

武汉凡谷(002194)

产业结构变迁，利润率或持续低迷——武汉凡谷中报点评

中性 (维持)

现价: 6.11 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	www.fingu.com
大股东	孟庆南, 29.8%
实际控制人	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



相关研究报告

市场份额有望期望 (2012.6.20)

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。

事项：武汉凡谷 2012 年上半年实现收入 4.91 亿元，同比下滑 6%；归属上市公司股东净利润 2137 万元，同比下滑 80%；每股收益 0.038 元。公司同时发布前三季度预告，预计 1-9 月份净利润同比下滑 60-90%。

■ 营收平稳，产品结构变化暗示产业链演变

公司 1H2012 收入 4.91 亿元，同比小幅下滑 6%；2Q 单季收入 2.6 亿元，同比下滑 8%。从产品结构看，零部件双工器增长 16%，而整体射频子系统延续了 2008 年以来的下滑态势，1H 收入仅 3700 万，同比下滑 58%，不足高峰期 1H2008 2.5 亿元的 15%。产品结构的变化反映了射频器件行业分工的进一步专业化，即零部件生产与系统设计、组装的进一步分离，产业链变化带来的利润再分配也解释了射频器件公司利润率的大幅波动。

■ 利润率下滑或成行业发展趋势

毛利率大幅下滑 20 个百分点拖累盈利，1H2012 公司营业利润率仅 4.6%，大幅低于去年同期的 24%。分季度看，2Q 营业利润率 6%略好于 1Q 的 3%，但利润率的提升来自于财务费用的改善，可持续性不强。

虽然竞争下的产品价格下滑直接导致利润率下滑，但产业链结构变化或是其背后更深层次的原因。脱离研发、设计后的器件制造企业研发附加值较低，产品原材料成本相对固定，因此价格下滑对公司利润有刚性影响，我们判断射频制造行业将会步入利润率下滑阶段，超传统制造业的超额利润将消失。

■ 经营现金流紧张，复苏仍待时日

经营现金流量继一季度的负 1.7 亿元，二季度负 1.2 亿元仍为转正，行业复苏不明朗。经营现金流入状况差于收入，在收入同比仅下滑 8%的情况下，经营现金流入下滑 61%。

公司存货仍处于自 2011 年起的高位，至 1H2012，存货高达 2.6 亿，远高于 2011 年前 1 亿元左右的水平。库存商品及原材料价值约占存货总额的 75%，我们判断高企的存货源自客户订单的延迟，而这或将在未来带来较大的存货减值压力。

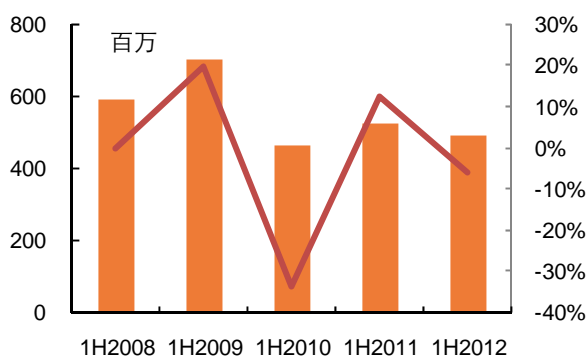
■ 维持“中性”评级

我们预计公司 2012~2014 年 EPS 为 0.24、0.25、0.28 元，对应最新股价 6.11 元，PE 为 25、24、22 倍。在我们对企业未来三年 5%左右复合增长的预测下，目前公司的估值偏高，我们维持“中性”评级。

风险提示：如行业竞争加剧，射频器件企业可能继续受产品价格下降及人工成本上升的双向挤压，这可能影响企业的盈利水平，进而对股价有负面影响。

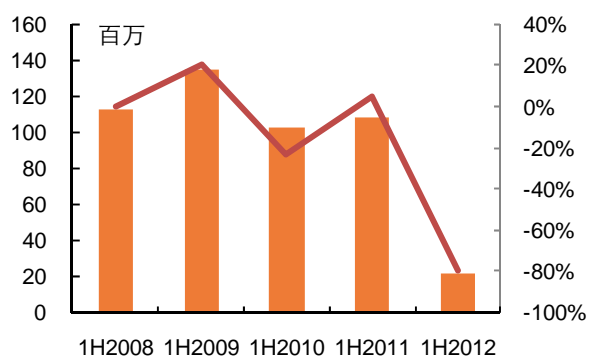
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	990	1,000	1,041	1,096	1,243
YoY(%)	-26.7	1.1	4.0	5.3	13.5
净利润(百万元)	213	160	135	142	157
YoY(%)	-37.4	-24.8	-15.9	5.0	10.9
毛利率(%)	37.5	33.2	30.9	30.6	30.4
净利率(%)	21.6	16.0	13.0	12.9	12.6
ROE(%)	10.4	7.7	6.5	6.7	7.4
EPS(摊薄/元)	0.38	0.29	0.24	0.25	0.28
P/E(倍)	15.9	21.2	25.2	24.0	21.6
P/B(倍)	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6

图表1 武汉凡谷上半年收入同比



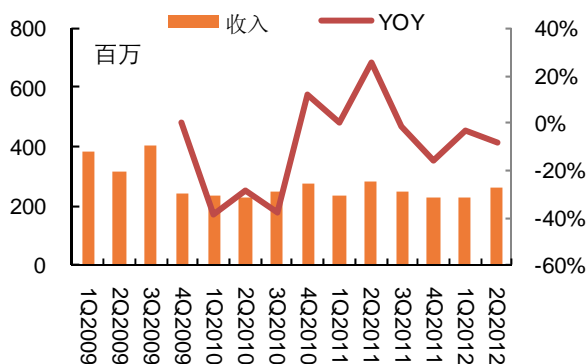
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 武汉凡谷上半年净利同比



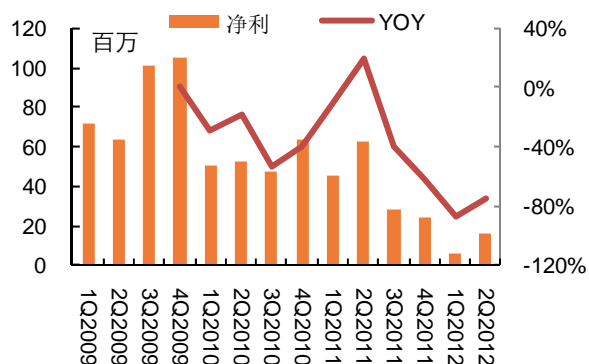
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 武汉凡谷季度收入同比



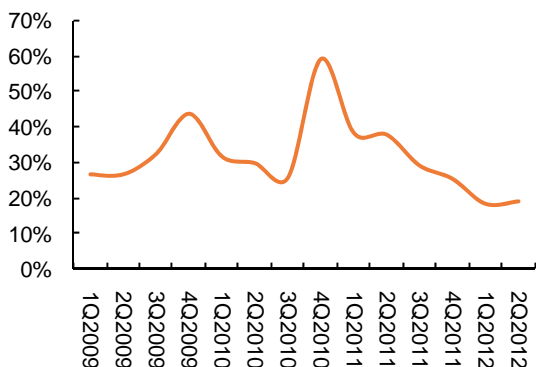
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 武汉凡谷季度净利同比



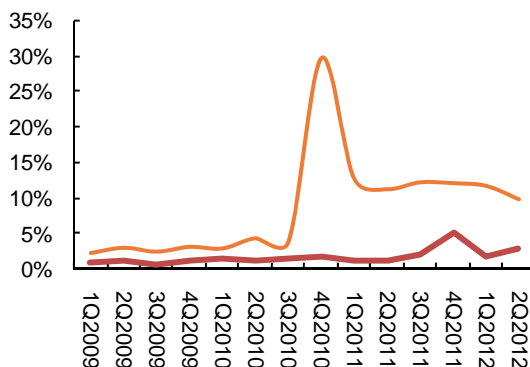
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 武汉凡谷季度毛利率



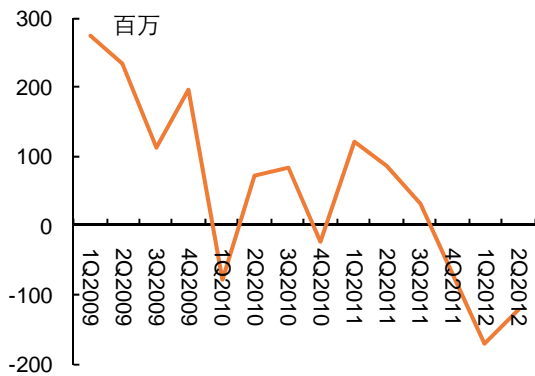
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 武汉凡谷季度费用率



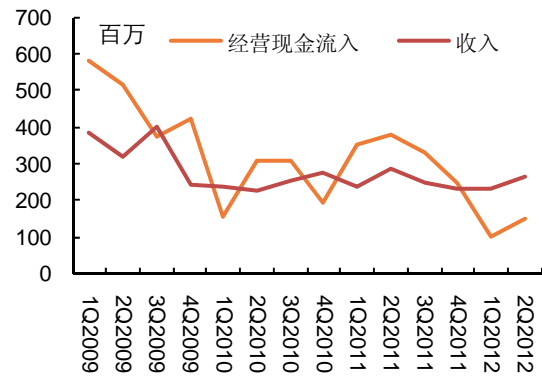
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 武汉凡谷季度经营现金流



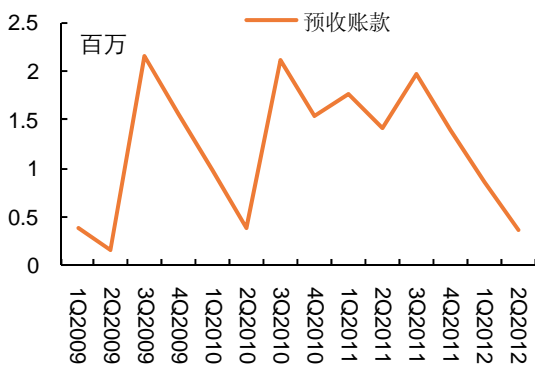
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 武汉凡谷季度经营现金流入、收入对比



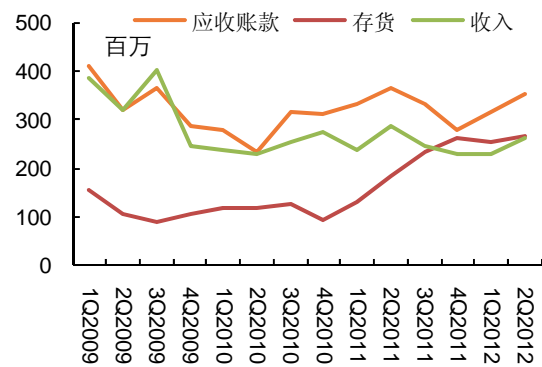
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 武汉凡谷季度预收账款



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 武汉凡谷季度应收账款、存货



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1818	1828	1850	1906
现金	1143	1170	1110	1098
应收账款	280	292	307	348
其他应收款	5	5	6	6
预付账款	44	48	50	57
存货	262	192	245	255
其他流动资产	83	121	133	140
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	2390	2444
流动负债	229	276	282	323
短期借款	0	0	0	0
应付账款	117	146	143	170
其他流动负债	113	129	138	153
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	288	329
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	839	851
归属母公司股东权益	2076	2072	2103	2115
负债和股东权益	2311	2354	2390	2444

会计年度	2011 A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	168	226	105	179
净利润	160	135	142	157
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	-84	-30
其他经营现金流	4	2	9	5
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	-60	-12

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1000	1041	1096	1243
营业成本	669	720	760	865
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	137	153
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	159	177
营业外收入	7	8	8	8
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	190	159	167	185
所得税	29	24	25	28
净利润	160	135	142	157
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	160	135	142	157
EBITDA	255	180	199	225
EPS (元)	0.29	0.24	0.25	0.28

主要财务比率				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入 (%)	1.1%	4.0%	5.3%	13.5%
营业利润 (%)	-26.1%	-17.4%	5.6%	11.2%
归属母公司股东权益 (%)	-24.8%	-15.9%	5.0%	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%	14.7%
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	6.57	5.91
速动比率	6.67	5.84	5.58	5.01
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	5.25	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	0.19	0.32
每股净资产	3.74	3.73	3.78	3.81
估值比率				
P/E	21.17	25.15	23.96	21.62
P/B	1.64	1.64	1.62	1.61
EV/EBITDA	9	13	11	10

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。

免责声明：

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