

大富科技 (300134)

领先的射频器件提供商

——大富科技新股分析报告

	余周军	康凯
	010-59312728	0755-23976023
	yuzhoujun008983@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
		S0880209030388

本报告导读:

大富科技主要产品为射频器件与射频结构件。公司建立了结构带射频的业务模式，在产品性价比与交付方面占据优势。未来业绩将伴随核心客户成长实现份额提升。

投资要点:

- 大富科技主要产品为射频器件和射频结构件。2007-2009 年公司实现营业收入分别约计 3.11 亿元、4.73 亿元和 5.86 亿元，同比增长分别为 52.1%和 23.9%，在国内和国际同行业企业中增速最快。
- 公司以“结构带射频”，毛利率水平高于行业平均水平，并实现净利润的高速增长。公司 2007-2009 年实现净利润分别为 3781 万元、7029 万元和 13958 万元，同比增长 85.9%和 98.6%。
- 公司凭借高性价比产品与优越的交付能力实现了与客户共同成长，华为与爱立信为公司的核心客户。随着主设备商市场份额的进一步集中，公司在射频器件行业市场份额将持续上升。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.20, 1.58 和 1.74，年均复合增长率 20.0%。参考中小板通信设备商估值及近期新股上市首日表现，给予公司 2010 年 40-45 倍 PE 值区间，建议询价区间在 48.00-54.00 元，上市首日定价区间估计在 57.60-64.80 元。

建议询价区间

48.00-54.00

上市首日定价区间

57.60-64.80

2010.10.15

发行上市资料

总股本 (万股)	12,000
发行量 (万股)	4,000
发行日期	2010.10.11
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.24
净资产收益率 (%)	19.1%
资产负债率 (%)	39.8%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	473	586	800	1,040	1,220
(+/-)%	52.1%	23.9%	36.50%	30.00%	17.30%
经营利润 (EBIT)	83	158	220	293	327
(+/-)%	107.12%	90.36%	39.24%	33.18%	11.60%
净利润	70	139	192	252	278
(+/-)%	85.90%	98.60%	38.13%	31.25%	10.32%
每股净收益 (元)	0.44	0.87	1.20	1.58	1.74
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

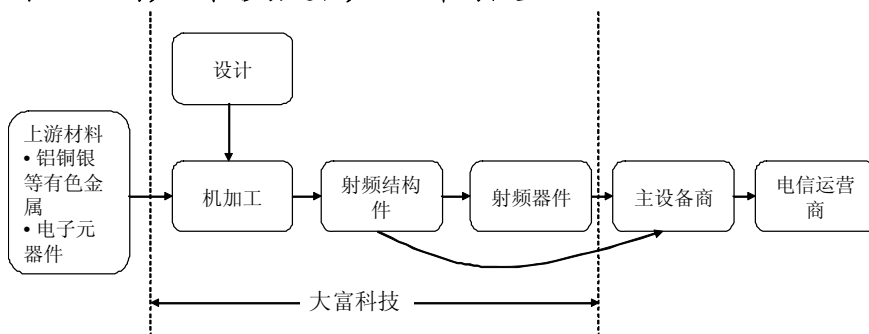
注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司概况

大富科技是一家以移动通信基站射频器件、射频结构件的研发、生产和服务为主营业务的通信设备制造商。其中，射频器件包括滤波器、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。公司产品具备较高的技术含量，主要用于基站天馈系统射频前端，可应用于 GSM、CDMA、CDMA2000、WCDMA、TDS-CDMA、WiMAX、LTE 等各种制式标准的移动通信系统。公司主要收入来源为射频器件与射频结构件，2010 年上半年两类产品收入占比分别为 72.6%和 23.1%。

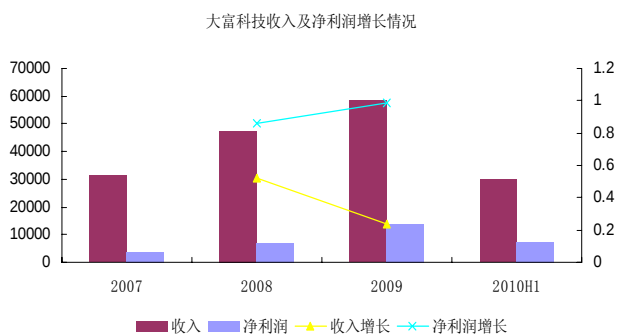
图 1：公司产品在移动通信产业链中的位置



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2007-2009 年公司实现营业收入分别约计 3.11 亿元、4.73 亿元和 5.86 亿元，同比增长分别为 52.1%和 23.9%，在国内和国际同行业公司中增速最快。公司 2007-2009 年实现净利润分别为 3781 万元、7029 万元和 13958 万元，同比增长 85.9%和 98.6%。公司以独有的“结构带射频”的业务模式使得其成本低，毛利率水平高于行业平均水平，并在过去三年内呈持续上升态势，从而带来公司净利润的高速增长。2010 年上半年，公司实现销售收入 2.99 亿元，净利润 7439 万元。

图 1：公司报告期内收入与净利润增长情况



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

图 2：公司各产品主营业务收入占比

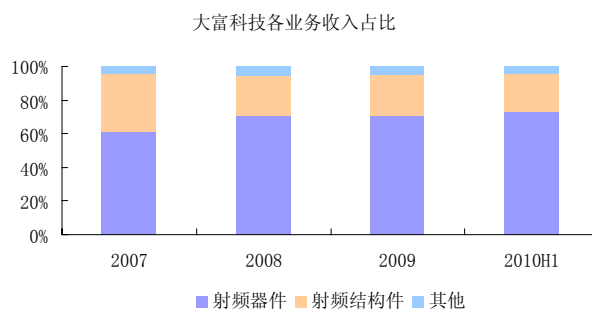
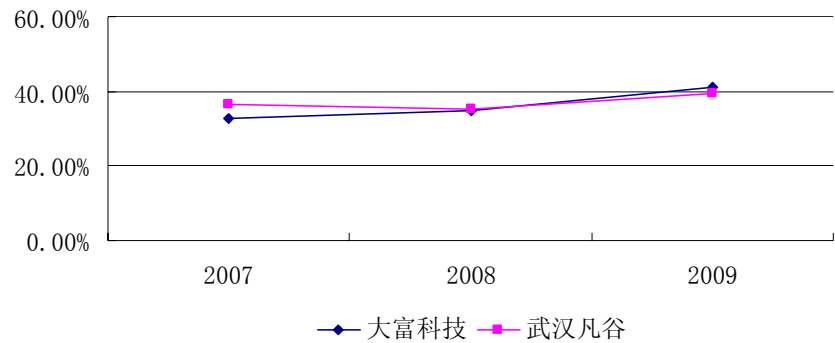


图 4：大富科技 2007-2010H1 综合毛利率水平

大富科技与武汉凡谷综合毛利率比较



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2. 射频器件及结构件市场前景与竞争分析

2.1. 移动通信主设备行业进一步整合

近年来，在全球经济危机的冲击下，电信运营商收入增速不断放缓。尽管全球移动通信用户数量仍保持较快速率增长，但全球性的增量不增收局面已经形成。电信运营商资本性开支开始下滑，收入压力传导至通信主设备商，全行业利润水平不断下滑，华为、中兴等新兴市场通信设备主设备商乘势崛起。2004-2008 年，华为销售收入复合增长率达到 48%，市场份额不断提升，已跃居全球第二。

主设备商为进一步寻求降低成本的举措，对配套设备的低成本采购成为趋势。就射频行业而言，转向低成本的中国厂商成为必然。同时，全球电信基础设施建设不均衡，新兴市场、特别是中国、印度需求较大，这进一步推动了射频器件行业向中国的转移。

2.2. 业务模式创新打造公司产品优势

与国外的 Powerwave、Andrew、以及国内的武汉凡谷不同，大富科技建立了从模具设计及制造、压铸、机械加工、表面处理、电子装配等移动通信基站射频器件的完整产业链。从最初的 OEM 到 ODM，公司具备了从产品设计到生产的一体化精密制造能力，建立起了一套自主拥有的多技术共性制造平台。

射频器件制造过程中，原材料成本占据生产成本的比重在 70% 左右。基于该多技术共性制造平台，公司形成了“结构带射频”的设计思路。在该模式下，产品从设计开始即从结构件出发，以优化结构件的设计带动射频器件性能的提升及成本的降低，从而形成公司产品层面的高性价比优势。

另一方面，主设备商的交付能力成为其竞争力的重要组成部分。得益于公司的制造基础，设计与制造之间的良性互动不断缩短了公司

向主设备商的交付时间。以一般射频器件为例，公司的交付能力可缩短至 45 天，而行业内的平均水平为 6-12 个月，最快在 4 个月左右。射频器件定制化程度高，公司的这一能力将有效的为客户传递价值。

2.3. 从供应商向合作伙伴演进

随着主设备商市场份额的进一步集中，射频器件提供商对主设备商的依赖性将进一步增强。公司的主要客户是华为和爱立信。2007 至 2009 年，公司前五大客户分别占营业收入的 93.96%、94.36%及 95.94%，其中对华为的销售比例分别为 40.70%、60.64%、64.55%。公司高性价比的产品以及较好的交付能力有利于大客户的成长，实现双赢。2007 年到 2009 年公司在华为射频配套件采购中的份额从 7%提升到了 30%，并在 2010 年上半年提升至 40%。

目前，公司是华为的核心供应商和战略供应商，也是爱立信的合格供应商。从未来电信主设备商的发展趋势来看，市场集中度将进一步提升。公司紧靠大客户的战略以及核心能力将推动公司市场份额的稳步提升。

图 5: 2008 年 Q3 主设备商市场份额

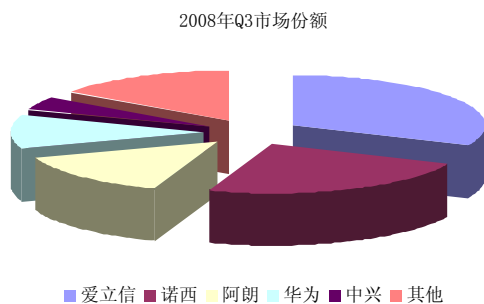
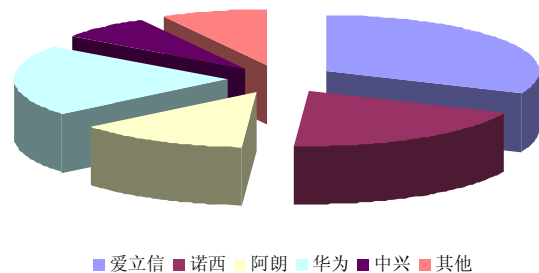


图 6: 2009 年 Q3 主设备商市场份额



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

3. 财务分析

公司综合毛利率将保持稳中有升的水平。公司的业务模式使得在原材料损耗方面具备先天优势，同时设备小型化的趋势也使得单套设备的原材料使用下降。因此，尽管射频器件的价格呈较快趋势下滑，但公司的毛利率将保持稳定，同时新的一体化产品的推出将进一步提升整体毛利率水平。

公司客户为信誉度高的优质企业，报告期内货款回笼情况良好。同时，公司具备较好的盈利能力，偿债能力强，现金流稳定充足，运营稳健。

报告期内，公司销售费用控制较好，占比稳定。研发费用占管理费用比例较高，新产品研发和新技术储备为公司进一步发展奠定较好基础。

我们认为，未来几年内公司与大客户之间关系将趋于紧密，销售费用占比将稳中有降；研发费用的投向符合发展趋势，有利于公司产品的持续领先、市场份额的上升、以及毛利率水平的稳定。未来几年，公司盈利情况向好。

4. 募投项目分析

公司拟筹资约计 8.02 亿元，用于移动通信射频器件生产基地建设项目和研发中心扩建项目，以缓解公司产能不足，并强化研发实力。

表 1: 募投项目简介

序号	投资项目	项目投资额 (万元)	建设期 (年)	项目投资安排 (万元)		
				第 1 年	第 2 年	第 3 年
1	移动通信基站射频器件生产基地 建设项目	74,248	3	28,545	35,468	10,235
2	研发中心扩建项目	5,979	2	3,588	2,392	
3	合计	80227		32,133	37,860	10,235

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

近三年来，公司的产能利用率从 2007 年的 95.43%，2008 年的 94.55%，已经上升到了 2009 年的 99.14%。产能扩充需求极为迫切。本次募集资金投资项目顺利实施后，对公司的产能规模、管理水平、产品结构、以及研发能力都有较大的促进。

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测

我们认为，主设备商市场份额的集中将是不可避免的趋势。公司紧靠爱立信与华为这排名前两位的大客户，凭借自身的成本优势和交付能力，市场份额将持续上升。近期内国内市场 3G 建设、印度等新兴市场的基础设施建设将支撑射频器件行业的发展，远期内 4G 的部署将引发新一轮的投资热潮。行业态势整体向好。预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.20, 1.58 和 1.74，年均复合增长率 20.0%。

表 2: 公司简明利润表

百万元	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	586	800	1040	1220
减：主营成本	345	472	614	720
减：营业税金及附加	1	2	3	4
主营业务利润	240	326	423	496
减：营业费用	10	14	17	20
减：管理费用	62	80	105	140
减：财务费用	5	6	2	3
减：资产减值损失	5	6	6	6
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
营业利润	158	220	293	327
加：营业外收入	7	7	7	7
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	165	227	300	334
减：所得税	26	35	48	56
净利润	139	192	252	278
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	139	192	252	278
每股收益	0.87	1.20	1.58	1.74

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

5.2. 估值

我们选取中小板通信设备商估值进行比较，并且以整体通信设备行业平均估值为参考，认为公司 2010 年合理 PE 值区间为 40-45 倍，对应发行价格区间 48.00-54.00 元。此发行价格对应 2011 年 PE 值为 30-34 倍。参考近三个月新股上市首日表现，预计公司上市首日定价区间在 57.60-64.80 元。

表 3：中小板可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE 值		
		2010	2011	2012
002194.SZ	武汉凡谷	30	28	25
002446.SZ	盛路通信	43	37	31
002089.SZ	新海宜	38	32	25
300115.SZ	长盈精密	45	38	31
002417.SZ	三元达	46	36	29
	平均值	40	34	28

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

作者简介:**余周军:**

余周军，北京邮电大学通信工程专业博士。2006-2010 年供职于中国电子信息产业发展研究院，专注于通信产业研究。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		