

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

武汉凡谷 (002194)

武汉凡谷股权激励计划点评

推荐 (维持)

2010年3月8日	分析师：李忠智	0755-22627806	Lizhongzhi001@pingan.com.cn
	联络人：旷斌	0755-22625072	kuangbin677@pingan.com.cn

事项

2009年3月6日，武汉凡谷发布首期股权激励计划方案，公司拟向111名核心技术（业务）人员、中层管理人员授出518.7万股股票期权，占武汉凡谷股本总额55588万股的0.93%；行权价格为14.83元，相比公司股票5日收盘价20.78元折让约3成；股票来源为公司向激励对象定向发行股票。

主要观点

一、2009年度业绩未达到考核条件

图表 1 绩效考核目标

行权期	绩效考核目标
第一个行权期	2009年加权平均净资产收益率不低于16%，以2008年净利润为基数，2009年净利润增长率不低于10%
第二个行权期	2010年加权平均净资产收益率不低于16%，以2008年净利润为基数，2010年净利润增长率不低于20%
第三个行权期	2011年加权平均净资产收益率不低于16%，以2008年净利润为基数，2011年净利润增长率不低于30%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 授予股票期权行权安排

第一个行权期	自授权日起12个月后的首个交易日起至授权日起24个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自授权日起24个月后的首个交易日起至授权日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自授权日起36个月后的首个交易日起至授权日起48个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

从公司发布的业绩快报来看，公司2009年度实现净利润3.30亿元，同比增长0.42%，对应的ROE为16.58%。第一个行权期的经销考核期目标未达到要求，第一个行权期30%的权证将不能授予。

我们认为出现这种情况主要由于公司2009年4月开始制定此股权激励计划，从当时情况看，10%的净利润增速难度并不大。但2009年受全球金融危机影响，海外业务出现较大幅度下滑，导致净利润增长幅度低于10%，EPS仅为0.59元，略低于我们0.62元的业绩预

测，远低于市场0.69元的预测均值。

二、二三期绩效考核目标实现难度不大

从股权激励的绩效考核目标来看，业绩目标实现难度不大。市场对公司2010年EPS预测均值为0.86元、2011年EPS均值为1.04元（按现有股本计算），对应2008年的净利润增长为45.9%、75.5%，对应的ROE分别为18.23%、18.70，明显高于绩效考核目标。根据我们的盈利预测，2010年EPS为0.79元，2011年为1.00元，低于市场预期，但仍较08年增长33.9%、69.5%，也高于绩效考核目标。

我们认为公司股权激励增长目标幅度明显低于市场预期，且净利润增长目标对比基准为2008年净利润，并不是通常情况下前一年的净利润，股权激励对公司未来业绩增长的激励作用不显著。

随着全球经济复苏，全球电信固定资产投资开始步入恢复性增长阶段，未来公司的海外业务收入将快速增长，海外业务占总收入比重将提升至30%以上，射频器件行业向中国集中的趋势不可改变，凡谷在全球的份额提升是大概率事件。

三、股权激励计划对维持核心骨干稳定作用显著

公司二三两期的行权计划实现是大概率事件，且14.83元的行权价相比目前股价有近40%的盈利空间，我们认为此项股权激励计划的推出，对维持核心技术（业务）人员、中层管理人员的稳定有明显的积极作用。

四、期权费用摊销压力不大，股本扩张对EPS摊薄有限，维持“推荐”评级

按照当前20.78元股价估算，期权费用摊销仅为925万元、1234万元，分别降低EPS 0.017元、0.022元，影响极为有限。同时股权激励总数仅500余万股，占现有股本不足1%，对EPS摊薄有限，维持我们的盈利预测，2010~2012年EPS分别为0.79元、1.00元和1.22元，对应PE为26倍、21倍、17倍，我们看好武汉凡谷未来在全球射频器件市场份额的提升，维持“推荐”评级。

图表 3 武汉凡谷业绩预测（摘要）

单位：百万元

武汉凡谷	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1,032.07	1,409.41	1,351.51	1,759.27	2,205.28
YoY%	26.2%	36.6%	-4.1%	30.2%	25.4%
净利润（百万元）	229.04	329.09	330.45	439.10	555.43
YoY%	45.7%	43.7%	0.4%	32.9%	26.5%
净利润率%	22.2%	23.3%	24.5%	25.0%	25.2%
EPS（摊薄/元）	0.41	0.59	0.59	0.79	1.00
P/E（X）	50.43	35.10	34.96	26.31	20.80

资料来源：平安证券研究所

附件：财务预测

图表1 利润表

单位：百万元

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,032.07	1,409.41	1,351.51	1,759.27	2,205.28
营业成本	724.20	1,000.85	913.36	1,168.64	1,464.57
营业税金及附加	8.20	11.64	11.57	14.52	18.43
营业费用	7.22	13.18	9.46	15.83	17.64
管理费用	23.13	32.84	27.03	43.98	52.93
财务费用	4.55	-2.61	5.76	4.00	3.44
资产减值损失	6.96	11.86	8.34	9.05	9.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	257.80	341.65	376.00	503.24	638.52
营业外收入	8.28	15.65	11.68	11.87	13.07
营业外支出	0.19	1.93	0.73	0.95	1.20
利润总额	265.89	355.37	386.95	514.16	650.39
所得税	36.85	26.28	56.49	75.07	94.96
净利润	229.04	329.09	330.45	439.10	555.43
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	229.04	329.09	330.45	439.10	555.43
EBITDA	262.35	339.04	381.76	507.24	641.97
摊薄 EPS (元)	0.41	0.59	0.59	0.79	1.00

图表2 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	177.56	83.37	557.01	375.08	517.69
净利润	229.04	329.09	330.45	439.10	555.43
折旧摊销	51.19	72.69	40.39	58.45	74.40
财务费用	5.83	9.85	5.76	4.00	3.44
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-150.39	-338.75	236.00	-125.33	-106.20
其他经营现金流	3.37	9.22	-55.60	-1.13	-9.38
投资活动现金流	-207.30	-365.71	-278.89	-315.36	-191.74
筹资活动现金流	1,077.45	-139.60	-184.04	82.62	-36.04
现金净增加额	1,047.08	-429.99	94.07	142.35	289.91

图表3 资产负债表

单位：百万元

流动资产	1,716.97	1,735.41	1,729.40	1,950.36	2,362.44
现金	1,230.09	907.10	1,001.17	1,143.52	1,433.43
应收账款	280.30	409.55	337.88	439.82	551.32

其他应收款	2.21	2.43	2.71	3.44	4.18
预付账款	39.58	54.27	45.67	58.43	73.23
存货	150.08	123.46	182.67	233.73	292.91
其他流动资产	14.71	238.60	159.30	71.42	7.36
非流动资产	362.15	523.11	732.65	903.63	948.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	244.65	293.55	415.40	529.42	568.14
无形资产	91.43	102.28	117.01	131.41	145.44
其他非流动资产	26.08	127.27	200.24	242.80	234.97
资产总计	2,079.12	2,258.52	2,462.05	2,854.00	3,310.98
流动负债	324.41	359.23	371.28	602.07	781.56
短期借款	0.00	50.00	0.00	169.24	246.41
应付账款	171.12	163.80	182.67	233.73	292.91
其他流动负债	153.29	145.43	188.61	199.10	242.24
非流动负债	62.99	6.76	6.76	6.76	6.76
长期借款	59.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	3.99	6.76	6.76	6.76	6.76
负债合计	387.40	365.99	378.04	608.83	788.32
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	213.80	427.60	555.88	555.88	555.88
资本公积	1,036.16	822.36	694.08	694.08	694.08
留存收益	441.76	642.57	834.06	995.21	1,272.70
归属母公司股东权益	1,691.72	1,892.53	2,084.01	2,245.17	2,522.66
负债和股东权益	2,079.12	2,258.52	2,462.05	2,854.00	3,310.98
流动资产	1,716.97	1,735.41	1,729.40	1,950.36	2,362.44

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为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2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

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8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900 传真：（0755）82449257