

分析师：贾建虎

执业证书编号：S0730513030001

联系人：马焱琦 021-50585908

jiajh@ccnew.com

内生增长可期、转型正在路上

——武汉凡谷（002194）2014 年年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（首次）

发布日期：2015 年 4 月 14 日

报告关键要素：

2014年公司实现营业收入17.72亿元，同比增长57.64%，净利润1.37亿元，同比增长180.05%。预计2015年公司将继续受益于与国内4G大规模建设及海外市场的增长，内生增长仍大有可为。此外，公司目前三大转型正在路上，未来军民两用高频地波雷达、工业机器人以及海外市场拓展等都值得期待。预计2015年、2016年EPS分别为0.32元、0.40元，对应最新收盘价17.48元的PE分别为55倍、44倍，给予公司“增持”评级。

事件：

- 公司发布2014年年报，实现营业收入17.72亿，同比增长57.64%，归属于上市公司股东的净利润1.37亿，同比增长180.05%，EPS为0.25元，分配预案为每10股派发现金红利1.00元。

表1：公司主要财务指标

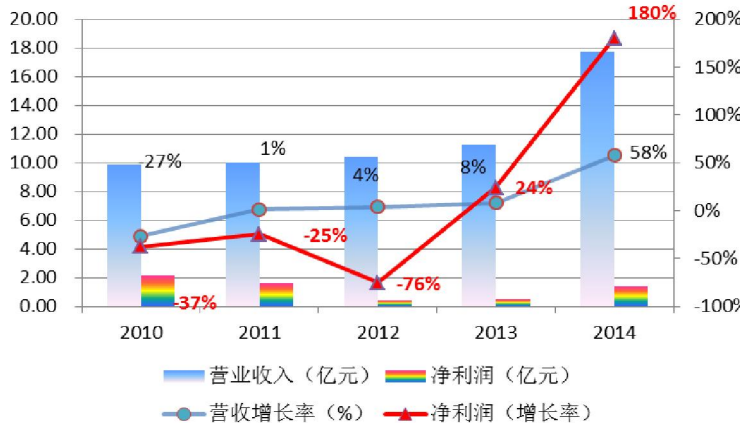
	2011	2012	2013	2014
营业收入同比(%)	1.08	3.89	8.18	57.64
归属母公司股东净利润同比(%)	-24.81	-75.52	24.20	180.05
毛利率(%)	33.16	18.87	18.06	19.81
净利率(%)	16.04	3.78	4.34	7.71
EBIT 率	25.23	9.66	9.22	11.30
ROE	7.77	1.94	2.49	6.89

资料来源：公司公告、中原证券

点评：

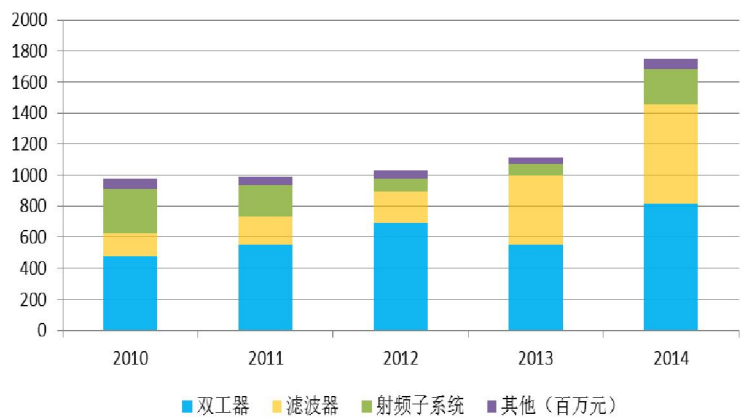
- **2014年公司业绩增长受益于国内4G建设及大客户需求增长。**2014年全国通信行业固定资产投资3992亿，是2009年来投资最高点。其中，仅中移动4G投资806亿元，开通4G基站72万，覆盖10亿人口，发展4G用户超过9000万。公司直接受益于国内大规模4G网络建设，收入和利润双双呈现大幅增长。此外，公司62%收入来自华为，而华为2014年收入大幅增长20%，不仅稳居全球电信设备商第一，且超过第二、第三位爱立信、阿郎收入的总和，华为在全球攻城略地，也极大的助推了公司业绩的增长。
- **公司经营质量明显改善。**2014年公司收入增长从主营收入结构来看，双工器、滤波器、射频子系统、其他等营业收入分别较上年同期增长了 47.81%、43.30%、209.50%、69.48%。2014年公司销售毛利率和2013年基本持平，净利率则显著提升。相对于通信行业整体情况来看，公司毛利率明显低于行业平均水平，显示出公司所处子行业市场竞争较为激烈且公司议价能力较弱。而公司净利率水平基本和行业水平相当，则显示出公司在产量利用率大幅提升的情况下，成本控制能力较强。

图 1: 公司营业收入和净利润增长情况 (亿元)



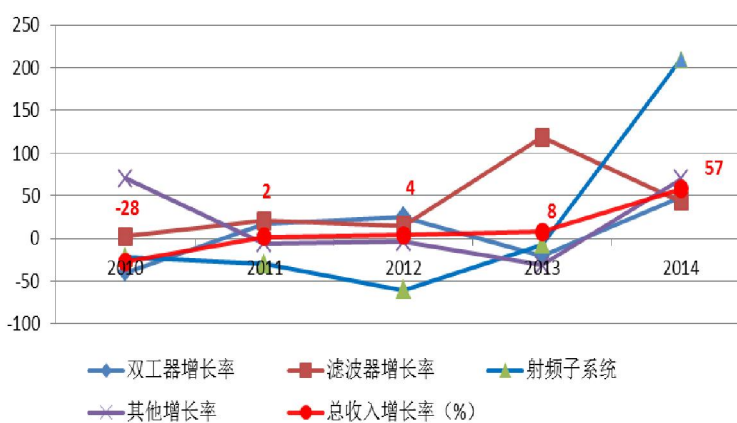
资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 2: 公司各项业务收入增长情况 (亿元)



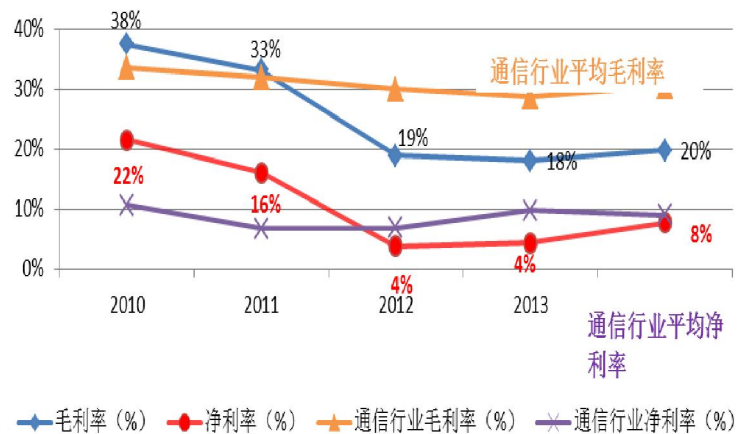
资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 3: 公司各项业务同比增长情况 (%)



资料来源: 中原证券研究所、公司公告

图 4: 公司毛利率和净利润变化情况 (%)

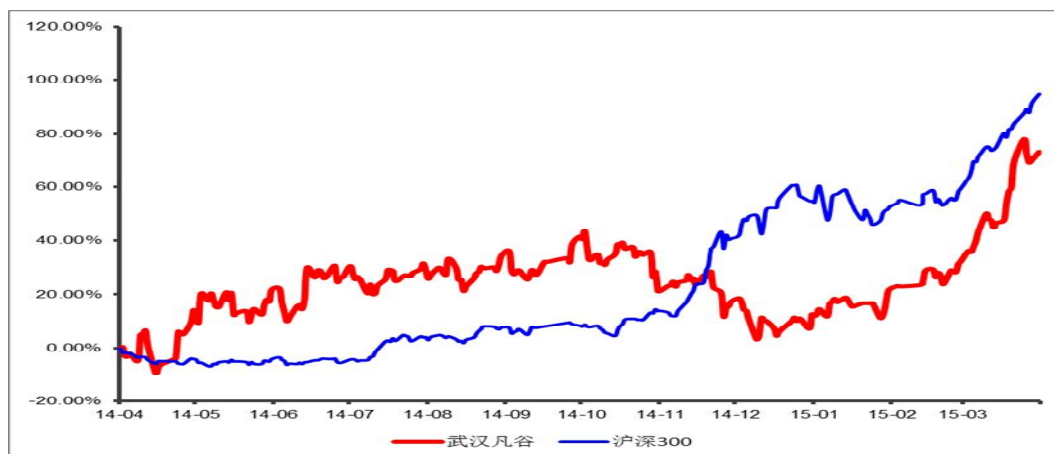


资料来源: 中原证券研究所、公司公告

- **2015年公司业绩高速增长仍是大概率事件:**
- **从行业情况来看, 国内和全球4G网络投资仍处于高峰期。**2015年三大运营商都将大力开展4G投资, 中国移动、中国电信、中国联通 (3G+4G) 预计4G投资722、610、1000亿元, 远超2014年投资额, 国内4G投资盛宴将延续到2016年上半年。而全球2014年共有360张商用LTE网络, 拥有4.97亿LTE用户, 较2013年增长140%。预计到2015年, 全球4G用户数将达到8亿, 仍将保持60%以上的增长。2014年全球运营商资本运营支出2200亿美元, 2015年将增加到2410亿美元。
- **公司完成新老交接, 股权激励助力公司未来发展。**2015年1月6日孟凡博接任公司董事长及总裁职务, 顺利完成家族企业第二代管理团队的交接。对公司未来发展和转型提供新的视角, 且公司拥有4.60亿元现金也为公司外延发展提供了无限想象。2015年2月6日推出员工持股计划, 以11.77元持股849.62万股, 筹资5600万元, 其中, 3600万元为三大股东无偿赠予。股权激励有利于公司进一步释放业绩, 并提振市场信心, 主要表现在以下几点: 1、股权激励反映出公司对未来发展较有信心; 2、激励力度远超市场预期, 64.29%为公司无偿赠予, 绑定了公司核心技术和管理人员; 3、有助于公司新管理团队的平稳过渡。

- **三大转型布局初见端倪。**1、公司全资控股的德威斯（保密资质）与武汉大学合作开发军民两用高频地波雷达，用于探测海流、海风、海浪等。2014年德威斯净利润为908.70万元，同比增长97.37%，未来德威斯能否进一步放量值得期待。2、全资子公司武汉凡谷自动化，则是工业机器人和智能自动化企业，2014年收入343.56万元，亏损190.36万元，同比下降191.91%，目前产品仍处于客户测试阶段。未来可为母公司提高电子装配率，进而提升公司整体生产效率，进一步降低生产成本，且未来也可能发展到所有有需求行业。3、海外布局加速，2015年4月10日公司拟设立瑞典、美国全资子公司，是公司在2008年公司设立芬兰子公司的基础上，继续开拓海外市场 and 吸收海外人才的战略，未来有利于提高公司国际竞争力，进一步扩大市场占有率。
- **投资建议：**预计2015年、2016年EPS分别为0.32元、0.40元，对应最新收盘价17.48元的PE分别为55倍、44倍，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**1、4G投资不及预期；2、市场竞争进一步加剧；3、华为等大客户增长速度不及预期。

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。