

报告日期: 2010 年 9 月 29

分析师

周 涛

☎ (86-10) 88366060-8727

✉ zt@cgws.com

执业证书编号 S1070210020001

紧跟核心客户，伴随国内 3G 一起成长

——大富科技(300134)新股定价报告

要点:

- **公司是纵向一体化集成度最高的专业化射频器件供应商之一:** 公司主营移动通信基站射频器件、射频结构件, 其中, 射频器件主要包括滤波器、双工器、合路器、塔放等; 射频结构件主要为射频器件的腔体、盖板、外壳等。公司与全球领先的通信主设备商建立起了稳定的合作关系, 主要客户包括华为、爱立信。2009年, 公司被华为评为全球核心供应商, 是国内射频器件行业唯一获此殊荣的厂商。最近三年, 公司营业收入由3.1亿元增长至5.8亿元, 净利润由3781万元增长至1.3亿元, 营业收入、净利润的复合增长率分别达到37%和92%。2008年公司射频器件市场占有率为4%, 国内第二。
- **紧跟核心客户, 伴随国内 3G 一起成长。** 最近三年及一期, 公司对前五大客户销售收入合计占公司营业收入总额的93.97%、94.36%、95.94%、96.41%; 其中, 对华为的销售比例为40.70%、60.64%、64.55%、63.41%, 对爱立信的销售比例为17.49%、19.43%、24.10%、23.30%, 呈稳步上升趋势, 由于供应商更换成本较高, 除非公司出现重大经营问题, 华为、爱立信一般不会更换供应商。伴随着国内3G投资后期升温, 公司成长可期。
- **生产成本有望进一步拉低。** 公司上游为矿产资源及电子元器件行业, 原材料公司没有议价能力。公司下游为主设备商巨头, 公司产品同样不具备议价能力, 只有进一步降低生产成本才能产生利润, 公司在安徽建有10万平方米的生产基地, 本次募集资金投资项目之一“移动通信基站射频器件生产基地建设项目”将在安徽蚌埠怀远经济开发区进行建设。安徽制造基地能够获得充足的劳动力并具有较高的土地、能源、人力、运输成本, 与深圳研发、生产基地形成优势互补。
- **风险提示:** 银, 铝, 铜原材料大幅涨价, 下游客户流失, 回款周期过长。
- **盈利预测和估值:** 预计公司 2010 至 2012 年的每股收益分别为 1.12、1.32 及 1.59 元, 公司存在一定的成长性, 市盈率采用创业板与通信类公司中等水平, 我们认为公司合理价值宜在 48~52 元附近。

合理股价中枢: 48~52 元

市场数据 (2010 中报)

每股净资产 (元)	3.24
负债率	39.83%
发行后总股本 (百万)	16
发行量 (百万股)	40
ROE (加权平均)	21.14%

公司盈利预测 (百万)

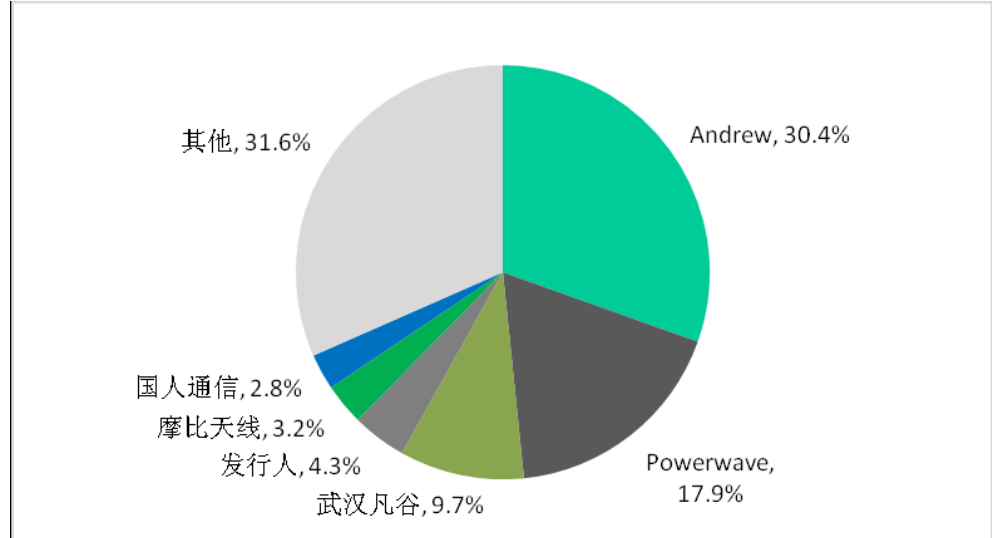
	2010E	2011E	2012E
营业收入 (万元)	820	1001	1215
(+/-%)	39.9%	22.1%	21.3%
净利润 (万元)	180	211	254
(+/-%)	28.7%	17.4%	20.6%
摊薄 EPS (元)	1.122	1.318	1.590



1、公司是纵向一体化集成度最高的专业化射频器件供应商之一

大富科技主要从事移动通信基站射频器件、射频结构件的研发、生产与服务提供商，主营业务为移动通信射频器件、射频结构件的研发、生产和销售。公司的主要产品移动通信基站射频器件、射频结构件是移动通信系统的核心部件。其中，射频器件主要包括滤波器、双工器、合路器、塔放等；射频结构件主要为射频器件的腔体、盖板、外壳等。本公司的产品主要应用于 GSM、CDMA、CDMA2000、WCDMA、TD-SCDMA、WiMAX、LTE 等各种制式标准的移动通信系统。2008 年公司射频器件市场占有率为 4%，国内第二。

图表 1、2009 年全球移动通信基站射频器件市场份额



资料来源：大富科技招股说明书

1.1 制造能力一体化

公司掌握了材料工程、化工工程、机械工程、电子工程、电气工程等学科领域的多种关键技术，具备从产品设计、模具设计及制造、压铸、精密机械加工、表面处理到电子装配等纵向一体化的精密制造能力。公司对滤波器中大部分的金属元器件进行自主设计和生产。相比金属元器件以外购为主的其他滤波器生产商，公司能够对滤波器等射频器件的生产实施全过程的质量控制，同时节约了管理和生产成本、提高了产品的利润率。此外，纵向一体化的精密制造能力，使得本公司能够实现产品设计与模具设计并行、模具设计与模具制造并行、产品设计与工艺准备并行、制造加工与设计优化并行，从而缩短产品技术准备和制造周期、加快对客户的响应速度、适应行业定制化的特点、更易满足客户个性化的需求。

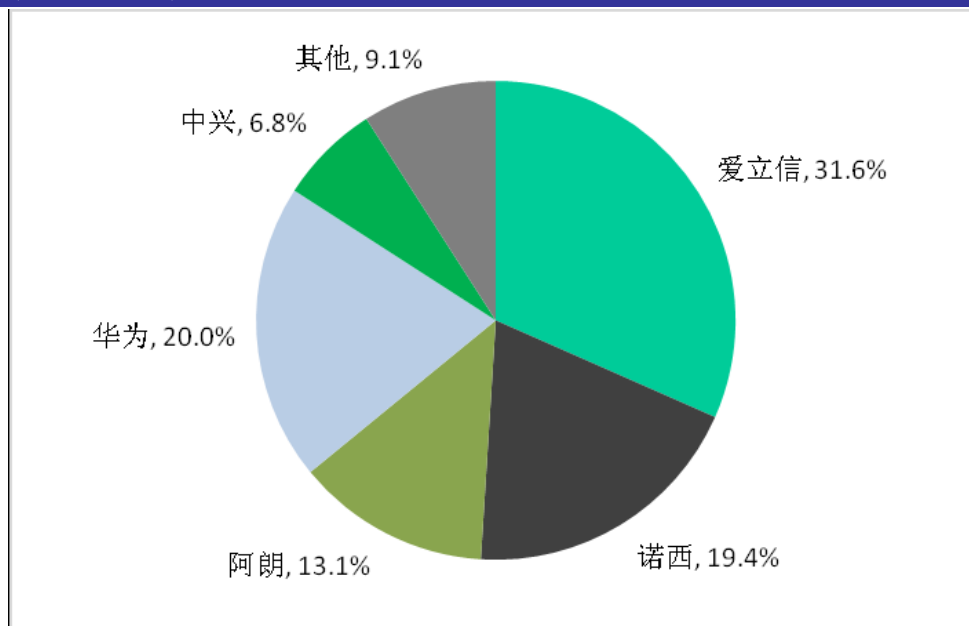
1.2 下游客户较为稳定

公司的核心客户是华为和爱立信。最近三年及一期，公司对华为和爱立信的销售金额合计占本公司营业收入总额的比例为 58.19%、80.07%、88.65%、86.71%。华为和爱立信分别为全球当前第一第二的通信主设备商。其中华为 2004 年至 2009 年销售收入年复合增长率达到 42%，其市场份额从 2008 年同期的 11% 上升至 20%，增长了近一倍。爱立信是世界最大的通信主设备商，近年来市场份额一直位列世界第一，2008 年与 2009 年皆超过 30%。2009 年华为和爱立信占全球通信设备市场份额从 2008 年的 44% 上升到 51.6%。2009 年初中国正式发放 3G 牌照，华为有望借此机会进一步扩大自己的市场份额，

爱立信凭其在移动通信领域的传统优势也将取得稳健的增长。

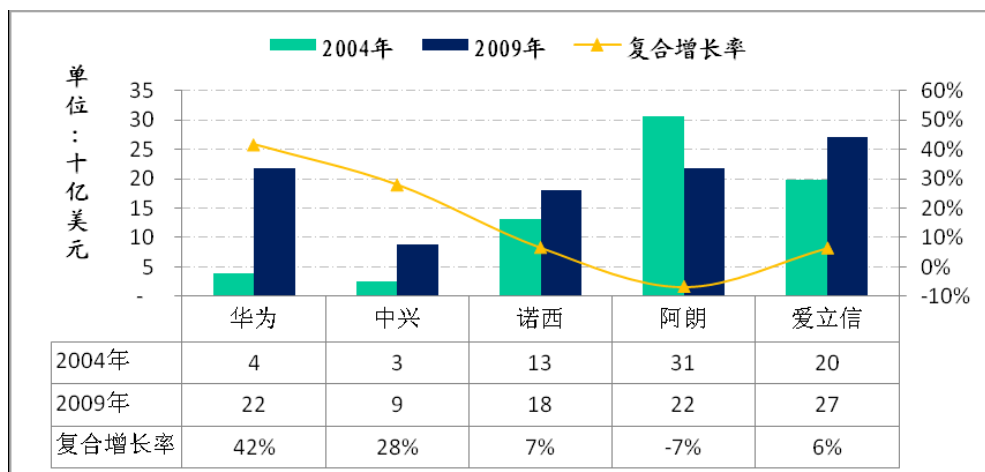
公司2004年12月成为爱立信和华为的射频结构件供应商，2006年3月成为华为射频器件的供应商。2009年11月，公司成为华为全球核心供应商，是国内移动通信基站射频器件领域唯一获此殊荣的厂商。2008年、2009年公司和华为的销售分别较上年增长了126.56%、31.84%，对爱立信的销售分别较上年增长了68.94%、53.63%。受益于华为、爱立信在移动通信领域的领先地位和良好的发展态势，公司将伴随核心客户的发展而成长。

图表 2、2009 年全球主要设备商市场份额



资料来源：大富科技招股说明书

图表 3、2004 年-2009 年全球主要通信主设备商销售收入及复合增长率



资料来源：大富科技招股说明书

1.3 生产成本有进一步降低空间

公司在安徽建有 104,732.20 平方米的生产基地，本次募集资金投资项目之一“移动通信基站射频器件生产基地建设项目”将在安徽蚌埠怀远经济开发区进行建设。安徽位于我国中部地区，具有独特的承东启西、连南接北的区位优势。蚌埠交通便利，并



毗邻公司另一核心客户爱立信在中国的主要生产基地之一南京。安徽制造基地能够获得充足的劳动力并具有较高的土地、能源、人力、运输成本，与深圳研发、生产基地形成区位互补。

2、国内无线通信建设仍然如火如荼

2.1 2G 网络维护仍将持续较长时间

3G 业务真正为各运营商带来利润尚需时日，其中需要经历硬件基础建设，品牌推广以及用户培养等过程，在此期间 2G 仍然是各运营商获取利润的重头。而且即便在 3G 进入盈利期后，为了保持剩下 2G 用户的平稳过渡，2G 系统仍然会维持较长时间。另外国家大力推行启动“村村通电话工程”（简称“村村通工程”），由于 3G 建设进度以及农村市场的 ARPU 瓶颈，农村通信市场将带来 2G 无线网络优化覆盖的新需求。我们预计 10 年至少仍有 60 亿左右的网络优化投资。而后将向网络运营维护过渡。在此期间公司的 34% 的 2G 射频产品仍有用武之地。

2.2 3G 投资建设 2010 年前低后高

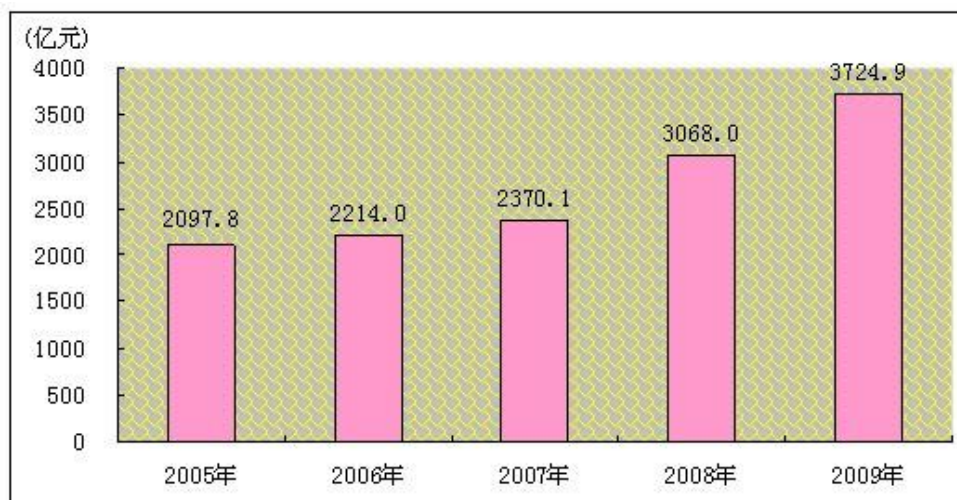
3G 工作频段较 2G (GSM) 为高，该物理特性决定了无线信号穿透性能相比 GSM 受到一定的影响，换言之，在后期的网络优化中，可能需要比 GSM 更多的直放站，RRU 或者其他微型基站进行信号覆盖的补充。

另外在结束的 2010 通信网络规划优化大会中，中移动也提到了将用户感受放在第一位的网络优化原则，这也注定了在信号覆盖上面 3G 相对 2G 恐怕会有更多的投入。

另外 3G 用户数也达到一定数量，而为了吸引更多用户加入的目的，也需要进行积极有效的网络优化来改善用户体验。

3G 部分，截止到目前为止中国移动 TD 基站数为 11.5 万个；中国电信 CDMA 基站数量已经达到了 30 万个，其中室外基站有 21 万个，室内基站有 9 万个；中国联通截至 2009 年年底 WCDMA 基站数达 9.7 万个。到 10 年 7 月底三大运营商仅完成全年 3G 投资的 23.6%，仍有大量投资尚待完成，后续投资将使得公司 3G 射频器械持续盈利。

图表 4、历年电信固定资产投资额（亿元）



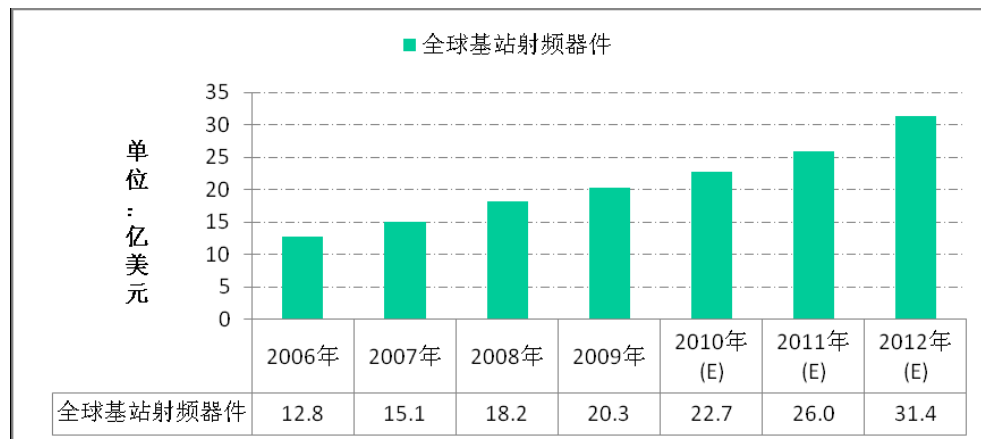
资料来源：工信部



3、全球移动通信基站需求较大

根据预测 2010 年至 2012 年全球移动通信基站射频依然需求较旺盛，公司可借华为，爱立信两艘大船渡洋揽金。

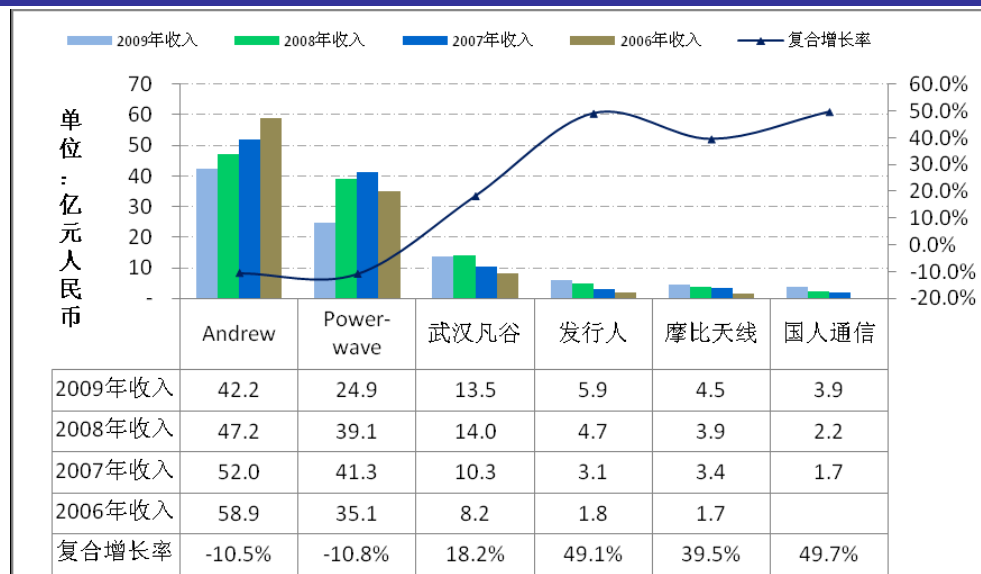
图表 5、全球移动通信基站射频器件市场规模及预测



资料来源：大富科技招股说明书

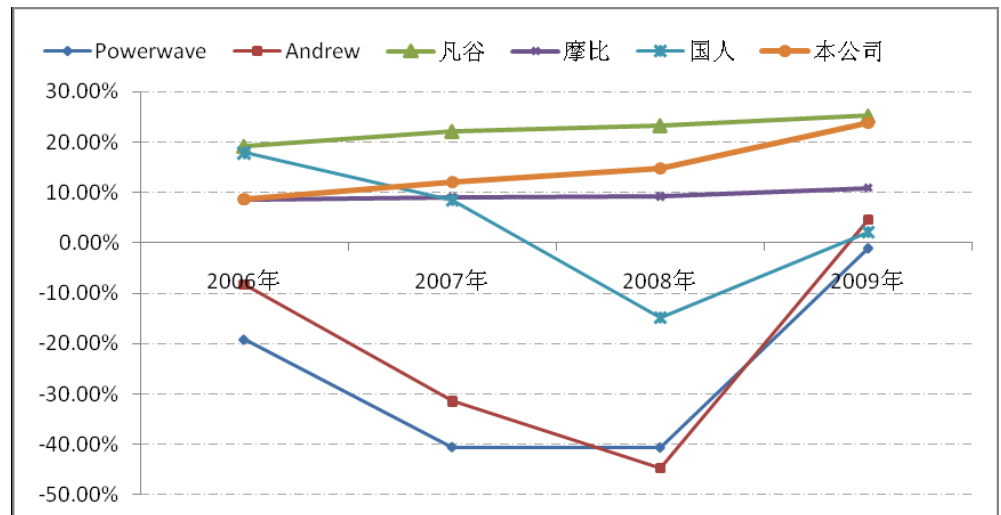
从通信主设备商的竞争格局、通信主设备商的利润率的趋势、目前行业内公司的经营业绩和增长趋势、中国3G的投资等几方面看，移动通信基站射频器件向中国转移的趋势将会越来越明显。因此，中国的移动通信基站射频器件行业占全球的市场份额有望进一步扩大。公司凭借成本优势，相信将进一步拓展其在全球市场的份额。

图表 6、2006 年至 2009 年行业内主要公司射频器件销售收入及四年复合增长率



资料来源：大富科技招股说明书

图表 7、2006 年至 2009 年行业内公司净利率



资料来源：大富科技招股说明书

4、公司财务状况分析

4.1 公司财务优势

公司主营清晰，客户较为优质，公司的营业收入、营业利润、利润总额、净利润规模小于武汉凡谷，但是各项指标增长速度较快。

公司 2009 年的毛利率比武汉凡谷略高 1.82%，公司毛利大幅度提高的原因系生产工艺改进、生产自制程度提高等。

公司营业收入增长较快，主要系凭借快响应、低成本、高质量的优势，公司在核心客户华为、爱立信同类产品的采购份额不断上升。毛利、净利润增长幅度较快，主要系通过加强研发、创新，不断进行生产工艺改进、产品设计优化、提高生产自制率、提高生产效率，促使毛利率逐年提高，2009 年毛利率与武汉凡谷基本相当。

表格 1、2007-2009 年公司与武汉凡谷成长性指标比较

成长性指标	2009年		2008年		2007年	
	大富	武汉	大富	武汉	大富	武汉
营业收入增长率	23.86%	-4.13%	52.04%	36.56%	75.00%	26.20%
毛利增长率	46.82%	4.83%	61.96%	32.71%	109.64%	24.68%
净利润增长率	98.58%	3.60%	85.90%	43.68%	161.00%	30.95%

资料来源：大富科技招股说明书

4.2 公司财务困难

本公司的应收账款周转率、存货周转率低于武汉凡谷。

表格 2、2007-2009 年公司与武汉凡谷资产周转能力指标比较

资产周转能力指标	2009年		2008年		2007年	
	大富	武汉	大富	武汉	大富	武汉
应收账款周转率	3.25	3.63	3.41	3.85	3.44	4.91
存货周转率	4.52	7.25	4.22	6.76	3.31	4.51
总资产周转率	1.11	0.59	1.08	0.65	0.92	0.72

资料来源：大富科技招股说明书



5、募集资金投向

公司本次计划公开募集资金投资于移动通信基站射频器件生产基地建设、研发中心扩建及其他与主营业务相关的营运资金项目，计划募集资金超过 8 亿元。

表格 3、募投资金去向

重 要 性 排 序	项目	总投资额 (万元)	分期投资额 (万元)			募集资金投入 金额 (万元)
			第一年	第二年	第三年	
1	移动通信基站射频器件生产基地建设项目	74,248	28,545	35,468	10,235	74,248
2	研发中心扩建项目	5,979	3,588	2,392	-	5,979
3	其它与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-	-

资料来源：大富科技招股说明书

6 风险分析

6.1 对上游资源行业无议价能力

铝材、银材、铜材是射频器件行业生产制造过程中重要的原材料，约占生产成本的 20%。原材料价格的波动对射频器件行业的生产成本影响较大。铝材、银材、铜材价格的形成主要受国际与国内主要期货市场的影响。

就目前的情况看，有色金属的供应能够保障行业的生产需求。但有色金属价格的形成主要受期货市场的影响，行业没有议价能力，且有色金属材料价格的波动较大，对行业相关公司的盈利状况有一定的影响。

6.2 下游客户较为集中，存在风险

华为、爱立信是下游移动通信主设备行业中的优质客户，是公司重点开拓和维护的客户。最近三年及一期，两者合计占本公司总销售额的比例为 58.19%、80.07%、88.65%、86.71%。因此，公司的生产经营依赖于华为、爱立信的业务发展。但由于通信主设备行业竞争同样惨烈，况且华为又处在向老大爱立信发起挑战的地步，估计价格战争在今后较长一段时间仍然会出现在无线主设备的竞标当中，为了保证自身利益，主设备商会倾向于能进一步压缩成本的配件供应商，这也是国外射频供应商亏损原因，如在行业发展过程中出现新的低成本竞争者，恐怕下游客户会择时离开。而公司目前较为依赖华为、爱立信，届时如无拓展出新的下游客户，业绩恐出现下滑。

另外百尺竿头更进一步总是困难的，目前公司的两大客户爱立信与华为均已成为通信业巨头，再有较大幅度的增长比较困难，尤其是爱立信。所以公司与其将希望及拓展客户大幅度发展上不如进一步提升在下游客户的同类产品的采购额度。但这恐怕又会出现性能与价格的战争。



6.3 行业特征决定回款较慢，存在影响运营的风险

生产射频产品需要购置模具加工设备、压铸机、数控加工中心、网络分析仪等价值较高的设备；此外，通信主设备商一般都凭其良好的信誉要求供应商提供一定的付款信用期。因此，本行业内生产商需要投入较多的营运资金。

7、盈利预测及估值

预计公司 2010 至 2012 年的每股收益分别为 1.12、1.32 及 1.59 元，公司存在一定的成长性，市盈率采用创业板与通信类公司中等水平，我们认为公司合理价值宜在 48~52 元附近。

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	586	820	1001	1215	成长性				
营业成本	345	505	628	765	营业收入增长	23.9%	39.9%	22.1%	21.3%
销售费用	10	14	17	20	营业成本增长	11.7%	46.2%	24.5%	21.9%
管理费用	62	87	107	129	营业利润增长	90.8%	29.8%	18.0%	21.2%
财务费用	5	3	1	-1	利润总额增长	98.0%	28.7%	17.4%	20.6%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	98.4%	28.7%	17.4%	20.6%
营业利润	159	206	243	295	盈利能力				
营业外收支	7	7	7	7	毛利率	41.1%	38.4%	37.3%	37.0%
利润总额	165	213	250	301	销售净利率	23.8%	21.9%	21.1%	20.9%
所得税	26	33	39	47	ROE	44.4%	33.6%	28.3%	25.5%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	55.7%	52.2%	57.5%	65.6%
净利润	140	180	211	254	营运效率				
资产负债表 (百万元)					销售费用/营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
流动资产	358	660	944	1277	管理费用/营业收入	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
货币资金	70	252	443	668	财务费用/营业收入	0.8%	0.3%	0.1%	0.0%
应收帐款	192	269	328	398	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
存货	70	102	127	155	应收帐款周转率	3.3673	3.5599	3.3562	3.3464
非流动资产	189	162	135	108	存货周转率	5.0053	5.8655	5.477	5.4258
固定资产	181	157	132	108	流动资产周转率	1.6104	1.6111	1.2492	1.0947
资产总计	547	822	1079	1385	总资产周转率	1.1103	1.1985	1.054	0.9867
流动负债	219	274	320	372	偿债能力				
短期借款	74	63	58	52	资产负债率	42.4%	35.0%	30.9%	27.8%
应付款项	118	172	214	261	流动比率	1.64	2.41	2.95	3.43
非流动负债	13	13	13	13	速动比率	1.32	2.03	2.55	3.01
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	232	287	333	385	EPS	1.16	1.12	1.32	1.59
股东权益	315	534	745	1000	每股净资产	2.62	3.34	4.66	6.25
股本	120	160	160	160	每股经营现金流	1.18	0.96	1.23	1.45
留存收益	195	374	585	840	每股经营现金/EPS	1.0	0.9	0.9	0.9
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	547	822	1079	1385	PE	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)					PEG	0.00	0.00	0.00	-
经营活动现金流	142	153	197	232	PB	0.0	0.0	0.0	0.0
其中营运资本减少	-105	-53	-41	-50	EV/EBITDA	0.09	-0.73	-1.35	-1.85
投资活动现金流	-107	-1	-1	-1	EV/SALES	14.96	9.33	7.08	5.38
其中资本支出	-96	-1	-1	-1	EV/IC	0.26	0.21	0.19	0.16
融资活动现金流	-3	29	-6	-6	ROIC/WACC	6.88	6.44	7.09	8.09
净现金总变化	33	182	191	225	REP	0.04	0.03	0.03	0.02

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍及承诺:

周涛: 清华大学物理学博士, 2007 年加入长城证券, 任新能源-电力设备行业分析师。

金炜: 通信工程专业硕士, 2010 年加入长城证券, 任通信行业分析师, 4 年通信行业工作经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于公司认为可靠的已公开信息, 但公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>