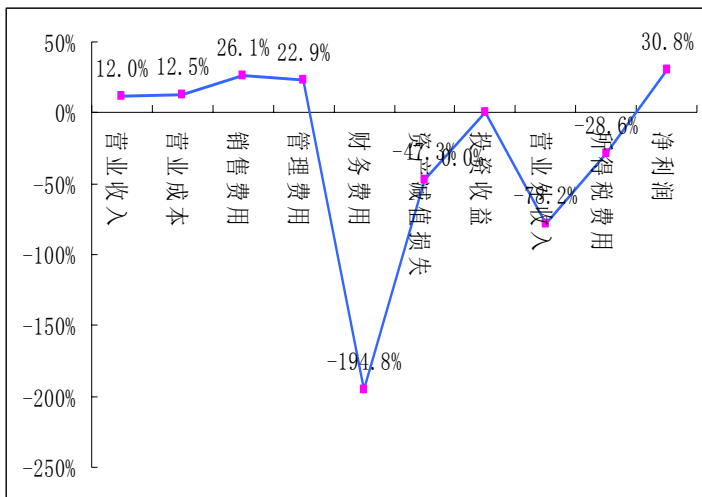
来源：公司公告，爱建证券研究部

图表5：公司近年期间费用情况分析（报告期和单季度）

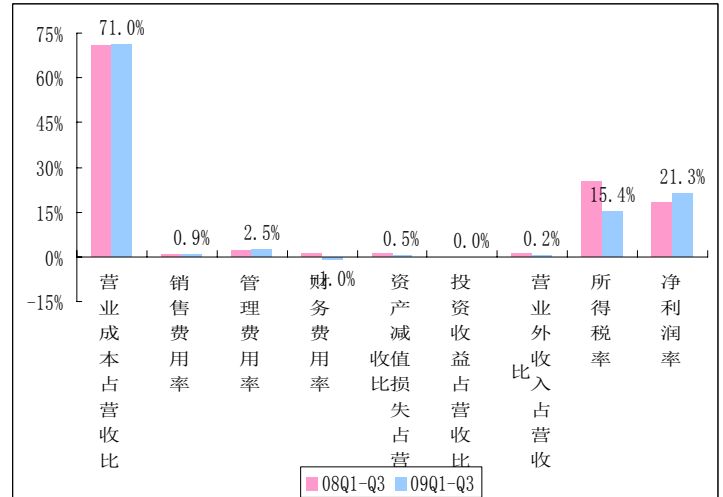


来源：公司公告，爱建证券研究部

图表6: 2009Q1-Q3业绩驱动因素分析 (报告期)

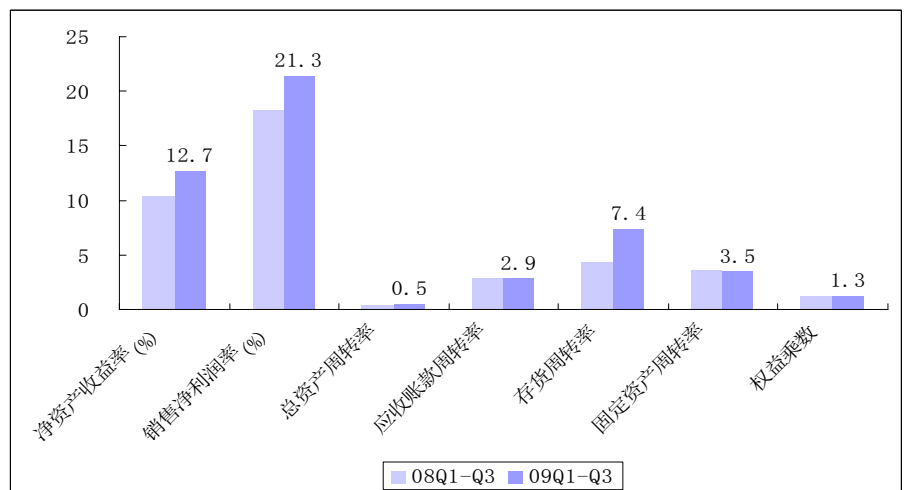


图表7: 09Q1-Q3 Vs 08Q1-Q3之盈利驱动因素比较



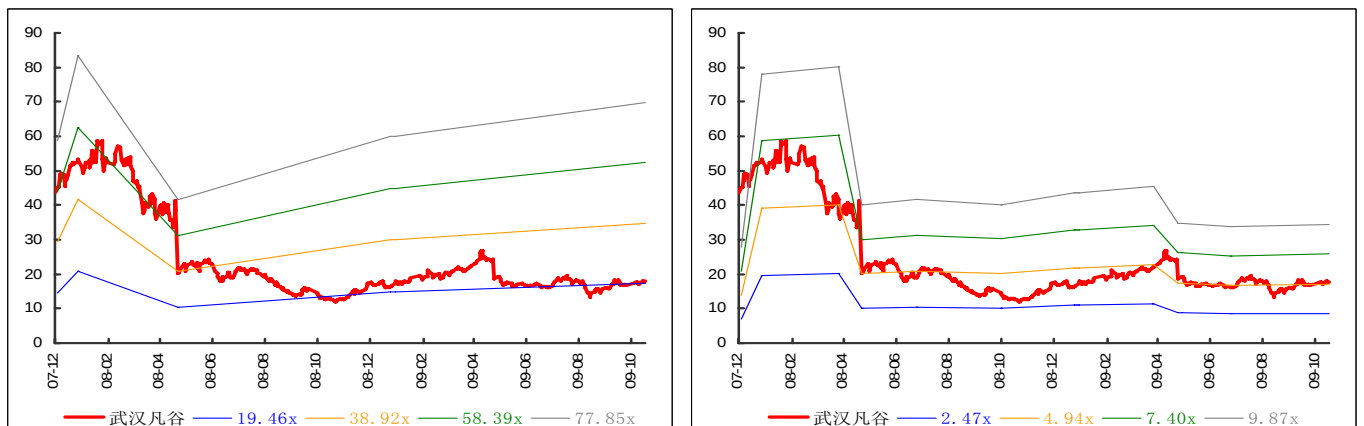
来源: 公司公告, 爱建证券研究部

图表8: 09Q1-Q3 Vs 08Q1-Q3, 销售净利润率和存货周转率大幅上升推动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	08Q1-Q3	09Q1-Q3	YoY	08Q3	09Q3	YoY	09Q2	QoQ
营业收入	988.26	1,106.45	12.0%	400.14	402.08	0.5%	318.85	26.1%
增长率	37.20%	11.96%	-25.2%	49.49%	0.49%	-49.0%	0.06%	0.4%
综合毛利率	29.36%	28.99%	-0.4%	29.96%	32.67%	2.7%	26.88%	5.8%
营业成本	698.14	785.70	12.5%	280.25	270.74	-3.4%	233.13	16.1%
营业税金及附加	7.09	11.86	67.2%	4.03	3.73	-7.4%	3.05	22.1%
期间费用	41.05	26.48	-35.5%	21.45	7.72	-64.0%	8.25	-6.4%
期间费用率	4.15%	2.39%	-1.8%	5.36%	1.92%	-3.4%	2.59%	-0.7%
销售费用	7.46	9.40	26.1%	3.65	2.47	-32.3%	3.39	-27.1%
销售费用率	0.76%	0.85%	0.1%	0.91%	0.62%	-0.3%	1.06%	-0.4%
管理费用	22.47	27.61	22.9%	8.29	9.65	16.5%	9.40	2.6%
管理费用率	2.27%	2.50%	0.2%	2.07%	2.40%	0.3%	2.95%	-0.5%
财务费用	11.12	-10.54	-194.8%	9.51	-4.40	-146.3%	-4.54	3.1%
财务费用率	1.13%	-0.95%	-2.1%	2.38%	-1.10%	-3.5%	-1.42%	0.3%
资产减值损失	10.14	5.34	-47.3%	2.81	2.70	-3.8%	0.11	2450.3%
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	231.84	277.07	19.5%	91.60	117.19	27.9%	74.31	57.7%
增长率	23.73%	19.51%	-4.2%	12.09%	27.93%	15.8%	-9.73%	37.7%
营业利润率	23.46%	25.04%	1.6%	22.89%	29.15%	6.3%	23.31%	5.8%
加：营业外收入	10.77	2.35	-78.2%	2.87	1.15	-59.8%	0.69	67.5%
减：营业外支出	1.69	0.22	-86.9%	0.00	0.12	22496.0%	0.00	17228.6%
利润总额	240.92	279.20	15.9%	94.47	118.22	25.1%	75.00	57.6%
减：所得税	60.29	43.02	-28.6%	25.97	17.32	-33.3%	10.98	57.8%
实际所得税率	25.02%	15.41%	-9.6%	27.49%	14.65%	-12.8%	14.64%	0.0%
净利润	180.63	236.17	30.8%	68.50	100.90	47.3%	64.02	57.6%
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	180.63	236.17	30.8%	68.50	100.90	47.3%	64.02	57.6%
增长率	10.45%	30.75%	20.3%	-4.96%	47.29%	52.2%	-2.56%	49.8%
净利润率	18.28%	21.35%	3.1%	17.12%	25.09%	8.0%	20.08%	5.0%
每股收益（元）	0.325	0.425	30.8%	0.123	0.182	47.3%	0.115	57.6%

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10月22)

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	1847	2355	2955	36.6%	31.0%	27.5%	25.5%
增长率(%)	68.82%	26.22%	36.56%	31.05%	27.50%	25.48%	10.3%	-5.5%	-3.5%	-2.0%
毛利	246.93	307.87	408.56	530	670	838	32.7%	29.7%	26.4%	25.1%
综合毛利率(%)	30.20%	29.83%	28.99%	28.70%	28.45%	28.36%	-0.8%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
主营业务成本	570.73	724.20	1,000.85	1317	1685	2117	38.2%	31.6%	27.9%	25.6%
营业税金及附加	7.74	8.20	11.64	15.25	11.78	14.78	42.0%	31.0%	-22.8%	25.5%
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	514.75	658.23	823.23	32.5%	29.7%	27.9%	25.1%
期间费用	38.28	34.91	43.41	60.95	75.36	88.65	24.3%	40.4%	23.6%	17.6%
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	16.62	18.84	20.69	82.5%	26.1%	13.3%	9.8%
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	42.48	54.17	65.01	42.0%	29.4%	27.5%	20.0%
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	1.847	2.355	2.955	-157.4%	-170.7%	27.5%	25.5%
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	12.93	16.49	20.69	70.5%	9.0%	27.5%	25.5%
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	440.87	566.38	713.89	32.5%	29.0%	28.5%	26.0%
增长率(%)	75.51%	32.40%	32.53%	29.04%	28.47%	26.04%	0.1%	-3.5%	-0.6%	-2.4%
营业利润率(%)	23.81%	24.98%	24.24%	23.87%	24.05%	24.16%	-0.7%	-0.4%	0.2%	0.1%
营业外收支净额	8.04	8.09	13.72	14.78	18.84	23.64	69.5%	7.7%	27.5%	25.5%
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	455.64	585.22	737.53	33.7%	28.2%	28.4%	26.0%
减：所得税	27.85	36.85	26.28	59.23	76.08	95.88	-28.7%	125.4%	28.4%	26.0%
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	396.41	509.14	641.65	43.7%	20.5%	28.4%	26.0%
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	396.41	509.14	641.65	43.7%	20.5%	28.4%	26.0%
增长率(%)	58.27%	45.69%	43.68%	20.46%	28.44%	26.03%	-2.0%	-23.2%	8.0%	-2.4%
净利润率(%)	19.23%	22.19%	23.35%	21.46%	21.62%	21.71%	1.2%	-1.9%	0.2%	0.1%
期末每股收益（元）	1.965	1.071	0.770	0.713	0.916	1.154	-28.2%	-7.3%	28.4%	26.0%
最新总股本摊薄 EPS（元）	0.283	0.412	0.592	0.713	0.916	1.154	43.7%	20.5%	28.4%	26.0%

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。