



上市公司新股研究报告

研究报告
信息技术—通信设备

谨慎申购

大富科技（300134）

2010 年 10 月 11 日

基站射频器件领先企业 伴随系统集成巨头成长

计算机与通信行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850209080672
chenmf@htsec.com
021-23219409
联系人：蒋科
jiangk@htsec.com
021-21319474

1. 股权结构简单，管理层对公司控制力较强

公司为国内领先的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，一直专注于移动通信基站射频器件及相关射频结构件的研发、生产、销售与服务，属于通信设备制造业。

公司的主要股东为大富配天投资、孙尚传、博信投资、富海银涛、龙城物业、大贵投资、大智投资、大勇投资、王冬青和宋大莉等，其中孙尚传为公司的实际控制人，本次发行后直接与间接持有公司 60.9% 的股份。公司目前拥有两家全资子公司——深圳大富网络和安徽大富机电，大富网络的主营业务为 SMT 加工、射频器件行业上下游业务拓展的前期市场研究与技术跟踪，大富机电的主营业务为射频结构件的生产。

表 1 IPO 前后大富科技的股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	股份数（万股）	持股比例（%）	股份数（万股）	持股比例（%）
大富配天投资	8080	67.3	8080	50.5
孙尚传	1800	15.0	1800	11.3
博信投资	720	6.0	720	4.5
富海银涛	354	3.0	354	2.2
龙城物业	300	2.5	300	1.9
大贵投资	290	2.4	290	1.8
大智投资	215	1.8	215	1.3
大勇投资	215	1.8	215	1.3
王冬青	14	0.1	14	0.1
宋大莉	12	0.1	12	0.1
公众股东	-	-	4000	25.0
合计	12000	100.0	16000	100.0

资料来源：招股说明书，海通证券研究所整理

2. 基站射频器件市场有望保持稳定增长

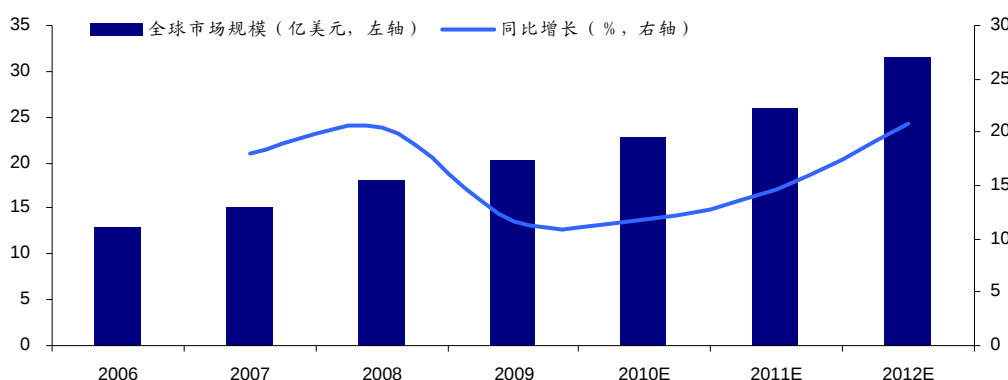
公司主营业务为移动通信射频器件、射频结构件的研发、生产和销售，是我国领先的射频器件制造商，2009 年在国内厂商中位居第二位。

根据 Infonetics 的报告，2008 年全球通信设备企业的收入为 1500 亿美元，比 2007 年增长 8%，预计 2013 年全球电信设备企业的销售收入将达到 1950 亿美元。受大规模 3G 建设的推动，中国移动通信设备市场在 2009 年出现高速增长，同比增长 147.1%。

目前，基站射频器件市场的厂商主要有美国的 Andrew 与 Powerwave，国内的武汉凡谷、国人通信、摩比天线及大富科技等公司。根据招股书披露，2008 年大富科技市场占有率为 4%，仅次于武汉凡谷（002194），为国内第二大射频器件供应商。

预计未来国内基站射频器件的需求驱动力主要来自三个方面：其一，通信制式的演进导致基站射频器件需求增加，如第二代移动通信系统采用的工作频率为 800-900MHz，而第三代移动通信的工作频率多在 1800-2400MHz 之间，用相同功率的基站覆盖相同面积的地区，基站的数量将会有较大的增长，从而增加对射频器件的需求量。短期来看，由于 2009 年是 3G 基站建设高峰，预计今后两到三年内，3G 基站新建数量难以实现高速增长；其二，基站覆盖技术的演变增加对射频器件的需求，目前国内外越来越多地采用 BBU（基带单元）和 RRU（射频单元）分离的射频拉远方式覆盖技术，在该模式下一套 BBU 需要配置多套 RRU，而原来一套基站只配备一套 RRU，从而有效增加了射频器件的需求；其三，移动通信基站射频器件产能向中国转移。基站射频器件制造的技术难度相对较低，国内厂商在响应速度与生产成本上拥有一定的竞争优势，同时随着中国本土移动通信建设的发展，国外通信主设备商在中国的销售也不断加大，使得近年来移动通信基站射频器件行业逐渐向中国转移，我们预期未来数年国内厂商在基站射频器件市场的份额将保持增长态势。

图 1 全球基站射频器件市场规模



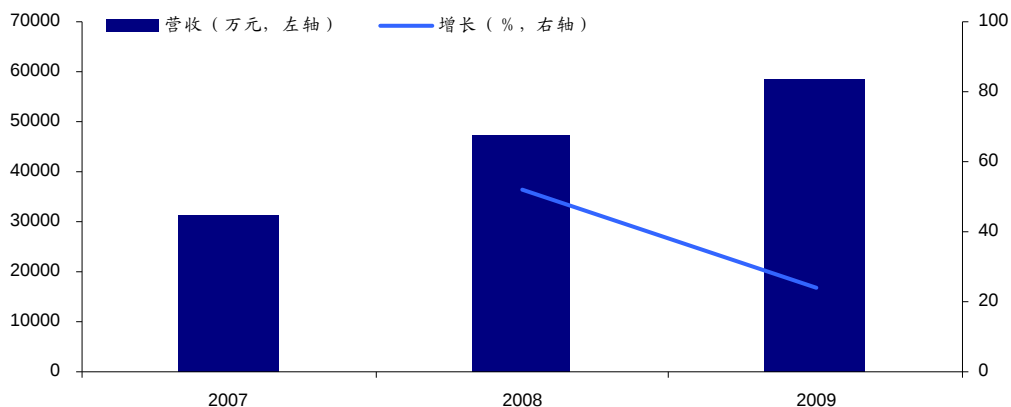
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3. 公司在基站射频器件市场占据领先地位

本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。目前公司在射频器件产品市场占有率位居前列，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、阿朗等。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

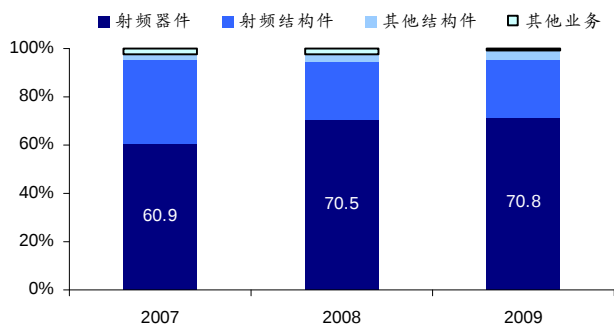
目前公司是国内规模较大、技术较为先进的基站射频器件制造商之一，在国内处于领先地位。我们认为公司主要的竞争力在于：其一，优良的客户资源，公司的主要客户是华为与爱立信。华为目前已成为全球第二大通信主设备商，其 2004 年至 2009 年的销售收入年复合增长达到了 42%；爱立信则是全球最大的通信主设备商，2009 年的市场份额超过 30%；其二，良好的成本控制力，公司通过较为独特的射频器件设计方法和生产工艺有效降低了原材料耗用量，并通过不断扩大生产规模降低平均成本，使得公司具有较强的成本优势；其三，地域优势。华为和中兴的主要生产基地均在深圳，而大富科技的生产基地亦在深圳，相较武汉凡谷，公司具有就近供应的优势。

图 2 大富科技近三年营收及成长



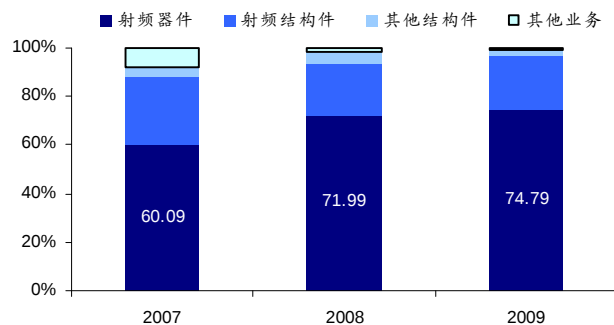
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 3 大富科技营收结构（2007 年- 2009 年）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 4 大富科技毛利结构（2007 年- 2009 年）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4. 公司募投项目分析

公司本次拟公开发行 4000 万股社会公众股,募集资金用以投资移动通信基站射频器件生产基地建设项目和研发中心扩建项目。我们认为移动通信基站射频器件生产基地建设项目将有效提升公司产能,有助于公司主营业务的持续增长。

表 2 募投项目

项目名称	总投资 (万元)
移动通信基站射频器件生产基地建设项目	74248
研发中心扩建项目	5979
合计	80227

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

5. 建议谨慎申购

我们预测2010~2012年,公司EPS分别为1.20元、1.57元和1.87元,未来三年复合增长率约为29%。公司IPO发行价为49.5元,对应2010和2011年市盈率水平分别约为41倍和32倍,高于行业平均市盈率水平。鉴于公司在华为采购体系中的地位处于上升趋势中,而2011年运营商资本开支增长预期好于2010年,我们以30倍的2011年PE预测公司股票6个月目标价为46.98元,建议谨慎申购。

风险提示: 主要产品销售客户较为集中,议价能力较弱,客户依赖性较强;国内基站新增数量可能会低于预期;射频器件产品价格可能出现下降;公司主要原材料为铝、银、铜等,原材料的价格波动较大。

表 3 大富科技利润表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	31115	47306	58595	76161	90319	107114
YoY(%)	n/a	52.04	23.86	29.98	18.59	18.59
减：营业成本	20991	30908	34519	44745	53057	62915
毛利	10124	16398	24076	31415	37262	44199
毛利率（%）	32.5	34.7	41.09	41.25	41.26	41.26
主营业务税金及附加	18	40	62	81	96	114
营业费用（销售费用）	591	734	968	1263	1423	1604
营业费用/收入（%）	1.9	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5
管理费用	4338	6496	6241	7736	8717	9823
管理费用/收入（%）	13.9	13.7	10.7	10.2	9.7	9.2
财务费用	728	995	450	0	-2400	-2400
资产减值损失	381	503	483	483	483	483
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	690	0	0	0	0
营业利润	4068	8320	15872	21852	28943	34575
营业外收入	0	31	775	700	550	550
减：营业外支出	38	1	115	115	115	115
利润总额	4030	8350	16532	22437	29378	35011
减：所得税	250	1321	2574	3261	4324	5169
减：少数股东损益	0	-8	0	0	0	0
净利润	3780	7037	13958	19177	25054	29841
EPS（元）	0.24	0.44	0.87	1.20	1.57	1.87

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

陈美凤：计算机与通信行业

蒋科：联系人

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。