

湘财证券研究所
TMT 研究小组

吴友文

Tel: 021-68634510-8054

E-Mail: wyw2852@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634510-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

6-12 个月目标价 21.45 元

昨收盘价 18.47 元

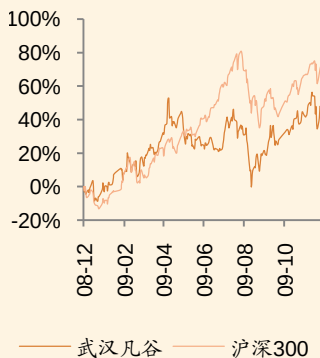
52 周最高价 27.01 元

52 周最低价 13.17 元

总股本 5.55 亿股

流通股本 1.41 亿股

流通市值 26.02 亿

最近一年走势

近期相关研究报告

2009.11.04 3G 新阶段, 聚焦光通信行业高增长

2009.10.15 观移动通信和宽带发展, 看运营商谁主沉浮

事件说明: 我们于 12 月 3 日对武汉凡谷进行了实地调研, 以下为我们在调研后对公司发展和投资价值进行深入研究的结论和观点。

□ **国内需求或将放缓, 海外增长仍待明年合适时机, 同国际主系统设备商合作逐步进入收获阶段, 建议静待确定性增长时机的到来。**我们认为, 随着 3G 大规模建设进入新阶段, 通信设备行业内部的增长速度已经出现分化, 国内在移动通信领域的投资或将降低, 而从海外来看, 在经济复苏的预期下电信投资将企稳回升, 有望发力同国际主系统设备制造商的合作, 实现新一轮的快速增长。

□ **公司目前同华为的合作占营收一半左右份额, 但其同诺西、爱立信、中兴的合作将渐入佳境, 进入爬坡阶段, 有望多面开花, 成为公司未来主要看点。**我们认为, 公司在成为爱立信全球合格供应商后, 经过前一阶段产品试量供应, 预计将会在 2010 年年内进入批量供应阶段; 而同其他运营商的合作也有望进入更深入阶段; 我们建议, 应该积极跟踪同主系统设备商合作的情况, 关注由此带来的对基本面产生的重大正面影响。

□ **围绕移动通信领域拓展主要产品领域将助公司稳健增长。**我们认为, 公司积极介入移动通信相关领域的产品发展, 比如塔放和数字微波产品, 在 2009 半年报我们看到其他类产品占比已达 7%, 这将有力的推动公司更为稳健的增长, 提升公司价值。

□ **投资建议:** 我们预计武汉凡谷 2009-2011 年三年 EPS 分别为 0.66、0.80、0.91 元。由于主要的增长因素仍待时机, 我们依据 2009 年 EPS30-35 倍 PE 中值 6-12 月目标价 21.45 元, 给予“增持”评级, 同时积极跟踪国际主系统设备商合作的最新情况, 关注因此带来的基本面价值重大提升。

□ **风险提示:** 技术风险, 竞争风险, 价格风险。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1409	1716	2229	2692
收入同比(%)	37%	22%	30%	21%
归属母公司净利润	329	368	447	505
净利润同比(%)	44%	12%	22%	13%
毛利率(%)	29.0%	28.3%	26.8%	25.2%
ROE(%)	17.4%	18.4%	18.3%	17.1%
每股收益(元)	0.59	0.66	0.80	0.91
P/E	32.75	29.32	24.13	21.35
P/B	5.70	5.41	4.42	3.66
EV/EBITDA	24	23	19	17

资料来源: 湘财证券研究所

表 1 武汉凡谷财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1735	1861	2428	3069	营业收入	1409	1716	2229	2692
现金	907	1179	1360	2021	营业成本	1001	1231	1632	2014
应收账款	410	359	668	561	营业税金及附加	12	17	22	27
其他应收款	2	3	4	5	营业费用	13	15	20	24
预付账款	54	67	89	109	管理费用	33	39	51	62
存货	123	132	129	130	财务费用	-3	-19	-22	-28
其他流动资产	239	120	178	242	资产减值损失	12	0	0	0
非流动资产	523	504	501	498	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	294	331	339	334	营业利润	342	432	526	594
无形资产	102	120	134	150	营业外收入	16	0	0	0
其他非流动资	127	54	28	14	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2259	2365	2929	3566	利润总额	355	432	526	594
流动负债	359	372	456	553	所得税	26	65	79	89
短期借款	50	50	50	50	净利润	329	368	447	505
应付账款	164	231	293	368	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	145	91	112	135	归属母公司净利润	329	368	447	505
非流动负债	7	0	34	69	EBITDA	414	432	524	587
长期借款	0	0	34	69	EPS (元)	0.77	0.66	0.80	0.91
其他非流动负	7	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	366	372	490	622	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	428	556	556	556	营业收入	36.6%	21.7%	29.9%	20.8%
资本公积	822	694	694	694	营业利润	32.5%	26.6%	21.5%	13.0%
留存收益	643	743	1190	1694	归属于母公司净利润	43.7%	11.7%	21.5%	13.0%
归属母公司股东权益	1893	1993	2440	2944	获利能力				
负债和股东权益	2259	2365	2929	3566	毛利率 (%)	29.0%	28.3%	26.8%	25.2%
现金流量表					净利率 (%)	23.3%	21.4%	20.0%	18.7%
单位: 百万元					ROE (%)	17.4%	18.4%	18.3%	17.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	31.3%	40.7%	36.7%	46.1%
经营活动现金流	83	517	141	615	偿债能力				
净利润	329	368	447	505	资产负债率 (%)	16.2%	15.7%	16.7%	17.4%
折旧摊销	75	18	20	21	净负债比率 (%)	13.66%	13.43%	17.15%	19.13%
财务费用	-3	-19	-22	-28	流动比率	4.83	5.00	5.33	5.55
投资损失	0	0	0	0	速动比率	4.45	4.61	5.02	5.29
营运资金变动	-340	145	-323	124	营运能力				
其他经营现金	22	4	19	-6	总资产周转率	0.65	0.74	0.84	0.83
投资活动现金流	-366	4	-17	-18	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	253	0	0	0	应付账款周转率	5.98	6.23	6.22	6.09
长期投资	0	-5	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-113	-1	-17	-18	每股收益 (最新摊薄)	0.59	0.66	0.80	0.91
筹资活动现金流	-140	-249	56	63	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.15	0.93	0.25	1.11
短期借款	50	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.40	3.59	4.39	5.30
长期借款	-59	0	34	35	估值比率				
普通股增加	214	128	0	0	P/E	32.75	29.32	24.13	21.35
资本公积增加	-214	-128	0	0	P/B	5.70	5.41	4.42	3.66
其他筹资现金	-131	-249	22	28	EV/EBITDA	24	23	19	17
现金净增加额	-430	272	180	661					

资料来源: 湘财证券研究所

表 2 武汉凡谷营业收入分类预测

项目	2008	2009	2010	2011
一、营业收入		1715.79	2228.89	2692.03
其他	19.73	108.51	173.62	225.70
滤波器	80.61	124.94	162.42	194.90
双工器	814.59	1140.42	1482.55	1779.05
射频子系统	488.47	341.93	410.31	492.38
二、营业成本		1230.60	1632.01	2014.06
其他	0.44	81.92	131.95	171.53
滤波器	49.78	76.84	102.32	124.74
双工器	598.08	798.29	1067.43	1316.50
射频子系统	348.06	273.54	330.30	401.29
三、营业毛利		485.20	596.89	677.98
其他	19.29	26.58	41.67	54.17
滤波器	30.82	48.10	60.10	70.17
双工器	216.50	342.13	415.11	462.55
射频子系统	140.41	68.39	80.01	91.09
四、毛利率(%)		28.28	26.78	25.18
其他	97.78	24.50	24.00	24.00
滤波器	38.24	38.50	37.00	36.00
双工器	26.58	30.00	28.00	26.00
射频子系统	28.74	20.00	19.50	18.50

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。