

武汉凡谷 (002194)

市场份额有望企稳

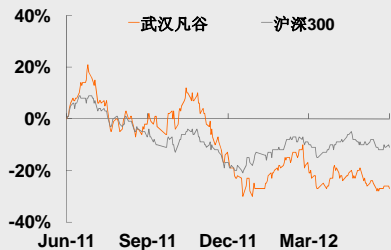
中性 (下调)

现价: 7.37 元

主要数据

行业	通信
公司网址	www.fingu.com
大股东/持股	孟庆南, 29.8%
实际控制人/持股	孟庆南, 29.8%
总股本(百万股)	556
流通 A 股(百万股)	249
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	41
流通 A 股市值(亿元)	18.4
每股净资产(元)	3.7
资产负债率(%)	8.6

行情走势图



证券分析师

卢山

投资咨询资格编号S1000511060001
0755-22626227
Lushan498@pingan.com.cn

研究助理

冯明远

一般证券从业资格编号S1060110070206
0755-22621434
Fengmingyuan132@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 全球主流射频企业

武汉凡谷是我国主要的移动通信射频器件供应商, 为全球各大移动通信系统集成商提供射频器件配套服务。公司主要产品包括双工器、滤波器、射频子系统、塔顶放大器、数字微波等产品。武汉凡谷是华为、爱立信、诺西等全球主要通信主设备商的射频器件合格供应商。华为是公司的单一最大客户, 近年来收入占比维持在 50%左右。

■ 用户数、数据流量驱动行业增长

全球无线投资已从 3G 网络新建驱动转为用户数、数据流量驱动。过去 10 年, 全球范围 3G 网络新建基本完成; 未来, 用户数及数据流量的高速增长将驱动 3G 网络的补网建设。受低成本中国射频供应商的冲击, 全球无线射频产业链加速向中国转移, 武汉凡谷将受益于这种转移趋势。成本优势仍是武汉凡谷长期以来的最大竞争优势。公司的成本优势源于二个因素: 1) 从机械制造到电子制造的垂直一体化生产能力; 2) 中国较低的人力成本优势。

■ 市场份额有望结束下滑

华为是武汉凡谷的第一大客户, 2008-2010 年, 公司来自华为的收入停滞不前, 份额有所下滑。我们认为公司份额下滑的趋势有望改善: 1) 从华为的角度来说, 保持二家主要供货商均势有利于获得稳定的供货体系及理想的价格; 2) 凡谷通过降价、加大备货等方式加强自身产品在价格、相应速度等方面的竞争力。

■ 下调为“中性”评级

我们预计公司 2012~2014 年 EPS 为 0.24、0.25、0.28 元, 对应最新股价 7.37 元, PE 为 30.5、29.3、26.4 倍。在我们选取的 9 家同为无线设备的可比公司中, 2012 年平均动态市盈率在 20 倍左右, 目前公司的估值偏高, 我们下调其为“中性”评级。

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	1000	1041	1086	1232
YoY(%)	1.1	4.0	4.3	13.5
净利润 (百万元)	160	135	140	156
YoY(%)	-24.8	-15.9	4.0	10.9
毛利率(%)	33.2	30.9	30.6	30.4
净利率(%)	16.0	13.0	12.9	12.6
ROE(%)	7.7	6.5	6.7	7.4
EPS(摊薄/元)	0.29	0.24	0.25	0.28
P/E(倍)	25.6	30.5	29.3	26.4
P/B(倍)	2.0	2.0	2.0	1.9

正文目录

一、	2012 年一季度业绩回顾：利润率大幅下滑.....	4
二、	武汉凡谷：全球主流射频器件供应商	5
三、	行业驱动力，由技术更新换代驱动转为用户、数据流量增长驱动	7
3.1	无线网络建设驱动力已由 3G 网络新建驱动转向用户及数据流量增长驱动.....	8
3.2	射频器件行业具备较高的技术、客户关系壁垒高	9
四、	成本优势仍是公司最大竞争优势.....	10
五、	盈利预测与估值.....	11
5.1	在华为份额有望趋稳	11
5.2	PB 估值较低	12
六、	风险提示	14
6.1	主要客户集中风险	14

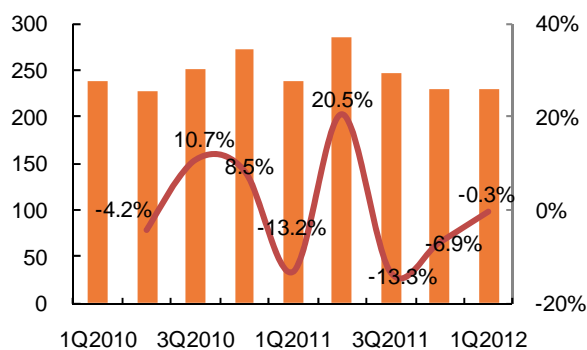
图表目录

图表 1 武汉凡谷分季度收入	4
图表 2 武汉凡谷 1Q2012 净利大幅下滑	4
图表 3 武汉凡谷 1Q2012 毛利率大幅下滑	4
图表 4 武汉凡谷分季度费用率	4
图表 5 武汉凡谷 2011 年存货大幅增长	5
图表 6 武汉凡谷存货明细.....	5
图表 7 武汉凡谷产品线	5
图表 8 双工器与射频子系统是武汉凡谷收入主要构成.....	6
图表 9 武汉凡谷主营收入.....	6
图表 10 武汉凡谷净利.....	6
图表 11 全球主流射频厂商收入对比	7
图表 12 武汉凡谷前五客户收入及占比.....	7
图表 13 武汉凡谷来自华为收入及占比.....	7
图表 14 全球 3G 网络商用时间表	8
图表 15 全球 3G 网络数量已接近 2G 网络数量.....	8
图表 16 全球 3G 网络国家数已接近 2G 网络国家数	8
图表 17 全球 3G 用户数仍处于起步阶段.....	9
图表 18 日本 3G 用户比例已超 95%.....	9
图表 19 全球移动数据流量有望维持 90%以上增长.....	9
图表 20 预计至 2014 年，数据流量增长 10 倍以上.....	9
图表 21 射频厂商供货体系.....	10
图表 22 武汉凡谷具备完善的射频器件制造流程	10
图表 23 武汉凡谷各子公司对应相应的加工环节	11
图表 24 武汉凡谷、大富科技来自华为收入对比	11
图表 25 华为近年收入及增速	11
图表 26 国内除华为外收入.....	12
图表 27 武汉凡谷来自海外市场收入	12
图表 28 业务盈收预测 单位：百万元.....	12
图表 29 武汉凡谷静态估值.....	13
图表 30 武汉凡谷市值.....	13
图表 31 武汉凡谷历史 PB	13
图表 32 武汉凡谷土地使用权占总资产比例高	13
图表 33 通信行业重点公司估值.....	13

一、2012 年一季度业绩回顾：利润率大幅下滑

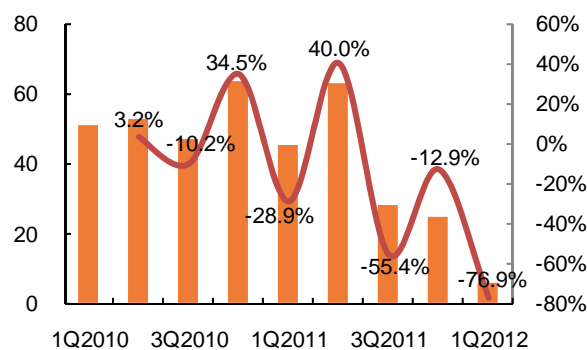
武汉凡谷一季度净利润同比出现较大下滑，全年盈利状况存在压力。2012 年一季度，武汉凡谷实现收入 2.29 亿元，同比 2011 年一季度的 2.37 亿元小幅下滑 3.15%；归属上市公司股东的净利润 566 万，同比 2011 年一季度的 4497 万下滑 87.42%。同时公司预告上半年净利润同比下滑 70%-100%。

图表1 武汉凡谷分季度收入



资料来源: Wind, 平安证券研究所

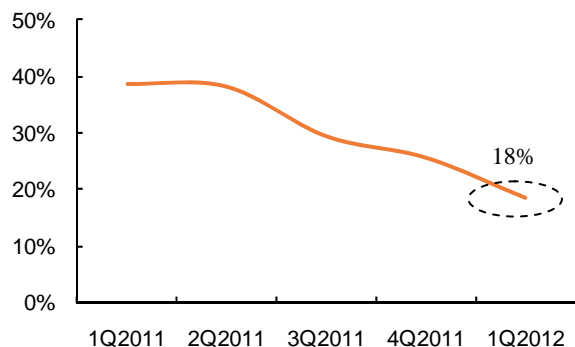
图表2 武汉凡谷1Q2012净利大幅下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

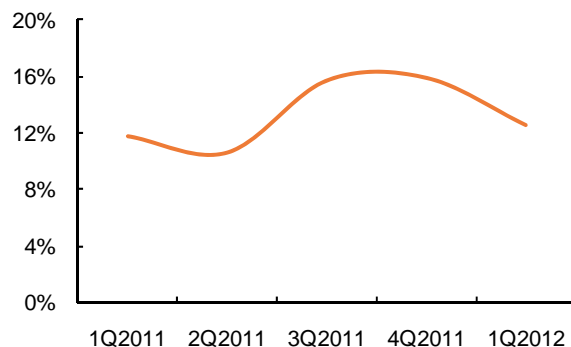
公司在收入保持稳定的情况下，净利出现大幅下滑，毛利率大幅下滑是主要原因。1Q2012 公司毛利率大幅下滑至 18%，低于往年 25-35%的波动区间。毛利率下滑的主要原因在于去年下半年供华为产品价格有 10%以上的下滑，同时公司库存较大所致。

图表3 武汉凡谷1Q2012毛利率大幅下滑



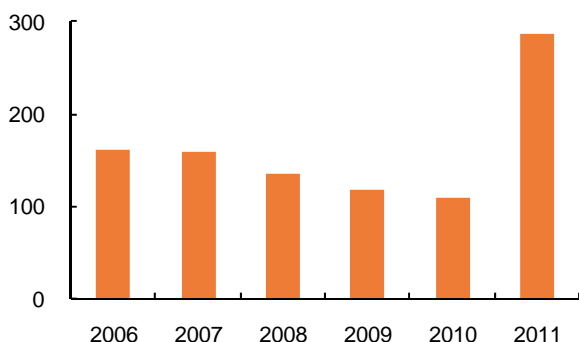
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 武汉凡谷分季度费用率



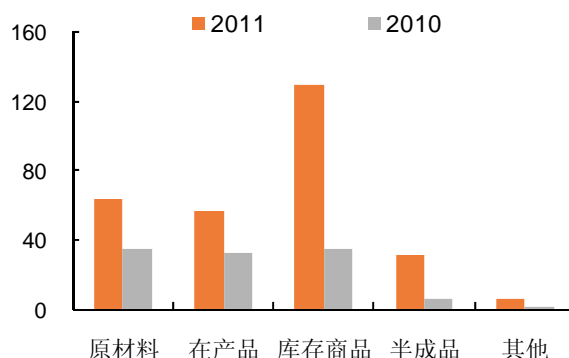
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 武汉凡谷2011年存货大幅增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 武汉凡谷存货明细



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 武汉凡谷：全球主流射频器件供应商

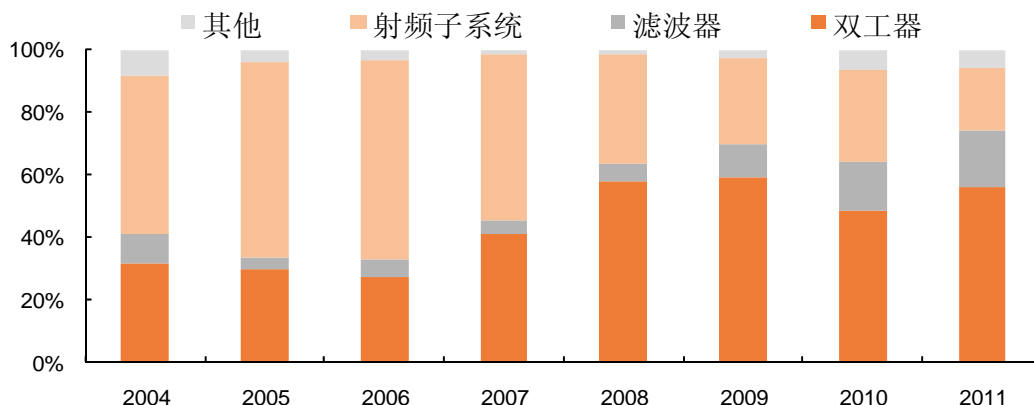
武汉凡谷是我国主要的移动通信射频器件供应商，为全球各大移动通信系统集成商提供射频器件配套服务。公司主要产品包括双工器、滤波器、以及将双工器及一些外围器件集成到一起的射频子系统。2007年起，公司将产品范围逐渐拓展到塔顶放大器、数字微波等相关的其他射频产品。

图表7 武汉凡谷产品线

类别	产品	主要功能
射频器件	滤波器	对射频信号进行选择，用于滤除接收或发射通道的干扰和杂波
	双工器	由一个接收端滤波器和一个发射端滤波器组成，实现收/发共用，并且能够减少收/发过程中的一根天线，降低整个基站的成本
	射频子系统	将部分或者全部射频器件集成功能完整、性能优异的射频子系统
其他射频产品		塔放、数字微波产品

资料来源: 公司资料, 平安证券研究所

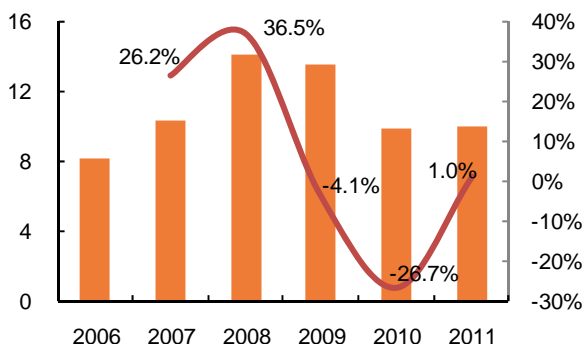
图表8 双工器与射频子系统是武汉凡谷收入主要构成



资料来源: Wind, 平安证券研究所

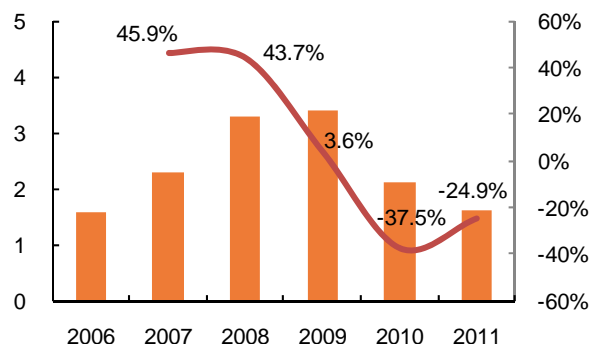
武汉凡谷是全球通信射频器件行业的重要公司。从与国内竞争对手营业收入对比看, 武汉凡谷居国内上市射频器件厂商龙头位置, 2011年, 公司收入 9.92 亿元, 领先于国内主要竞争对手大富科技、春兴精工 的 9.18 亿元、6.82 亿元。

图表9 武汉凡谷主营收入



资料来源: Wind, 平安证券研究所

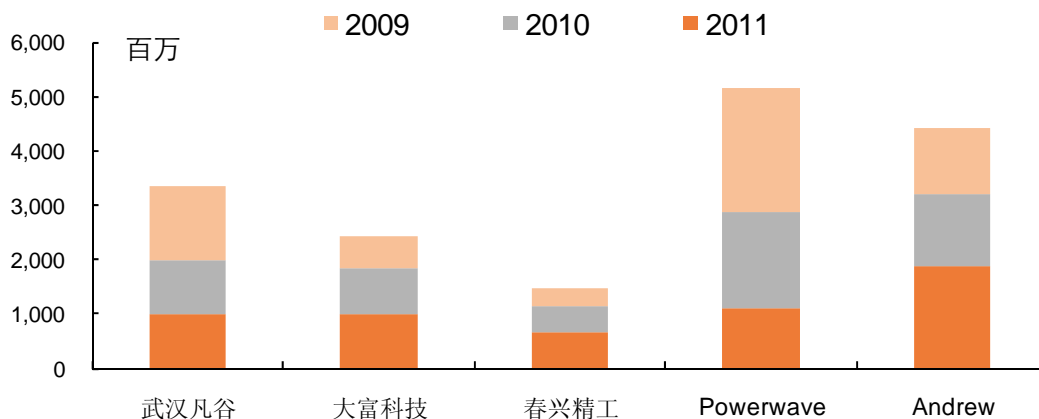
图表10 武汉凡谷净利



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从全球对比看, 武汉凡谷收入规模已与全球行业领军企业接近。从最近三年的累计收入看, 武汉凡谷累计 33 亿元的收入已接近行业领军企业 Powerwave、Andrew 的 50 亿元、44 亿元的收入规模。

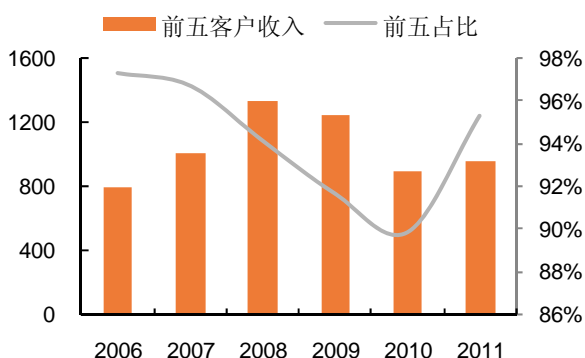
图表11 全球主流射频厂商收入对比



资料来源: Bloomberg, Wind, 平安证券研究所
其中Andrew收入我们取其2007年被收购前3年累计收入

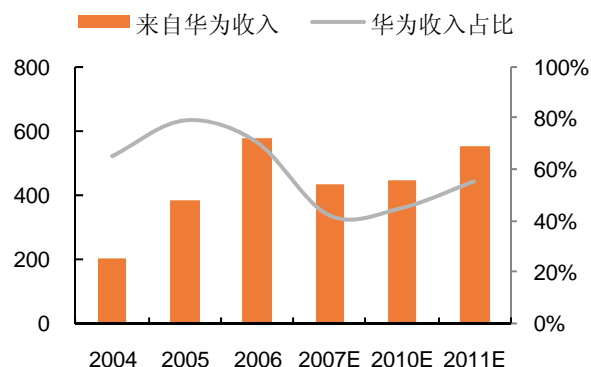
武汉凡谷是华为、爱立信、诺西、摩托罗拉(合并前)等全球主要通信主设备商的射频器件合格供应商。公司在1996年即成为华为的合格供应商,2000年与摩托罗拉合作,2005年成为诺基亚、爱立信的合格供应商,2007年获得北电网络、中兴通讯、普天的供应商资格。华为是公司的单一最大客户,近年来收入占比维持在50%左右。

图表12 武汉凡谷前五客户收入及占比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表13 武汉凡谷来自华为收入及占比



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所
其中2008、2009年公司未披露来自华为收入

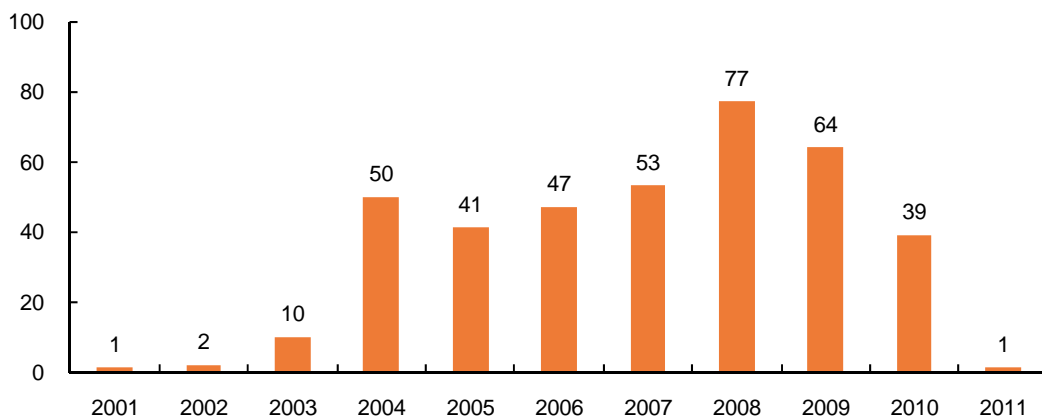
三、行业驱动力, 由技术更新换代驱动转为用户、数据流量增长驱动

射频器件应用于无线通信基站,且射频器件成本占基站成本比例稳定维持在5%左右,因此,射频器件行业的景气度与无线基站投资的景气度基本一致。

3.1 无线网络建设驱动力已由 3G 网络新建驱动转向用户及数据流量增长驱动

过去十多年，无线网络建设由 3G 网络的升级换代新建驱动。全球 3G 网络新建高峰发生在 2000-2010 年间。从 3G 网络商用时间表看，全球范围在 2004-2010 年后经历了 3G 网络商用开通高峰，这也意味着，这七年间也是 3G 网络的新建高峰期。

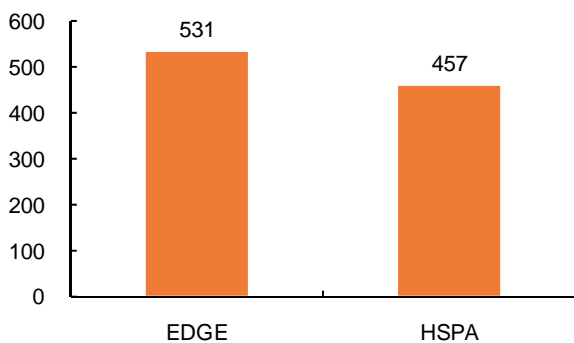
图表14 全球3G网络商用时间表



资料来源：GSA，平安证券研究所
2011年数据统计至2011年1月

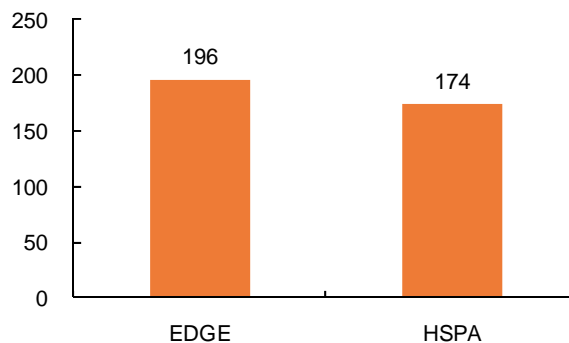
全球 3G 网络新建已初步完成。截至 2012 年 6 月，全球已建成 3G (HSPA) 网络 457 个，而同期 2G (EDGE) 网络在 500-600 个间；从国家数看，全球已有 174 个国家部署 HSPA 网络，与部署 2G 网络的国家数 196 个接近。上述数据意味着，从网络数量角度看，全球 3G 网络数量已与成熟的 2G 网络接近，3G 网络新建已初步完成。

图表15 全球3G网络数量已接近2G网络数量



资料来源：GSA，平安证券研究所
HSPA网络数取自2012年6月数据，EDGE取自2011年3月数据

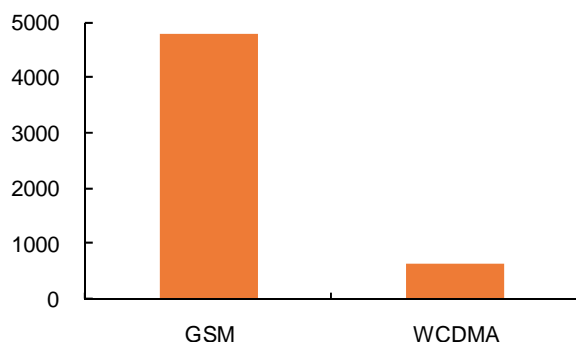
图表16 全球3G网络国家数已接近2G网络国家数



资料来源：GSA，平安证券研究所
统计数据截止2011年4季度

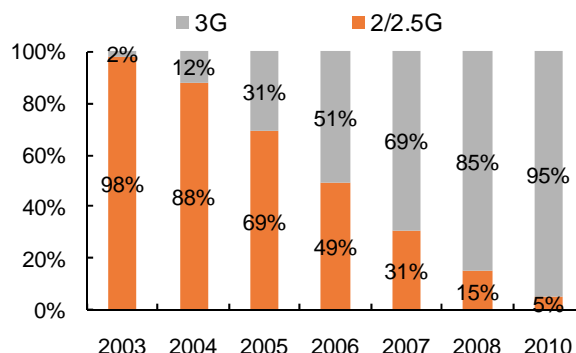
展望未来，3G 用户数、数据流量增长下的补网需求将是无线网络建设的新驱动力。全球范围，3G 用户数仍处于较低水平，增长潜力巨大。截止 2011 年 1 月，全球 GSM (2G)、WCDMA (3G) 用户数比例约为 7.5: 1；而观察 3G 发展历史较长的日本、欧美等国，其 3G 用户数早已大幅领先 2G 用户数，至 2010 年末，日本 2G、3G 用户数比例约为 1: 20。

图表17 全球3G用户数仍处于起步阶段



资料来源: GSA, 平安证券研究所
数据取自2011年1月

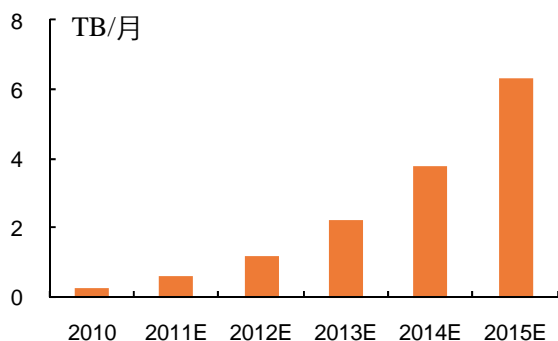
图表18 日本3G用户比例已超95%



资料来源: GSA, 平安证券研究所

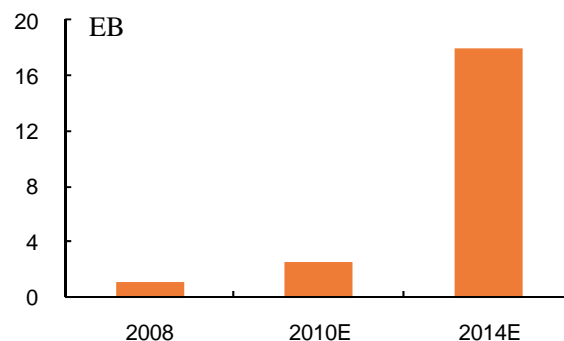
3G 网络数据流量增长巨大。3G 技术、智能手机等驱动下，全球移动网络数据流量快速增长。根据 Cisco 的预测数据，2010 年全球移动数据流量比 2009 年增长 159%，达到每月 237PB，而预计到 2015 年，全球移动数据流量将比 2010 年上升 26 倍，达到每月 6.3EB。

图表19 全球移动数据流量有望维持90%以上增长



资料来源: Cisco, 平安证券研究所

图表20 预计至2014年，数据流量增长10倍以上



资料来源: GSA, 平安证券研究所

3.2 射频器件行业具备较高的技术、客户关系壁垒高

射频器件作为无线通信的核心硬件设备之一，产业具备较高的技术及客户关系壁垒。

■ 技术壁垒：全球主流供应商不及 10 家

射频器件属于移动通信的核心技术，它通过不同的金属元器件及其组合形成具有感性、容性、阻性、导通、阻断功能的电磁通路。射频器件的生产需要掌握材料、化工、电、机械、电子等多个领域的多种关键技术，具备较高的技术壁垒。

现有全球掌握天馈射频系统生产能力的主流厂商不及 10 家，其中包括传统的欧美厂商 Powerwave、Andrew、RFS、Kathrein、Elcoteq，以及国内的武汉凡谷、大富科技、春兴精工等厂商。

■ 客户关系壁垒：每家主设备商仅 2-3 家核心供应商

主设备商对射频厂商的考核、遴选较为严格，进入供货商体系需要较长时间的认证。而一旦获得供应商资格认证后，企业将会持续获得比较稳定的订单，对其他竞争对手而言具有排他性。全球 5 家主设备商，每家仅有 2-3 家主力射频器件供应商，客户关系壁垒显著。

图表21 射频厂商供货体系

	爱立信	诺西	阿朗	华为	中兴
Powerwave	✓	✓	✓	✓	
Andrew	✓	✓	✓		✓
RFS			✓		
武汉凡谷	✓	✓		✓	
Elcoteq	✓	✓			
大富科技	✓		✓	✓	
摩比天线					✓
国人通信				✓	✓

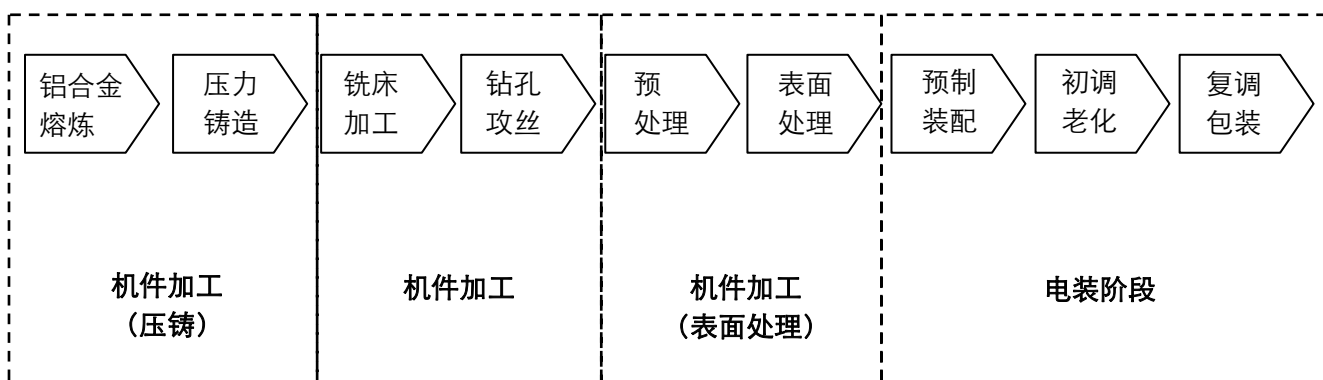
资料来源：平安证券研究所

四、成本优势仍是公司最大竞争优势

成本优势仍是武汉凡谷长期以来的最大竞争优势。公司的成本优势来源于二个因素：1) 从机械制造到电子制造的垂直一体化生产能力；2) 中国较低的人力成本优势。

垂直一体化的生产能力使得公司产品价格更具竞争力。射频器件的生产工序包括机件加工、电子组装二个主要工序。武汉凡谷拥有完整的机件加工(包括压铸、机加工、表面处理能力)、电子组装生产工序。而其他射频器件厂商，特别是国外厂商，往往是外购机件加工后的半成品，再自行进行电子组装。

图表22 武汉凡谷具备完善的射频器件制造流程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图23 武汉凡谷各子公司对应相应的加工环节

公司	主营业务
德威斯电子	为母公司生产用于射频系统的电子元器件，包括隔离器、电缆组件、接插件
金湛电子	压铸环节，为母公司提供生产滤波器、双工器所需的金属腔体结构件
富晶电子	对射频器件进行模具、机械加工、表面处理等加工

资料来源：平安证券研究所

人力成本优势。中国由于具备庞大的人口规模，因此在人力资源方面拥有优势。而武汉凡谷的研发、生产基地均在武汉，又处于中国各省中相对较低的劳动力成本区域，因此，武汉凡谷相比于国内外竞争对手，人力成本优势明显。

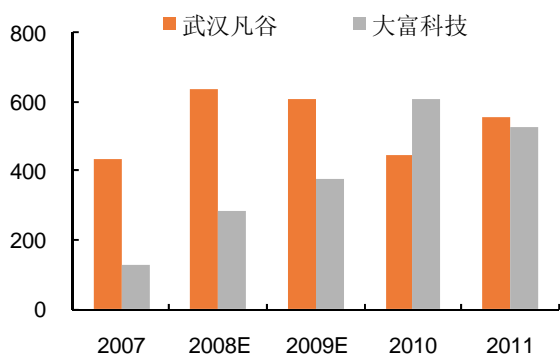
五、盈利预测与估值

5.1 在华为份额有望趋稳

华为是武汉凡谷的第一大客户。2007年前后，竞争对手大富科技在华为的份额增长较快，2008、2009、2010年，大富科技来自华为的收入增长分别为127%、32%、60%；而公司来自华为的收入则停滞不前。2007年，凡谷与大富来自华为的收入比为3.5:1，至2011年，二者来自华为的收入比为1:1。

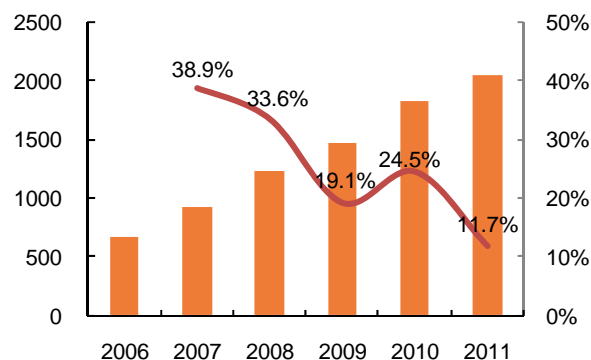
我们认为未来凡谷与大富在华为的份额将会维持目前的相对均衡态势，1)从华为的角度来说，保持二家供货商相对均势有利于获得稳定的供货体系及理想的价格；2)凡谷通过降价、加大备货等方式加强自身产品在价格、相应速度等方面的竞争力，份额下滑的趋势有望改善。

图24 武汉凡谷、大富科技来自华为收入对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所
其中2008、2009年凡谷来自华为收入为预测值

图25 华为近年收入及增速

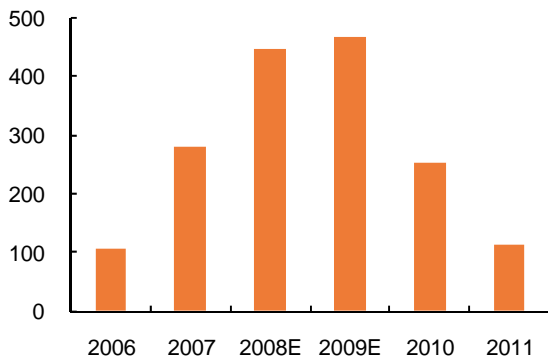


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司国内除华为外收入近3年出现较大波动，我们认为其原因包括，一方面公司受大富科技、春兴精工等竞争冲击，在爱立信、诺西的份额有所波动；另一方面爱立信、诺西、摩托等厂商在中国市场的份额下滑导致其需求的下滑。

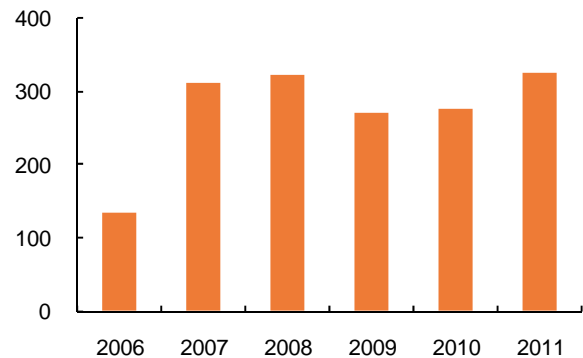
武汉凡谷近年来来自海外收入稳中有升，稳定在3亿元左右规模，2011年更是达到3.25亿元新高。在中国厂商继续保持成本优势的驱动下，公司将继续受益于射频制造中国化的国际大趋势，在爱立信、诺西等厂商海外订单中获取更大的份额。我们预计该项业务未来将继续保持稳定增长。

图表26 国内除华为外收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所
其中2008、2009年收入为预测值

图表27 武汉凡谷来自海外市场收入



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表28 业务盈收预测 单位：百万元

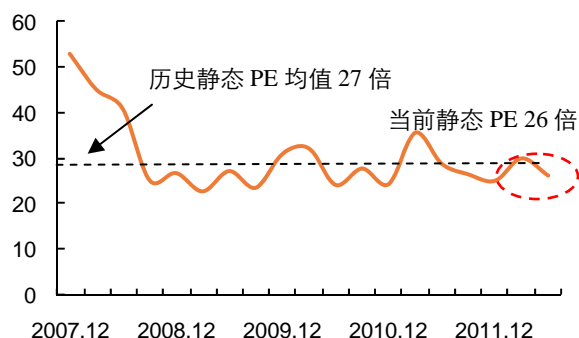
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
来自华为收入					
收入	445.00	554.30	582.02	611.12	702.78
YoY(%)		24.56	5.00	5.00	15.00
毛利率(%)			30.00	30.00	29.00
来自国内其他客户收入					
收入	254.24	112.11	117.72	123.60	129.78
YoY(%)		-55.90	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)			31.00	31.00	31.00
来自海外收入					
收入	274.83	325.86	342.15	359.26	413.15
YoY(%)		18.57	5.00	5.00	15.00
毛利率(%)			32.00	32.00	32.00

资料来源：平安证券研究所

5.2 PB 估值处于行业较低水平

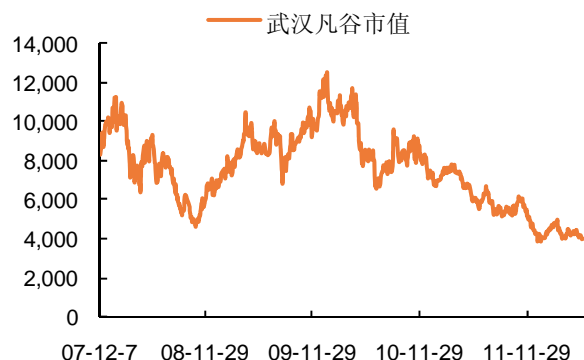
公司 2007 年上市至今的收入复合增长率-0.7%；净利复合增长率-8.6%；上市至今的历史平均静态 PE 为 27 倍左右；目前公司 26 倍左右的静态 PE 与历史静态 PE 平均水平相当。在预计未来三年业绩企稳的预期下，对应的动态估值为 30 倍左右。图表 33 中，我们选取 9 家同为无线设备的可比公司中，2012 年市场预期平均动态市盈率在 20 倍左右（剔除异常盛路通信的异常值），目前公司的估值略偏高。

图表29 武汉凡谷静态估值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

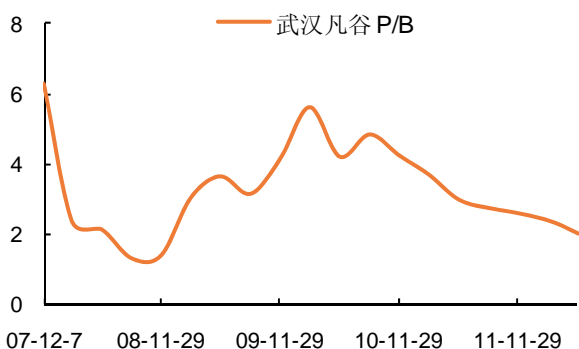
图表30 武汉凡谷市值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

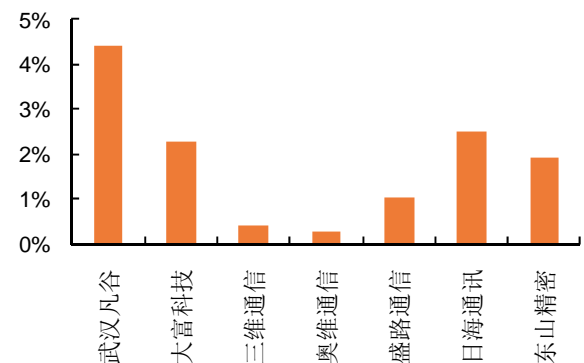
武汉凡谷当前静态 PB 在 2 倍左右, 大幅低于公司历史平均 PB 值 3.29, 也低于我们示列的 9 家可比公司 PB 均值 2.8。同时, 我们注意到公司资产中土地使用权占比显著高于同类企业, 考虑到公司同时拥有学校等教育资源, 实际土地价值重估后的 PB 值将更低。

图表31 武汉凡谷历史PB



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 武汉凡谷土地使用权占总资产比例高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 通信行业重点公司估值

公司名称	代码	股价	市值	每股收益			市盈率			市净率		
				2012.6.19	百万	10A	11A	12E	10A	11A	12E	10A
中兴通讯	000063	14.89	51,223	0.94	0.60	1.03	15.76	24.86	14.49	2.22	2.11	8.23
烽火通信	600498	26.73	11,838	0.85	1.01	1.33	31.37	26.57	20.05	3.37	3.05	9.94
日海通讯	002313	24.45	4,890	0.50	0.73	1.06	48.52	33.62	22.98	5.28	4.69	7.84
亨通光电	000063	20.76	4,299	0.79	1.18	1.43	26.42	17.66	14.54	3.04	1.99	11.99
三维通信	002115	8.18	2,800	0.29	0.32	0.41	27.82	25.85	19.71	3.80	2.76	3.49
奥维通信	002231	9.80	3,497	0.08	0.16	0.32	121.16	59.82	30.76	8.50	5.24	2.16
三元达	002417	7.75	2,093	0.19	0.24	0.35	39.80	32.61	22.05	2.52	2.43	3.47
大富科技	300134	12.43	3,978	0.78	0.59	0.72	15.86	21.25	17.30	1.63	1.71	8.07
盛路通信	002446	11.65	1,547	0.85	0.33	0.09	0.21	35.12	127.93	55.27	2.36	2.39
武汉凡谷	002194	7.37	4,097	0.38	0.29	0.33	19.20	25.53	22.33	1.99	1.97	1.99

资料来源: wind, 平安证券研究所

六、风险提示

6.1 主要客户集中风险

公司下游客户较为集中，2009-2011 年来自华为的收入占比在 45%-55%间；前五大客户的收入占比在 90%以上。

报告期内公司与主设备商合作良好，形成稳定的战略合作关系。但由于公司客户集中度较高，如果公司服务质量、响应速度及整体技术水平、后续技术服务能力和持续创新能力不足，对客户的正常业务经营造成影响，公司营收将受影响。

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1818	1828	1847	1901
现金	1143	1170	1113	1100
应收账款	280	292	304	345
其他应收款	5	5	6	6
预付账款	44	48	50	57
存货	262	192	243	253
其他流动资产	83	121	131	139
非流动资产	493	526	540	539
长期投资	0	0	0	0
固定资产	305	356	381	391
无形资产	103	101	98	96
其他非流动资产	85	69	61	52
资产总计	2311	2354	2387	2439
流动负债	229	276	280	321
短期借款	0	0	0	0
应付账款	117	146	142	168
其他流动负债	113	129	138	152
非流动负债	5	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	6	6	6
负债合计	235	282	286	327
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	556	556	556	556
资本公积	708	708	708	708
留存收益	812	808	838	849
归属母公司股东权益	2076	2072	2102	2113
负债和股东权益	2311	2354	2387	2439

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	168	226	109	178
净利润	160	135	140	156
折旧摊销	81	38	45	52
财务费用	-9	-9	-6	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-68	60	-79	-30
其他经营现金流	4	2	8	4
投资活动现金流	-5	-69	-60	-50
资本支出	88	70	60	50
长期投资	0	-0	0	0
其他投资现金流	83	1	-0	-0
筹资活动现金流	-139	-130	-105	-141
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-139	-130	-105	-141
现金净增加额	23	27	-57	-13

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1000	1041	1086	1232
营业成本	669	720	753	858
营业税金及附加	9	14	13	16
营业费用	23	26	27	31
管理费用	119	135	136	152
财务费用	-9	-9	-6	-4
资产减值损失	7	4	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	182	151	157	175
营业外收入	7	8	8	8
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	190	159	165	183
所得税	29	24	25	27
净利润	160	135	140	156
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	160	135	140	156
EBITDA	255	180	197	223
摊薄后EPS (元)	0.29	0.24	0.25	0.28

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	1.1%	4.0%	4.3%	13.5%
营业利润	-26.1%	-17.4%	4.5%	11.3%
归属母公司股东净利润	-24.8%	-15.9%	4.0%	10.9%
获利能力				
毛利率	33.2%	30.9%	30.6%	30.4%
净利率	16.0%	13.0%	12.9%	12.6%
ROE	7.7%	6.5%	6.7%	7.4%
ROIC	16.0%	13.6%	13.3%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	10.2%	12.0%	12.0%	13.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	7.92	6.63	6.60	5.93
速动比率	6.67	5.84	5.62	5.03
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.45	0.46	0.51
应收账款周转率	3	3	3	4
应付账款周转率	5.14	5.48	5.22	5.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.24	0.25	0.28
每股经营现金流	0.30	0.41	0.20	0.32
每股净资产	3.74	3.73	3.78	3.80
估值比率				
P/E	25.63	30.47	29.29	26.42
P/B	1.98	1.98	1.96	1.95
EV/EBITDA	12	17	15	13

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257