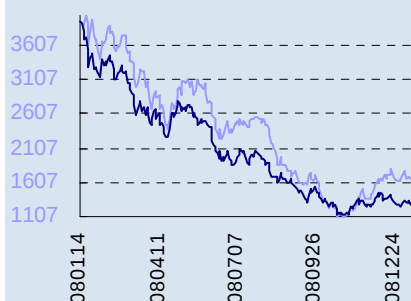


2009 年 01 月 14 日

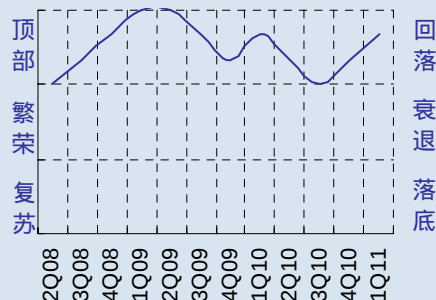
长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	34.54
市场优化平均市盈率	20.60
国金通信设备指数	1646.40
沪深 300 指数	1876.19
上证指数	1863.37
深证成指	6530.81
中小板指数	2949.81



行业景气周期预期2Q08-1Q11



陈运红

 (8621)61038242
 chenylh@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

通信设备行业 2009 年 1 季度报告

——重点关注 3G 网络建设直接受益的公司

减持

持有

增持

投资要点

■ 2009 年 1 季度投资策略：重点关注 3G 网络建设直接受益的公司

- ◆ 上半年建议投资者重点关注 3G 产业链投资机会，重点公司有中兴通讯、武汉凡谷、烽火通信、中创信测、亿阳信通、华胜天成等，这些股票直接受益于网络投资规模的推进，并随着网络规模投资进程逐步实施，必将体现在业绩和收入的增长；
- ◆ 随着网络建设进程逐步推进，3G 产业链的关注焦点逐步从网络投资向 3G 用户发展、3G 新业务推动的业务应用转移，那么下半年，我们建议关注新电信和新联通以及相关增值服务商。

■ 可以长期看好的品种应具备如下特征：

- ◆ 从核心竞争力看，这类公司应具备良好的资产质量（抗外界风险强）、低成本产品/服务的快速交付能力和低成本竞争优势可持续性；
- ◆ 从市场分布特征看，这类公司应具备全球化的国际市场，09 年的需求可以依靠国内需求拉动，但 2010 年的以后收入增长主要取决于海外市场的拓展，因为国内市场需求逐步回落；
- ◆ 在 3G 产业链中具备以上特征的公司有：武汉凡谷和中兴通讯（资产质量可以通过国家信用逐步改善）。

- 估值比较：从动态估值看，目前通信行业 09 年动态 PE 在 20 倍左右，而中兴 09 年 PE 仅为 15.7 倍，具有相对的估值优势；从资产质量和业绩确定性程度比较看，武汉凡谷在未来 2 年保持 30% 的 EPS 复合增速可能性最大，并且抗金融风险能力最强，这是我们推荐中兴和凡谷的关键原因。

图表1：09 年防御、2010 年进攻性品种：中兴通讯和武汉凡谷

公司简称	当前股价	EPS		PE		BVPS		PB		投资建议
		08E	09E	08E	09E	08E	09E	08E	09E	
中兴通讯	26.68	1.24	1.70	21.45	15.74	10.53	12.23	2.53	2.18	买入
武汉凡谷	17.80	0.71	0.90	24.95	19.78	4.37	5.27	4.07	3.38	买入
烽火通信	10.76	0.41	0.50	26.37	21.52	5.91	6.41	1.82	1.68	关注
中创信测	11.32	0.30	0.43	38.34	26.12	2.49	2.92	4.55	3.87	关注
亿阳信通	8.58	0.40	0.61	21.68	13.97	4.13	4.75	2.08	1.81	关注
三维通信	11.75	0.41	0.48	28.69	24.24	2.99	3.48	3.93	3.38	关注
华胜天成	10.13	0.47	0.59	21.43	17.17	3.33	3.92	3.04	2.58	关注
亨通光电	10.67	0.55	0.67	19.44	15.93	6.78	7.45	1.57	1.43	关注

来源：国金证券研究所

内容目录

3G 产业链投资策略.....	3
2009 年电信行业投资策略	3
投资拉动，带动收入增长— 关注高成长性公司：中兴通信和武汉凡谷	3
盈利能力比较：关注两头.....	4
业绩增长动力：09 年看国内业务，2010 年看国际业务— 关注国际化市场公司	4
行业内重点公司简析	5
3G 龙头中兴通讯：买入评级	5
射频器件龙头武汉凡谷：买入评级	7

图表目录

图表 1：09 年防御、2010 年进攻性品种：中兴通讯和武汉凡谷	1
图表 2：各公司盈利能力分析与预测（单位：亿元）	3
图表 3：各公司盈利能力分析与预测（单位：亿元）	3
图表 4：季度累计盈利能力比较分析	4
图表 5：季度累计成长性指标比较分析	4
图表 6：中兴通讯基本情况分析与预测	5
图表 7：中兴业务收入增速	5
图表 8：中兴净利润增速与净利润率趋势分析	5
图表 9：中兴通讯业务收入及毛利分析与预测	6
图表 9：资产质量比较分析	7
图表 10：毛利率比较	7
图表 11：营业利润率比较	7
图表 12：三项费用占收入比例	8
图表 13：双工器成本构成变动分析：09 年凡谷成本下降空间是 23%、国际厂商为 11%.....	8
图表 14：射频子系统成本构成变动分析：09 年凡谷成本下降空间是 16%、国际厂商是 4%.....	8
图表 15：铜价走势分析	9
图表 16：铝价走势分析	9
图表 17：武汉凡谷基本情况分析与预测	9
图表 18：武汉凡谷收入分析与预测（百万元）	9
图表 19：武汉凡谷 EPS 预测	9
图表 21：武汉凡谷业务收入及毛利分析与预测	10

3G 产业链投资策略

2009 年电信行业投资策略

- 上半年重点关注 3G 网络建设直接受益的公司，下半年关注运营商 3G 用户和业务发展带来的投资机会
 - ◆ 上半年建议投资者重点关注 3G 产业链投资机会，重点公司有中兴通讯、武汉凡谷、烽火通信、中创信测、亿阳信通、华胜天成等，这些股票直接受益于网络投资规模的推进，并随着网络规模投资进程逐步实施，必将体现在业绩和收入的增长；
 - ◆ 随着网络建设进程逐步推进，3G 产业链的关注焦点逐步从网络投资带来的投资机会向 3G 用户发展、3G 新业务推动的业务应用转移，那么下半年，我们建议投资者更多关注新电信和新联通 3G 用户发展和新业务推进的情况，重点关注运营商带来的投资机会。

投资拉动，带动收入增长—关注高成长性公司：中兴通信和武汉凡谷

图表2：各公司盈利能力分析与预测（单位：亿元）

单位：亿元	中兴通讯			武汉凡谷			烽火通信			亨通光电		
	2007年	12月2008年	12月2008年	12月2007年	12月2008年	12月2008年	12月2007年	12月2008年	12月2008年	12月2007年	12月2008年	12月2008年
	单季实际	单季预测	累计预测	单季实际	单季预测	累计预测	单季实际	单季预测	累计预测	单季实际	单季预测	累计预测
营业收入	113.29	131.44	434.71	3.12	3.53	13.42	6.96	9.07	30.51	2.76	3.44	13.75
营业成本	74.65	89.23	289.07	2.23	2.41	9.39	4.58	6.58	22.43	2.17	2.77	11.00
毛利	38.64	42.21	145.65	0.88	1.12	4.03	2.37	2.49	8.09	0.59	0.68	2.75
销售费用	9.66	14.04	54.81	0.02	0.02	0.09	1.07	0.91	3.05	0.10	0.16	0.62
管理费用	14.16	17.76	61.03	0.11	0.08	0.31	0.92	1.89	4.27	0.14	0.17	0.63
财务费用	2.38	0.38	8.82	0.01	-0.18	-0.07	-0.12	-0.72	-0.92	0.07	0.05	0.21
投资收益	0.46	0.30	1.28	0.00	0.00	0.00	0.33	0.07	0.55	-0.01	0.01	0.07
营业利润	4.87	10.14	15.37	0.70	1.16	3.48	-0.04	0.93	1.64	0.26	0.37	1.28
营业外收支	2.27	0.93	7.96	0.02	0.02	0.11	0.53	0.02	0.28	0.03	0.00	0.03
利润总额	8.58	11.34	23.33	0.73	1.18	3.59	0.83	0.47	1.92	0.29	0.31	1.31
所得税费用	1.42	1.24	3.50	0.07	-0.06	0.54	0.23	0.11	0.04	0.10	0.03	0.20
少数股东损益	0.66	1.63	3.20	0.00	0.00	0.00	0.32	0.03	0.21	0.05	0.07	0.20
净利润	6.49	8.47	16.63	0.66	1.24	3.05	0.28	0.32	1.67	0.14	0.21	0.91
股本	9.60	13.43	13.43	2.14	4.28	4.28	4.10	4.10	4.10	1.66	1.66	1.66
每股收益	0.68	0.63	1.24	0.31	0.29	0.71	0.07	0.08	0.41	0.08	0.13	0.55
净利润同比增长	83.50%	30.44%	32.79%	151.75%	90.05%	33.22%	12.51%	15.12%	58.30%	-14.43%	51.04%	14.44%
净利润环比增长	354.05%	227.85%	103.83%	-9.13%	81.73%	68.92%	-12.49%	9.03%	24.10%	-56.12%	-42.63%	30.39%

来源：国金证券研究所

图表3：各公司盈利能力分析与预测（单位：亿元）

	三维通信			亿阳信通			华胜天成			中创信测		
	2007年12月	2008年12月	2008年12月	2007年12月	2008年12月	2008年12月	2007年12月	2008年12月	2008年12月	2007年12月	2008年12月	2008年12月
	单季实际	单季预测	累计预测	单季实际	单季预测	累计预测	单季实际	单季预测	累计预测	单季实际	单季预测	累计预测
营业收入	1.60	1.60	4.16	2.64	4.57	10.30	6.47	8.73	30.96	0.59	0.79	2.37
营业成本	1.01	1.01	2.62	0.72	2.05	4.94	5.19	7.12	24.77	0.28	0.27	1.02
毛利	0.59	0.59	1.54	1.92	2.52	5.36	1.28	1.61	6.19	0.31	0.52	1.35
销售费用	0.18	0.18	0.43	0.27	0.33	0.82	0.71	0.81	2.63	0.06	0.11	0.38
管理费用	0.20	0.20	0.52	0.33	0.85	2.27	0.22	0.28	0.68	0.06	0.23	0.71
财务费用	0.02	0.02	0.05	0.11	0.27	0.62	0.01	-0.07	-0.22	0.00	0.00	-0.01
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.08	0.02	0.20	0.01	0.00	0.00
营业利润	0.19	0.19	0.50	0.68	1.06	1.53	0.32	0.25	2.35	0.08	0.19	0.27
营业外收支	0.02	0.02	0.13	0.07	0.01	0.13	0.01	0.00	0.00	0.07	0.02	0.16
利润总额	0.20	0.20	0.63	0.75	1.07	1.66	0.34	0.52	2.35	0.16	0.20	0.43
所得税费用	0.04	0.04	0.09	0.08	0.11	0.25	-0.02	0.00	0.35	0.01	0.01	0.03
少数股东损益	0.01	0.01	0.04	0.01	0.03	0.01	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
净利润	0.15	0.15	0.49	0.66	0.92	1.39	0.35	0.51	1.98	0.15	0.19	0.40
股本	1.20	1.20	1.20	2.93	3.52	3.52	3.49	4.19	4.19	1.37	1.37	1.37
每股收益	0.12	0.12	0.41	0.22	0.26	0.40	0.10	0.12	0.47	0.11	0.14	0.30
净利润同比增长	-5.75%	-5.75%	17.25%	133.45%	40.72%	11.34%	-32.34%	46.73%	11.06%	262.56%	28.61%	49.77%
净利润环比增长	30.88%	30.88%	42.88%	269.61%	1160.50%	196.77%	-43.47%	7.74%	34.99%	290.76%	102.91%	90.52%

来源：国金证券研究所

盈利能力比较：关注两头

- 净利润率较低的公司业绩弹性大，建议重点推荐中兴通讯、关注烽火通信，盈利能力高的公司核心竞争力明显，重点推荐武汉凡谷；

图表4：季度累计盈利能力比较分析

时间	季度累计盈利能力指标								
	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	2007年6月	2007年12月	2008年12月	2007年6月	2007年12月	2008年12月	2007年6月	2007年12月	2008年12月
中兴通讯	36.46%	33.85%	33.50%	15.88%	12.64%	12.61%	16.28%	14.34%	14.04%
武汉凡谷	28.60%	29.83%	30.00%	0.64%	0.70%	0.70%	1.78%	2.24%	2.30%
烽火通信	28.42%	30.61%	26.50%	13.39%	13.99%	10.00%	10.64%	10.98%	14.00%
中创信测	59.19%	57.94%	57.00%	59.19%	57.94%	57.00%	32.08%	26.43%	30.00%
亿阳信通	34.09%	46.85%	52.00%	4.77%	7.10%	8.00%	17.73%	16.96%	22.00%

	财务费用率			净利润率		
	2007年6月	2007年12月	2008年12月	2007年6月	2007年12月	2008年12月
中兴通讯	1.25%	1.42%	2.03%	3.02%	3.60%	3.82%
武汉凡谷	0.63%	0.44%	-0.50%	20.21%	22.19%	22.74%
烽火通信	0.33%	-0.38%	-3.00%	4.58%	4.50%	5.48%
中创信测	0.43%	0.24%	-0.30%	9.18%	13.85%	17.00%
亿阳信通	2.04%	3.01%	6.00%	9.17%	13.97%	13.53%

来源：国金证券研究所

业绩增长动力：09 年看国内业务，2010 年看国际业务——关注国际化市场公司

- 首选防御中的进攻型品种：即在全球经济危机负面效应逐步显现的 09 年，该类公司能逆主流趋势而保持 20-30%的收入和利润增长，而在 2010 年全球经济见底回升时又保持更高速的增速。
 - ◆ 从核心竞争力看，这类公司应具备资产质量好（抗外界风险强）、低成本产品/服务的快速交付能力和低成本竞争优势可持续性；
 - ◆ 从市场分布特征看，这类公司应具备全球化的国际市场，09 年的需求可以依靠国内需求拉动，但 2010 年的以后收入增长主要取决于海外市场的拓展，因为国内市场需求逐步回落；
 - ◆ 在 3G 产业链中具备以上特征的公司有：武汉凡谷和中兴通讯。

图表5：季度累计成长性指标比较分析

	季度累计成长性指标（同比增速）								
	收入增速			销售费用增速			管理费用增速		
	2007年6月	2007年12月	2008年12月	2007年6月	2007年12月	2008年12月	2007年6月	2007年12月	2008年12月
中兴通讯	45.20%	51.00%	25.00%	54.27%	39.97%	24.70%	41.57%	24.38%	22.36%
武汉凡谷	0.00%	26.22%	30.00%	0.00%	32.61%	30.00%	0.00%	-5.44%	33.41%
烽火通信	28.62%	27.84%	30.00%	25.51%	33.39%	-7.05%	8.58%	16.54%	65.72%
中创信测	24.14%	7.09%	22.00%	5.09%	-6.59%	16.19%	8.11%	-17.05%	38.46%
亿阳信通	27.41%	0.50%	15.00%	-26.78%	16.04%	29.65%	45.70%	14.79%	49.21%

	财务费用增速			净利润增速		
	2007年6月	2007年12月	2008年12月	2007年6月	2007年12月	2008年12月
中兴通讯	352.12%	206.32%	178.31%	32.50%	63.26%	32.79%
武汉凡谷	0.00%	-45.60%	-247.34%	0.00%	45.69%	33.22%
烽火通信	-33.19%	-227.04%	935.80%	245.11%	103.78%	58.30%
中创信测	-180.14%	-154.73%	-250.47%	-1.50%	79.98%	49.77%
亿阳信通	14.55%	56.46%	128.86%	43.34%	46.70%	11.34%

来源：国金证券研究所

行业内重点公司简析

3G 龙头中兴通讯：买入评级

■ 中兴通讯股价已经进入了低估值区间，建议买入

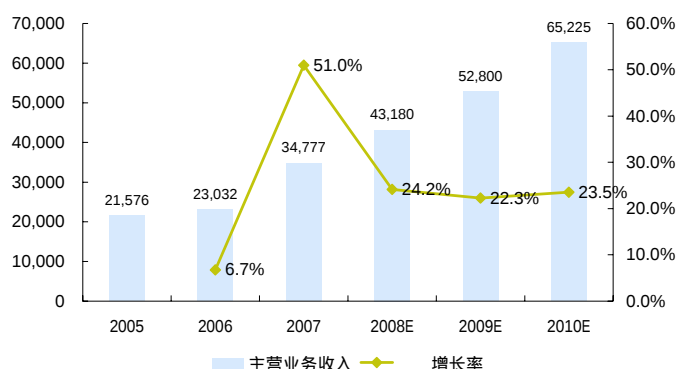
- ◆ 2008 年，我们预期中兴实现收入为 432 亿元（同比增速 24%），EPS 预计为 1.24 元（同比增速 34%）；2009 年公司收入预计为 528 亿元（增速 22%），EPS 预计为 1.70 元（增速 36%）；从公司估值角度看，给予 09 年 20 倍 PE，对应公司每股价值为 34 元，维持买入评级。
- ◆ 中兴通讯 H 股：维持“买入”的投资评级，给予 09 年动态 PE15 倍，合理价格为 31 港币。
- ◆ 风险：新兴市场运营商付款周期有延期的可能，以及由于全球金融危机的影响，全球商业银行有可能提高借贷条件，从而影响中兴市场扩张与回款周期。

图表6：中兴通讯基本情况分析与预测

公司基本情况						
项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股盈利（元）	1.245	0.841	1.305	1.244	1.696	2.220
净利润增长率	18.38%	-32.40%	55.09%	33.45%	36.31%	30.91%
先前预期每股收益（元）				1.304	1.816	2.26
市场EPS预测均值（元）	N/A	N/A	N/A	1.296	N/A	N/A
市盈率（倍）	22.32	46.47	48.81	21.45	15.74	12.02
行业优化平均市盈率（倍）	28.99	49.98	64.77	36.06	36.06	36.06
市场优化平均市盈率（倍）	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60
股息率	0.90%	0.38%	0.39%	1.16%	1.42%	1.76%
PE/G（倍）	1.21	-1.43	0.89	0.64	0.43	0.39
净资产收益率	11.80%	7.56%	10.32%	12.74%	15.30%	14.06%
每股净资产（元）	10.55	11.13	12.65	9.76	11.08	15.21
市净率（倍）	2.63	3.51	5.04	2.73	2.41	1.75
每股经营性现金（元）	0.18	-1.62	-0.22	0.98	1.78	2.34
已上市流通A股（百万股）	377.57	488.39	488.39	750.91	750.91	750.91
发行股数（百万股）	959.52	959.52	959.52	1,343.33	1,343.33	1,343.33

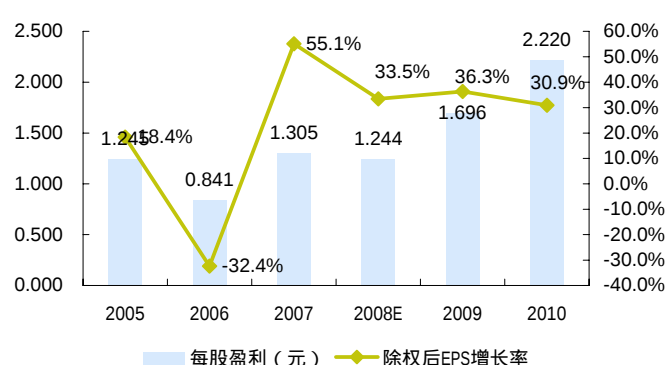
来源：国金证券研究所

图表7：中兴业务收入增速



来源：国金证券研究所

图表8：中兴净利润增速与净利润率趋势分析



图表9：中兴通讯业务收入及毛利分析与预测

项 目	2005	2006	2007	1H08	2008E	2009	2010
无线通信系统							
销售收入（百万元）	8,930.80	8,930.80	14,851.50	9,181.89	16,895.80	20,920.91	22,917.04
增长率（YOY）	1.64%	0.00%	66.30%	35.00%	13.76%	23.82%	9.54%
毛利率	43.80%	43.77%	44.22%	42.00%	39.00%	38.00%	38.00%
销售成本（百万元）	5,019.11	5,021.60	8,284.17	5,325.50	10,306.44	12,970.96	14,208.57
增长率（YOY）	0.93%	0.05%	64.97%	46.90%	24.41%	25.85%	9.54%
毛利（百万元）	3,911.69	3,909.20	6,567.33	3,856.39	6,589.36	7,949.94	8,708.48
增长率（YOY）	2.58%	-0.06%	68.00%	21.41%	0.34%	20.65%	9.54%
占总销售额比重	41.39%	41.39%	42.70%	47.18%	39.13%	39.62%	35.14%
占主营业务利润比重	52.33%	52.30%	55.79%	58.11%	45.40%	46.62%	42.04%
有线交换及接入系统							
销售收入（百万元）	2,752.60	2,752.60	1,350.10	710.52	1,899.39	1,874.03	2,003.70
增长率（YOY）	5.93%	0.00%	-50.95%	20.00%	40.68%	-1.34%	6.92%
毛利率	54.20%	54.19%	44.34%	40.00%	41.00%	40.00%	38.00%
销售成本（百万元）	1,260.69	1,260.90	751.47	426.31	1,120.64	1,124.42	1,242.29
增长率（YOY）	14.15%	0.02%	-40.40%	14.10%	49.13%	0.34%	10.48%
毛利（百万元）	1,491.91	1,491.70	598.63	284.21	778.75	749.61	761.41
增长率（YOY）	-0.15%	-0.01%	-59.87%	30.08%	30.09%	-3.74%	1.57%
占总销售额比重	12.76%	12.76%	3.88%	3.65%	4.40%	3.55%	3.07%
占主营业务利润比重	19.96%	19.96%	5.09%	4.28%	5.37%	4.40%	3.68%
光通信及数据通信系统							
销售收入（百万元）	3,353.00	3,353.00	6,365.90	3,385.38	9,254.98	11,389.75	16,802.08
增长率（YOY）	43.58%	0.00%	89.86%	33.00%	45.38%	23.07%	47.52%
毛利率	19.50%	19.54%	31.48%	33.00%	39.00%	38.00%	37.00%
销售成本（百万元）	2,699.17	2,697.70	4,361.91	2,268.21	5,645.54	7,061.65	10,585.31
增长率（YOY）	52.68%	-0.05%	61.69%	30.66%	29.43%	25.08%	49.90%
毛利（百万元）	653.84	655.30	2,003.99	1,117.18	3,609.44	4,328.11	6,216.77
增长率（YOY）	15.22%	0.22%	205.81%	38.02%	80.11%	19.91%	43.64%
占总销售额比重	15.54%	15.54%	18.30%	17.40%	21.43%	21.57%	25.76%
占主营业务利润比重	8.75%	8.77%	17.02%	16.83%	24.87%	25.38%	30.01%
手机							
销售收入（百万元）	4,333.10	4,333.10	7,645.10	4,311.00	8,247.84	10,955.46	14,369.62
增长率（YOY）	-27.96%	0.00%	76.43%	20.00%	7.88%	32.83%	31.16%
毛利率	17.50%	17.50%	22.31%	22.00%	22.00%	21.00%	21.00%
销售成本（百万元）	3,574.81	3,575.00	5,939.48	3,362.58	6,433.32	8,654.82	11,352.00
增长率（YOY）	-32.39%	0.01%	66.14%	22.19%	8.31%	34.53%	31.16%
毛利（百万元）	758.29	758.10	1,705.62	948.42	1,814.52	2,300.65	3,017.62
增长率（YOY）	4.19%	-0.03%	124.99%	12.82%	6.38%	26.79%	31.16%
占总销售额比重	20.08%	20.08%	21.98%	22.15%	19.10%	20.75%	22.03%
占主营业务利润比重	10.14%	10.14%	14.49%	14.29%	12.50%	13.49%	14.57%
电信软件系统、服务及其他产品							
销售收入（百万元）	2,206.40	2,206.40	4,564.60	1,870.55	6,881.92	7,660.04	9,132.98
增长率（YOY）	48.59%	0.00%	106.88%	10.00%	50.77%	11.31%	19.23%
毛利率	29.90%	29.91%	19.65%	23.00%	25.00%	22.50%	22.00%
销售成本（百万元）	1,546.69	1,546.50	3,667.66	1,440.32	5,161.44	5,936.53	7,123.73
增长率（YOY）	127.43%	-0.01%	137.16%	6.27%	40.73%	15.02%	20.00%
毛利（百万元）	659.71	659.90	896.94	430.23	1,720.48	1,723.51	2,009.26
增长率（YOY）	-18.03%	0.03%	35.92%	24.63%	91.82%	0.18%	16.58%
占总销售额比重	10.23%	10.23%	13.13%	9.61%	15.94%	14.51%	14.00%
占主营业务利润比重	8.83%	8.83%	7.62%	6.48%	11.86%	10.11%	9.70%
销售总收入（百万元）	21,575.90	21,575.90	34,777.20	19,459.34	43,179.92	52,800.19	65,225.42
销售总成本（百万元）	14,100.46	14,101.70	23,004.68	12,822.92	28,667.37	35,748.37	44,511.90
毛利（百万元）	7,475.44	7,474.20	11,772.52	6,636.42	14,512.56	17,051.82	20,713.53
平均毛利率	34.65%	34.64%	33.85%	34.10%	33.61%	32.29%	31.76%

来源：国金证券研究所

射频器件龙头武汉凡谷：买入评级

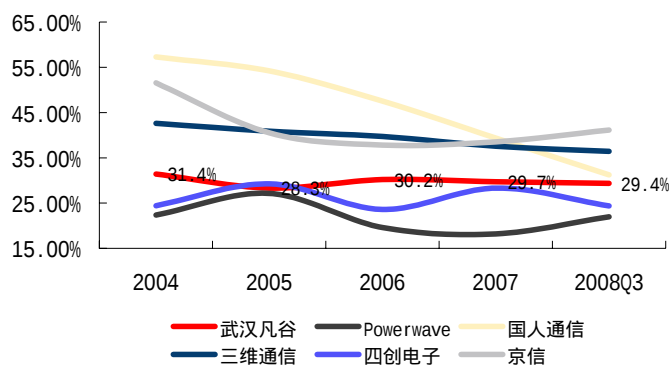
- 受全球金融危机的影响，全球经济面临恶化，通信设备业需求面临紧缩，通信设备市场格局面临重新洗牌，作为系统集成商的 ODM 厂商怎样才能出现机会大于风险呢？我们认为，这类公司应具备如下特征：
 - ◆ **良好的资产质量：**资产质量良好的公司在面对金融危机时，在发展战略更具灵活性，对风险控制更具可控度，当经济复苏时，这类公司发展潜力往往最大。
 - ◆ **批量低成本的交付能力：**金融危机促进运营商资本支出的谨慎和缩减，对低成本设备更敏感，系统集成商迫于运营商压价和确保份额不流失的双重压力，不得不在成本构成上做相应调整，供应链战略调整成为必然，低成本交付能力的快速性、规模性和稳定性将成为系统集成商选择供应商的多重标准。
 - ◆ **低成本竞争优势的可持续性：**通信行业发展趋势融合化和 IP 化，各种技术或各种标准最终会殊途同归，设备兼容性越来越好，设备可替代性越来越强，设备的超额利润逐步丧失，系统集成商获得利润的关键是靠成本和费用的控制，ODM 厂商的低成本竞争优势可持续性是公司核心竞争力的关键。
- 良好的资产质量、低成本交付能力和低成本竞争优势的可持续性成为凡谷应对本轮金融危机的三大法宝，详细分析请见《武汉凡谷价值投资分析报告》。
 - ◆ **公司财务状况优势：**低负债、现金流好、存货周转率高，现有的大量现金是公司扩大产能、改善生产环境、吸引国际一流人才加入、以及公司可持续发展提供了财力保障。

图表10：资产质量比较分析

公司	武汉凡谷		国人		京信		三维		安德鲁		Powerwave	
财务指标	07年	08年1-9月	07年	08年1-9月	07年	08年1-9月	07年	08年1-9月	07年	08年1-9月	07年	08年1-9月
流动比率	5.29	3.69	1.69	1.58	2.24	1.99	1.78	1.71	1.39	1.35	1.78	1.88
速动比率	4.70	3.18	0.99	0.84	1.44	1.14	1.00	0.73	0.89	0.94	1.21	1.35
存货周转率	4.81	5.64	1.29	1.46	1.58	1.29	0.99	0.97	4.58	3.36	4.95	2.68
应收账款周转率	4.95	2.39	1.21	0.49	1.77	1.51	2.83	2.13	3.65	2.20	3.48	4.02
总债务/总资产	18.63%	20.91%	46.88%	47.28%	38.21%	43.34%	49.18%	46.39%	41.18%	32.36%	61.01%	62.29%
总资产周转率	46.88%	31.20%	32.67%	16.37%	64.07%	25.83%	36.97%	35.94%	93.39%	34.40%	79.56%	75.66%

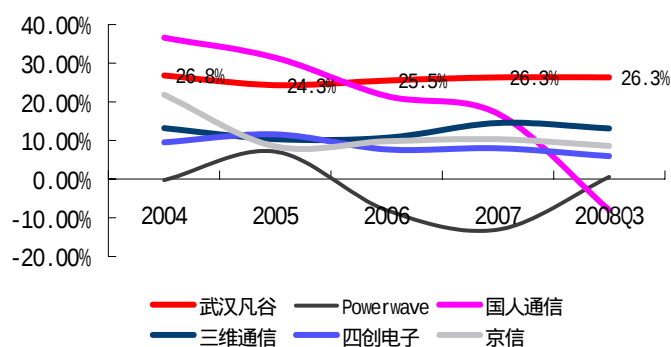
来源：国金证券研究所

图表11：毛利率比较

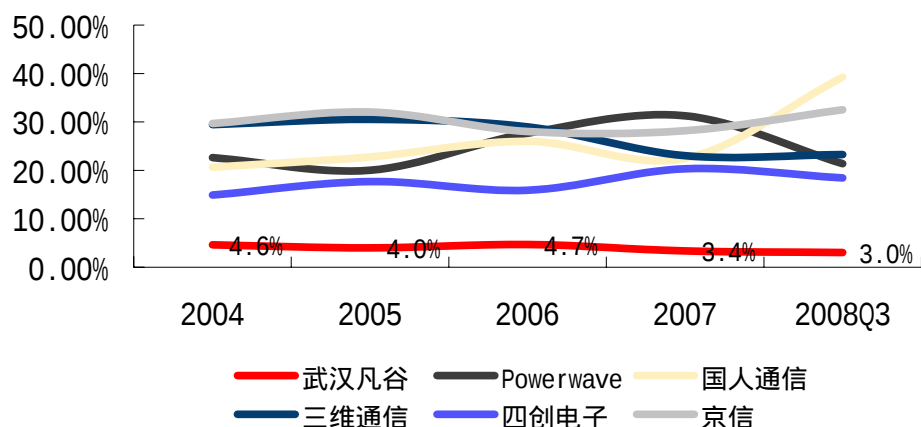


来源：国金证券研究所

图表12：营业利润率比较



图表13：三项费用占收入比例



来源：国金证券研究所

◆ 原材料价格大幅下降，武汉凡谷生产成本优势更加明显

图表14：双工器成本构成变动分析：09 年凡谷成本下降空间是 23%、国际厂商为 11%

双工器成本	1H08成本构成		09年凡谷成本变动			09年国际厂商成本变动		
成本构成因素	凡谷	国际厂商	用量差异	价格差异	凡谷	用量差异	价格差异	国际厂商
铝、铜和银	38.50%	14.33%	100%	60%	23.10%	100%	60%	8.60%
接插件、结构件、连接器	16.50%	18.42%	100%	60%	9.90%	100%	80%	14.73%
生产加工	6.38%	11.88%	100%	100%	6.38%	100%	100%	11.88%
组装、测试	6.70%	12.47%	100%	100%	6.70%	100%	100%	12.47%
生产支持	1.91%	3.56%	100%	100%	1.91%	100%	100%	3.56%
研发成本	7.50%	13.95%	100%	100%	7.50%	100%	100%	13.95%
废品摊销	2.00%	1.19%	100%	100%	2.00%	100%	100%	1.19%
日常运营	5.50%	7.37%	100%	80%	4.40%	100%	80%	5.89%
设备折旧	8.50%	4.74%	100%	100%	8.50%	100%	100%	4.74%
厂房及其它摊销	6.50%	12.09%	100%	100%	6.50%	100%	100%	12.09%
合计	100.00%	100.00%	09年成本占08年比例		76.90%	09年成本占08年比例		89.11%

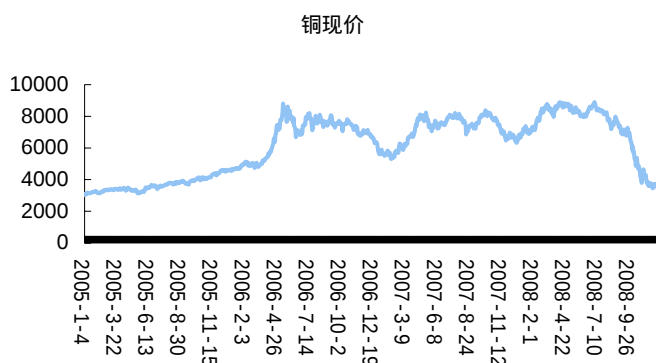
来源：国金证券研究所

图表15：射频子系统成本构成变动分析：09 年凡谷成本下降空间是 16%、国际厂商是 4%

双工器成本	1H08成本构成		09年凡谷成本变动			09年国际厂商成本变动		
成本构成因素	凡谷	国际厂商	用量差异	价格差异	凡谷	用量差异	价格差异	国际厂商
晶体管	6.52%	1.47%	100%	80%	5.22%	100%	80%	1.17%
电源模块	4.00%	2.25%	100%	80%	3.20%	100%	80%	1.80%
芯片及电阻电容	3.76%	2.12%	100%	90%	3.38%	100%	100%	2.12%
PCB电路板	7.00%	5.91%	100%	90%	6.30%	100%	100%	5.91%
隔离器	24.66%	34.70%	100%	90%	22.19%	100%	100%	34.70%
连接器、线缆等	3.50%	4.92%	100%	90%	3.15%	100%	100%	4.92%
铝、铜和银	20.56%	5.78%	100%	50%	10.28%	100%	50%	2.89%
生产加工	4.26%	5.99%	100%	100%	4.26%	100%	100%	5.99%
组装、测试	4.47%	6.29%	100%	100%	4.47%	100%	100%	6.29%
生产支持	1.28%	1.80%	100%	100%	1.28%	100%	100%	1.80%
研发成本	6.50%	9.15%	100%	100%	6.50%	100%	100%	9.15%
废品摊销	1.00%	0.84%	100%	100%	1.00%	100%	100%	0.84%
日常运营	2.50%	5.28%	100%	100%	2.50%	100%	100%	5.28%
设备折旧	6.00%	5.07%	100%	100%	6.00%	100%	100%	5.07%
厂房及其它摊销	4.00%	8.44%	100%	100%	4.00%	100%	100%	8.44%
合计	100.00%	100.00%	09年成本占08年比例		83.73%	09年成本占08年比例		96.36%

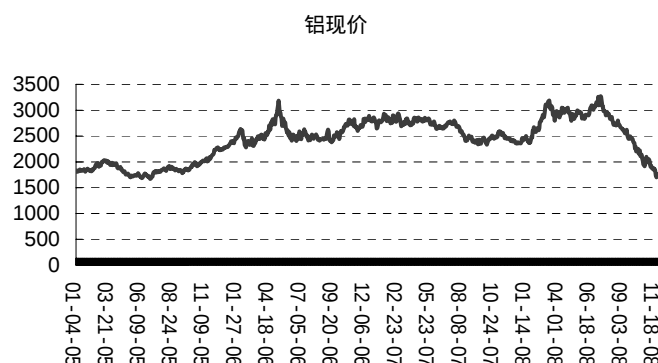
来源：国金证券研究所

图表16：铜价走势分析



来源：国金证券研究所

图表17：铝价走势分析



■ 投资建议：给予 09 年 25 倍 PE，目标价格为 22.75 元，维持买入评级。

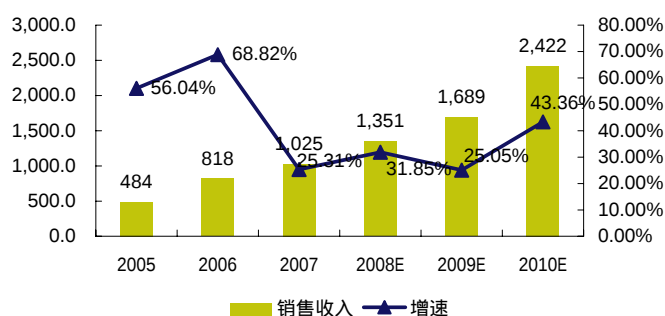
- ◆ 公司业绩预测：08 年 - 10 年公司 EPS 预计分别为 0.71、0.91 和 1.25 元，同比增速分别为 32%、28 %和 38%。
- ◆ 风险因素提示：新产品数字微波产品面临市场推广受阻和市场竞争加剧风险；公司面临如何权衡与华为和中兴建立战略关系的经营风险。

图表18：武汉凡谷基本情况分析与预测

公司基本情况						
项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股盈利 (元)	1.242	1.965	1.071	0.707	0.905	1.245
净利润增长率	47.14%	58.26%	45.69%	32.05%	27.95%	37.58%
先前预期每股收益 (元)				0.698	0.895	1.210
市场EPS预测均值 (元)	N/A	N/A	N/A	0.654	N/A	N/A
市盈率 (倍)	N/A	N/A	48.46	25.17	19.67	14.30
行业优化平均市盈率 (倍)	28.99	49.98	64.77	36.06	36.06	36.06
市场优化平均市盈率 (倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60
股息率	N/A	N/A	#REF!	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G (倍)	N/A	N/A	1.06	0.79	0.70	0.38
净资产收益率	35.25%	41.87%	13.54%	15.17%	16.25%	18.27%
每股净资产 (元)	3.52	4.69	7.91	4.66	5.57	6.81
市净率 (倍)	N/A	N/A	6.56	3.82	3.20	2.61
每股经营性现金 (元)	0.80	3.32	0.83	0.81	0.71	1.33
已上市流通A股 (百万股)	N/A	N/A	43.04	109.16	109.16	109.16
发行股数 (百万股)	80.00	80.00	213.80	427.60	427.60	427.60

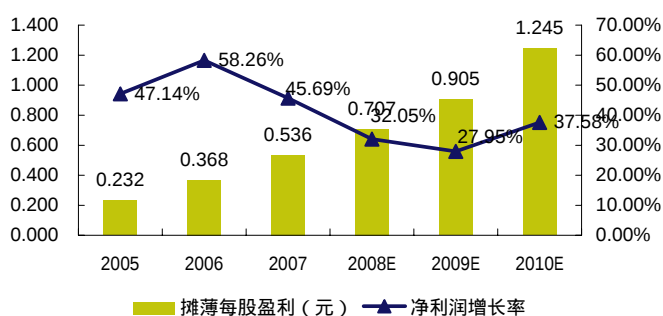
来源：国金证券研究所

图表19：武汉凡谷收入分析与预测 (百万元)



来源：国金证券研究所

图表20：武汉凡谷EPS 预测



图表21：武汉凡谷业务收入及毛利分析与预测

项 目	2004	2005	2006	1H07	2007	1H08	2008E	2009E	2010E
双工器									
平均售价 (元/件)	1,656.37	2,170.65	1,751.20	1,532.86	1,514.94	1,400.00	1,378.73	1,116.78	1,116.78
增长率 (YOY)		31.05%	-19.32%	-12.47%	-13.49%	-8.67%	-8.99%	-19.00%	0.00%
销售数量 (件)	58,961.00	66,131.00	127,241.00	167,904.00	278,084.18	217,858.02	472,743.10	661,840.34	860,392.44
增长率 (YOY)		12.16%	92.41%	31.96%	118.55%	29.75%	70.00%	40.00%	30.00%
销售收入 (百万元)	97.66	143.55	222.82	257.37	421.28	305.00	651.79	739.13	960.87
增长率 (YOY)	#REF!	46.98%	55.23%	15.51%	89.06%	18.51%	54.72%	13.40%	30.00%
毛利率	42.76%	33.51%	29.82%	29.68%	28.85%	25.32%	26.00%	27.00%	26.46%
销售成本 (百万元)	55.90	95.44	156.38	180.98	299.74	227.77	482.32	539.56	706.62
增长率 (YOY)	#REF!	70.72%	63.85%	15.73%	91.68%	25.86%	60.92%	11.87%	30.96%
毛利 (百万元)	41.76	48.11	66.45	76.40	121.55	77.23	169.46	199.56	254.24
增长率 (YOY)	#REF!	15.21%	38.12%	#REF!	82.92%	1.09%	39.42%	17.76%	27.40%
占总销售额比重	31.47%	29.64%	27.25%	56.99%	41.12%	51.86%	48.25%	43.75%	39.68%
占主营业务利润比重	42.79%	35.06%	26.91%	59.02%	39.91%	45.80%	43.75%	38.99%	35.44%
滤波器									
平均售价 (元/件)	1,354.79	1,327.75	1,074.11	1,014.38	965.36	900.00	867.62	736.39	698.65
增长率 (YOY)	#REF!	-2.00%	-19.10%	-5.56%	-10.12%	-11.28%	-10.12%	-15.12%	-5.12%
销售数量 (件)	21,294.00	14,381.45	42,220.00	8,621.00	46,984.92	22,675.46	65,778.88	85,512.55	128,268.82
增长率 (YOY)	#REF!	-32.46%	193.57%	#REF!	11.29%	163.03%	40.00%	30.00%	50.00%
销售收入 (百万元)	28.85	19.10	45.35	8.75	45.36	20.41	57.07	62.97	89.62
增长率 (YOY)	#REF!	-33.81%	137.49%	#REF!	0.02%	133.37%	25.83%	10.34%	42.31%
毛利率	28.22%	26.76%	37.68%	36.72%	33.50%	40.74%	40.00%	40.00%	39.00%
销售成本 (百万元)	20.71	13.99	28.26	5.53	30.16	12.09	34.24	37.78	54.67
增长率 (YOY)	#REF!	-32.46%	102.10%	#REF!	6.71%	118.54%	13.53%	10.34%	44.68%
毛利 (百万元)	8.14	5.11	17.09	3.21	15.20	8.31	22.83	25.19	34.95
增长率 (YOY)	#REF!	-37.24%	234.36%	#REF!	-11.06%	158.93%	50.22%	10.34%	38.75%
占总销售额比重	9.29%	3.94%	5.55%	1.94%	4.43%	3.47%	4.22%	3.73%	3.70%
占主营业务利润比重	8.34%	3.72%	6.92%	2.48%	4.99%	4.93%	5.89%	4.92%	4.87%
射频子系统									
平均售价 (元/件)	4,970.86	4,450.48	4,010.12	3,273.57	3,428.57	3,300.00	3,137.06	2,870.35	2,913.34
增长率 (YOY)	#REF!	-10.47%	-9.89%	-18.37%	-14.50%	0.81%	-8.50%	-8.50%	1.50%
销售数量 (件)	31,643.00	67,865.00	130,161.00	53,786.00	157,587.53	76,509.62	196,984.41	295,476.62	443,214.93
增长率 (YOY)	#REF!	114.47%	91.79%	#REF!	21.07%	42.25%	25.00%	50.00%	50.00%
销售收入 (百万元)	157.29	302.03	521.96	176.07	540.30	252.48	617.95	848.12	1,291.24
增长率 (YOY)	#REF!	92.02%	72.82%	#REF!	3.51%	43.40%	14.37%	37.25%	52.25%
毛利率	25.99%	24.78%	28.22%	26.47%	29.79%	31.09%	30.00%	32.00%	31.00%
销售成本 (百万元)	116.41	227.20	374.65	129.47	379.35	173.99	432.57	576.72	890.95
增长率 (YOY)	#REF!	95.17%	64.90%	#REF!	1.25%	34.38%	14.03%	33.33%	54.49%
毛利 (百万元)	40.88	74.83	147.32	46.60	160.95	78.50	185.39	271.40	400.28
增长率 (YOY)	#REF!	83.05%	96.87%	#REF!	9.26%	68.45%	15.18%	46.40%	47.49%
占总销售额比重	50.68%	62.36%	63.84%	38.99%	52.73%	42.93%	45.74%	50.21%	53.32%
占主营业务利润比重	41.89%	54.53%	59.66%	36.00%	52.85%	46.55%	47.86%	53.03%	55.79%
其他以及微波产品									
				0.000272548					
平均售价 (元/件)	742.79	569.62	758.20	414.15	445.77	425.00	468.06	421.25	8,000.00
增长率 (YOY)		-23.31%	33.11%	-45.38%	-41.21%	2.62%	5.00%	-10.00%	0.00%
销售数量 (件)	35,772.00	34,495.00	36,295.00	22,796.00	39,624.97	24,216.88	51,512.47	92,722.44	10,000.00
增长率 (YOY)	#REF!	-3.57%	5.22%	#REF!	9.17%	6.23%	30.00%	80.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	26.57	19.65	27.52	9.44	17.66	10.29	24.11	39.06	80.00
增长率 (YOY)	#REF!	-26.05%	40.05%	#REF!	-35.81%	9.02%	36.50%	62.00%	104.82%
毛利率	25.36%	30.00%	31.00%	31.00%	31.00%	45.10%	40.00%	40.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	19.77	10.48	11.45	6.21	10.80	5.65	14.47	23.44	52.00
增长率 (YOY)	#REF!	-47.02%	9.30%	#REF!	-5.67%	-9.06%	33.95%	62.00%	121.88%
毛利 (百万元)	6.80	9.17	16.07	3.23	6.86	4.64	9.64	15.62	28.00
增长率 (YOY)	#REF!	34.89%	75.17%	#REF!	-57.29%	43.80%	40.51%	62.00%	79.21%
占总销售额比重	8.56%	4.06%	3.37%	2.09%	1.72%	1.75%	1.78%	2.31%	3.30%
占主营业务利润比重	6.97%	6.69%	6.51%	2.49%	2.25%	2.75%	2.49%	3.05%	3.90%
销售总收入 (百万元)	310.37	484.32	817.65	451.63	1024.60	588.12	1350.92	1689.28	2421.72
销售总成本 (百万元)	212.79	347.10	570.73	322.20	720.04	419.50	963.60	1177.50	1704.24
毛利 (百万元)	97.58	137.22	246.92	129.43	304.56	168.62	387.32	511.77	717.48
平均毛利率	31.44%	28.33%	30.20%	28.66%	29.72%	28.67%	28.67%	30.30%	29.63%

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。